



DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

**38 Jornadas Nacionales de Administración Financiera**  
**Septiembre 2018**

# **Caracterización de las Pymes emisoras de obligaciones negociables en el mercado de capitales argentino**

**Anahí Briozzo**

*Universidad Nacional del Sur – IIESS (CONICET)*

**Diana Albanese**

**Matías Villegas**

*Universidad Nacional del Sur*

*(Departamento de Ciencias de la Administración)*

## SUMARIO

1. Introducción
2. Marco de antecedentes
3. Metodología
4. Resultados
5. Comentarios finales

Para comentarios:  
abriozzo@uns.edu.ar

## 1. Introducción

El mercado de capitales argentino ofrece dos sectores donde las pymes pueden ofrecer sus títulos: el régimen general, y el panel pyme, con menores requisitos de registración e información, y participación limitada a inversores calificados. Según informa la CNV (2018), a marzo de 2018, el 31% de las empresas bajo régimen de oferta pública son pymes. Asimismo, el financiamiento bancario recibido por las pymes durante el primer trimestre de 2018 se incrementó 23% respecto del mismo período el año previo, mientras que el financiamiento en el mercado de capitales lo hizo un 57%, llevando su participación en el total del 5% al 6% (CNV 2018).

El gobierno corporativo se ha convertido en un tema de interés dentro de las organizaciones, en los mercados financieros, y se constituye un tema de estudio de relevancia. Diversos estudios (Campos, 2002; Bauer, 2002; Foerster y Huen, 2004; CEF, 2005; Bebczuk, 2005) muestran consenso en cuanto a que el buen GC tiene relación con el valor de mercado de la empresa y alienta la estabilidad y desarrollo del sistema financiero, lo que lleva a las empresas a obtener crecimiento económico, acceso a financiamiento y mejores rendimientos.

La temática de GC ha sido ampliamente estudiada en países desarrollados y en grandes empresas, pero existen pocos antecedentes en países emergentes en general, y en particular en firmas de pequeño tamaño, a pesar de la relevancia de las mismas para el desarrollo económico.

El objetivo de este trabajo es estudiar las características de gobierno corporativo (GC) en las pymes emisoras de títulos (acciones y/o obligaciones negociables –ON-) en el mercado de capitales de la Argentina, así como describir las emisiones de ON realizadas.

## 2. Marco de antecedentes

### 2.1 Antecedentes empíricos en pymes

La literatura empírica sobre GC en pymes se ha desarrollado mayoritariamente en países desarrollados. Abor y Adjasi (2007) indican que los mecanismos de GC en pymes a los que se les presta más atención son: separación de alta gerencia y directorio, para asegurar el rol de control de éste último, combinación adecuada de directores independientes e internos e independencia del auditor externo para asegurar la integridad de los reportes financieros. Resulta interesante mencionar que, si bien los mecanismos de GC podrían ser en principio similares a los de las grandes empresas, la evidencia empírica en pymes no es homogénea.

De acuerdo a Aguirre y de las Carreras (2011)<sup>1</sup>, las prácticas relativas a Gobierno Corporativo en la Argentina, deberían orientarse a dos temas principales, (1) Principio de voluntariedad: la adopción debería ser plenamente voluntaria para las Emisoras, si ellas apreciaran un efecto positivo y (2) Creación de los incentivos adecuados para la adopción voluntaria de los principios de buen gobierno societario en el mercado de capitales local. Plantean que la experiencia del Nuevo Mercado de Brasil puede ser positiva en este sentido.

---

<sup>1</sup> Aguirre, Carlos y de las Carreras Horacio (2011). Código de Gobierno Societario. Proyecto de modificación de la RG Nro. 516/07. Cámara de Sociedades Anónimas, Citado por Chisari y Ferro (2012).

Brunninge, Nordqvist, y Wiklund (2007) encuentran que en las pymes suecas con mayor concentración de la propiedad la tendencia al cambio estratégico es menor, lo cual estaría asociado con la aversión al riesgo y la resistencia al cambio. La presencia de directores externos y el número de miembros de la alta gerencia tienen un efecto positivo sobre los cambios estratégicos, y estos dos mecanismos actúan en cierto grado como sustitutos entre sí.

Tauringana (2015) estudia las pymes listadas en el UK Alternative Investment Market por un periodo de 10 años, encontrando que el tamaño del directorio tiene un efecto negativo en la Q de Tobin, mientras que la participación de directores no ejecutivos no tiene efecto significativo. Al-Najjar y Al-Najjar (2017) estudian pymes de capital abierto de Reino Unido y construyen un índice de GC basado en diez variables, que comprenden características y funcionamiento del directorio. Encuentran que mayores niveles de GC se encuentran relacionados positivamente con el tamaño, la Q de Tobin, y en forma inversa con el endeudamiento de la empresa.

Arosa, Iturralde y Maceda (2013) reportan que el tamaño del directorio y el porcentaje de directores externos inciden negativamente en el rendimiento de las pymes españolas. Estos resultados indicarían los efectos de la falta de coordinación, flexibilidad y comunicación en un directorio de gran tamaño. Para empresas no listadas, Hernández-Cánovas, Mínguez-Vera y Sánchez-Vidal (2015) analizan la relación entre la estructura de propiedad y el endeudamiento de pymes españolas. Encuentran que la presencia de un individuo como accionista principal tiene un efecto positivo en la deuda, mientras que un accionista principal que sea una sociedad tiene un efecto negativo. La concentración de propiedad en manos del principal accionista tiene un efecto negativo en el apalancamiento.

Por otro lado, Dasilas y Papasyriopoulos (2015) comparan GC en pymes y grandes empresas griegas listadas encuentran que el tamaño del directorio se relaciona positivamente con el nivel y plazo del endeudamiento. Un auditor Big 4 también tiene un efecto positivo en el endeudamiento. Durante el periodo de crisis en Grecia la independencia del directorio es la variable más relevante que explica el endeudamiento.

En países emergentes, Abor (2007) encuentra para una muestra de pymes no listadas de Ghana que el tamaño y composición del directorio, la profesionalización de la gerencia, la dualidad del CEO y la estructura de propiedad (propietarios-gerentes, empresa familiar y accionistas extranjeros), afectan positivamente a la rentabilidad de la empresa.

## 2.2 Antecedentes empíricos en la Argentina

En la Argentina, el CEF (2005) presenta un estudio que abarca un período de observación entre 2000-2003, relacionando medidas contables (rendimiento operativo y patrimonial) y medidas de mercado (Q de Tobin, Precio/Valor libros) con el Índice de Transparencia y Difusión (ITD), arrojando como resultado un efecto cuantitativo muy apreciable: un incremento de diez puntos porcentuales a partir del ITD promedio para la muestra se traduciría en un aumento del rendimiento operativo de 2,6 puntos porcentuales, además se encuentra una relación positiva y robusta entre el nivel de GC (medido a través del ITD) y el valor de la Q de Tobin.

Bebczuck (2005) sobre una muestra de 65 empresas no financieras listadas en el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. encuentra una relación positiva y robusta entre el ITD y el rendimiento operativo y la Q de Tobin, durante el período 2000-2003. Sin embargo, dado que ITD solo mide aquello que las empresas voluntariamente deciden difundir, el autor propone un índice que combina tres variables binarias: (1) participación de la acción en carteras de

fondos de pensión; (2) aceptación de la empresa a contestar la encuesta sobre GC elaborada por el propio autor; y (3) porcentaje de directores independientes por encima de la media de la muestra. Dicho índice exhibió una correlación de 0,4 con el ITD. La regresión del nuevo índice contra ROA y Q fue significativa y positiva para el período bajo análisis. Briozzo et al (2008) describen la situación del GC en la Argentina, destacando no solo las falencias en cuanto al GC institucional, sino también su escaso cumplimiento (enforcement).

Chisari y Ferro (2012) desarrollan una aplicación empírica de mejores prácticas de gobierno corporativo en la Argentina usando un modelo de equilibrio general computable. Encuentran que la implementación de la reforma tiene un costo para la economía de una reducción del crecimiento del PBI, y que si se considera una reducción del costo de capital de las empresas como consecuencia del buen GC, primero, aumenta el valor de las empresas, y segundo, si es anticipada, favorece a la acumulación de capital y mejora la asignación de recursos.

Para pymes listados en la Argentina, Briozzo, Albanese y Santoliquido (2017) analizan el panel pyme del Mercado de Valores de Buenos Aires y encuentran que existen relaciones significativas entre la participación de mujeres en la propiedad y la auditoría externa, y las decisiones de financiamiento.

### 3. Metodología

La población bajo estudio consiste en las pymes emisoras de títulos en el mercado de capitales argentino. De un total de 88 empresas, 40 pertenecen al régimen general y 48 al régimen pyme (CNV 2017). Cabe destacar que las pymes están exceptuadas de la presentación del código de gobierno societario (Res CNV 606/12), por lo cual la información de interés no se encuentra reunida en un único documento.

Por lo tanto, a partir de la información disponible en forma pública en el sitio web de la CNV (estados financieros, prospectos de emisión, hechos relevantes, entre otros) se desarrolló una base ad hoc de datos de pymes emisoras de títulos negociables con la última información disponible a abril 2018. La información de GC recabada incluye composición y funcionamiento del directorio, estructura de propiedad y administración, características de la empresa auditora. Las variables analizadas de GC se describen en la tabla 1.

Por otra parte se analizan también las características de las emisiones de ON: plazo, moneda, calificación y garantía.

## 4. Resultados

### 4.1 Características de las emisiones de ON

La antigüedad promedio de las empresas es 26 años y cuentan con una media de 127 empleados. En las empresas estudiadas encontramos cuatro emisoras de acciones, siendo el resto emisoras solo de obligaciones negociables. El 81% de las emisiones de ON están nominadas en pesos argentinos, con un plazo promedio de 30 meses y un máximo de 60 meses. En la Tabla 2 se muestra la distribución de las empresas según su localización, siendo casi el 60% pertenecientes a CABA y Provincia de Buenos Aires.

**Tabla 1: Definiciones operativas de las variables de GC**

<i>Variables GC</i>	<i>Definición</i>
Nro. Accionistas	Número de accionistas con participación mayor al 5%
% Personas Jurídicas Accionistas	Accionistas sociedades/Número accionistas
Participación del ppal. accionista	Tenencia accionaria del principal accionista directo
Principal Accionista mujer	Variable binaria, toma valor 1 cuando el principal accionista es mujer.
% mujeres accionistas	Mujeres accionistas/ Accionistas personas físicas
Tenencia accionaria mujeres	Participación accionaria de todas las accionistas mujeres
Número de Miembros titulares Directorio	Número de integrantes titulares del directorio. Mínimo 3 integrantes (Art. 255 Ley General de Sociedades).
% de directores externos	Directores que no son accionistas ni parte del cuadro gerencial/ número total de directores (titulares y suplentes)
% directoras mujeres	Directoras mujeres/ Número total de directores
Dualidad CEO	Variable binaria, toma valor 1 cuando el CEO y el presidente del directorio son la misma persona.
Número de Personas alta gerencia	Número de personas informadas en el cuadro gerencial.
% mujeres alta gerencia	Mujeres en cuadro gerencial/Número de personas alta gerencia
Auditor Big4	Variable binaria, tomar valor 1 cuando la empresa auditora del último EEFF es PWC, KPMG, Deloitte o Ernst & Young
Rotación auditor	Variable binaria, tomar valor 1 cuando el auditor externo ha cambiado en los últimos tres años.

En la Tabla 3 se describe la composición de las empresas según su sector de actividad, destacándose el sector servicios, donde el 57% son pymes que brindan servicios financieros.

Del total de empresas analizadas 55 han requerido una evaluación de riesgo a una calificadora, obteniendo la calificación que se muestra en la Tabla 4. El 74% de las emisiones han sido calificadas como A+, A o A-.

La Tabla 5 muestra las agencias calificadoras contratadas, concentrándose el 84% de los casos en Evaluadora Latinoamericana S.A. y Fix S.C.R. S.A. Es interesante destacar la participación de la Universidad Nacional Tres de Febrero (UNTREF) con el 7% (un total de 4 casos).

Treinta empresas cuentan con una garantía especial sobre la emisión de ON, predominando el fideicomiso de garantía. Las sociedades de garantía recíproca (SGR) reúnen el 30% de los avales.

Cabe mencionar que 34 pymes poseen sus emisiones calificadas y garantizadas en forma simultánea.

**Tabla 2: Localización de las pymes emisoras**

Ciudad	%
CABA	46.0%
Buenos Aires	13.8%
Córdoba	10.3%
Santa Fe	9.2%
Mendoza	6.9%
La Rioja	2.3%
Chaco	2.3%
Jujuy	2.3%
San Juan	2.3%
Neuquén	1.1%
Salta	1.1%
Catamarca	1.1%
Chubut	1.1%

**Tabla 3: Distribución por sector de actividad**

Sector	%
Servicios	45%
Industria y minería	30%
Comercio	18%
Agropecuario	6%

**Tabla 4: Calificación obtenida por las emisiones**

Calificación	%
AAA	2%
A+	15%
A	28%
A-	30%
BBB	8%
BBB+	11%
BBB-	6%

**Tabla 5: Agencias calificadoras**

Calificadora	%
Evaluadora Latinoamericana S.A.	49%
Fix S.C.R. S.A.	35%
UNTREF	7%
Fitch Argentina Calificadora de Riesgo S.A.	4%
No tiene	2%
Moody`s	2%
Standard`s and Poor	2%

**Tabla 6: Tipo de garantía**

Garantía	%
Fideicomiso de garantía	30%
Estructuras y Mandatos S.A.	10%
Acindar Pyme S.G.R.	10%
Garantizar S.G.R.	10%
Transferencia Fiduciaria	7%
FOGABA	3%
Bienes Fideicomitidos	3%
Trust Capital S.A.	3%
Cohen S.A.	3%
Bica Cooperativa de Emprendimientos Múltiples Limitada	3%
Campo Aval S.G.R	3%
Compañía Fiduciaria Americana SA	3%
BCONS ARGENTINA SA	3%
Cuyo Aval S.G.R	3%
Cardinal S.G.R.	3%

#### 4.2. Características de GC de las pymes emisoras

En la Tabla 7 presenta la estadística descriptiva de las variables de GC, donde se observa que el la dispersión accionaria es baja, que existe una elevada concentración de la propiedad en el principal accionista directo, quien en muy pocas ocasiones es mujer. La participación de mujeres también es baja en la propiedad, el directorio y la alta gerencia. El tamaño promedio del directorio supera levemente el mínimo normativo de tres integrantes, mientras que la dualidad del CEO está presente en la mitad de las empresas. Con respecto al auditor externo es escasa la contratación de los Big 4, y también es baja la rotación del mismo.

**Tabla 7: Características de GC**

<i>Variable</i>	<i>Media</i>	<i>Desvío</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
Nro. Accionistas	3.56	2.09	2	13
% Personas Jurídicas Accionistas	27%	45%	0	100%
Participación del ppal. accionista	57%	23%	23%	100%
Ppal. Accionista mujer	4%	19%	0	100%
% mujeres accionistas	24%	28%	0	100%
Tenencia accionaria mujeres	9%	15%	0	75%
Nro Miembros tit. Directorio	3.84	1.02	3	8
% de directores externos	45%	37%	0	100%
% directoras mujeres	16%	20%	0	67%
Dualidad CEO	48%	50%	0	100%
Nro. Personas alta gerencia	4.19	2.54	0	13
% mujeres alta gerencia	19%	24%	0	100%
Auditor Big4	6%	23%	0	100%
Rotación auditor	18%	39%	0	100%

## 5. Comentarios finales

Este trabajo describe las características de las emisiones de ON de las pymes argentinas y sus características de GC. Se destaca la heterogeneidad en la disponibilidad de información sobre GC en las pymes de ambos paneles, dado que al estar exceptuadas de presentar el Código de Gobierno Societario (Res CNV 606/12), la información se encuentra disponible en distintos documentos, y muchas veces acotada a los prospectos de emisión más recientes. A fines de lograr mayor transparencia y uniformar el acceso a la información sobre GC sería deseable la presentación de información periódica simplificada para las pymes independientemente del sector de cotización.

Las limitaciones de este trabajo radican en las restricciones de acceso a la información sobre GC de las pymes, en especial para el panel general. Se presenta como futura línea de investigación la actualización continua de la base de datos a fines de realizar estudios de evolución temporal.

## REFERENCIAS

Abor, J., & Adjasi, C. K. (2007). *Corporate governance and the small and medium enterprises sector: theory and implications*. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 7(2), 111-122.

- Al-Najjar, B. & Al-Najjar, D. (2017), *The impact of external financing on firm value and a corporate governance index: SME evidence*, Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 24 Iss 2
- Arosa, B., Iturralde, T. & Maseda, A. (2013). *The board structure and firm performance in SMEs: Evidence from Spain*. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, 19, 127–135.
- Bauer, R., Günster, N. & Otten, R. (2003): *Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe* Journal on Asset Management, 5, 91-104.
- Bebczuck, R. (2005): *Corporate Governance and Ownership: Measurant and Impact on Corporate Performance in Argentina*. Publicado en *Investor Protection and corporate governance. Firm-level evidence across Latin-america*. Stanford University Press.
- Briozzo, A, Albanese, D. & Santoliquido, D., (2017). *Corporate governance, financing and gender: A study of SMEs from Argentinean Securities Markets*. Contaduría y Administración 62(2), 358-376.
- Brunninge, O., Nordqvist, M., & Wiklund, J. (2007). *Corporate Governance and Strategic Change in SMEs: The Effects of Ownership, Board Composition and Top Management Teams*. Small Business Economics, 29, 295-308
- Campos, C., Newell, R., & Wilson, G. (2002). *Corporate Governance Develops in Emerging Markets: Shareholders in Emerging Markets Show They're Willing to Pay a Premium for Good Governance Standards*. McKinsey on Finance (Winter), 15-18
- Centro para la Estabilidad Financiera (CEF) (2005): *Nota de Política N° 5 El Gobierno Corporativo en Argentina*. Julio 2005.
- Chisari, O. y Ferro, G. (2012). *Una contribución a la evaluación de las reformas al Gobierno Corporativo de las empresas: aplicación a la Argentina*. Disponible en: [http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/69/45/56/PDF/Gobierno\\_corporativo\\_en\\_Argentina\\_2012\\_03\\_05\\_12.pdf](http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/69/45/56/PDF/Gobierno_corporativo_en_Argentina_2012_03_05_12.pdf)
- Comisión Nacional de Valores. (2012). *Resolución General 606/2012*. Modificación Normas CNV (N.T. 2001) – Código de Gobierno Societario. Disponible en: <http://www.cnv.gov.ar/LeyesReg/CNV/esp/RGCRGN606-12.htm> consultado el 12/04/2014..
- Comisión Nacional de Valores (2017). *Informe Trimestral de Financiamiento a pymes*. Cuatro trimestre 2017. Disponible en: <http://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/Informes>
- Comisión Nacional de Valores (2018). *Informe Trimestral de Financiamiento a pymes*. Primer trimestre 2018. Disponible en: <http://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/Informes>
- Dasilas, A., & Papasyriopoulos, N. (2015). *Corporate governance, credit ratings and the capital structure of Greek SME and large listed firms*. Small Business Economics, 45(1), 215-244.
- Foerster, Stephen & Brian Huen (2004). *Does Corporate Governance Matter to Canadian Investors?*. Canadian Investors Review, 17,19-25.
- Hernández-Cánovas, G., Mínguez-Vera, A. & Sánchez-Vidal (2014). *Ownership structure and debt as corporate governance mechanisms: an empirical analysis for Spanish SMEs*, Journal of Business Economics and Management, DOI: 10.3846/16111699.2013.859171
- Tauringana, G. (2015), *Corporate governance and performance of UK listed small and medium enterprises*, Corporate Governance, Vol. 15 Iss 5 pp. 719 – 733. <http://dx.doi.org/10.1108/CG-03-2015-0029>