



UNIVERSIDAD  
**AUSTRAL**

Tutor:  
Federico Orsi.

Profesor:  
Alicia Attala.

E u g e n i a  
M a r i a n a  
S i l v e s t r i n i

**Tesis**  
Financiamiento  
**PyME**

Maestría en finanzas  
Universidad Austral

Agosto 2020

## INDICE

Introducción .....	1
Marco teórico .....	3
Concepto PyME .....	3
Categorías .....	5
Nivel ventas. ....	5
Actividad declarada. ....	6
Valor de los activos.....	6
Cantidad de empleados. ....	7
Importancia de la PyMEs.....	7
A nivel mundial. ....	7
A nivel local en Argentina. ....	8
Nivel de Vida en las PyMEs .....	11
Generación de empleo .....	13
Nivel de calificación del personal.....	14
Coyuntura económica .....	15
Financiamiento.....	18
Conceptos básicos.....	18
Costo de capital.....	20
Estructura de Financiamiento .....	22
Postura Tradicional .....	23
Modigliani y Miller.....	24
Trade Off Theory (Costos de Quiebra).....	24
Plazo de financiamiento.....	25

Tipos de financiamiento existente en Argentina para PyMEs .....	27
Vía Deuda. ....	28
Financiamiento Operativo.....	28
Financiamiento Bancario. ....	29
Financiamiento vía Mercado de valores. ....	30
<i>Obligaciones Negociables</i> .....	31
<i>Valores a corto plazo</i> . ....	33
<i>Facturas de Crédito Electrónicas</i> . ....	34
<i>Descuento de Cheques de Pago Diferido</i> . ....	35
<i>Importancia de las Sociedades de Garantía Recíproca</i> .....	37
<i>Fideicomisos Financieros</i> .....	39
Vía Equity. ....	43
Acciones ordinarias. ....	43
Acciones Preferidas.....	44
Datos históricos de estructura de financiamiento PyMEs en Argentina.....	45
Estructura de financiamiento. ....	45
Porcentaje de créditos otorgados a PyMEs.....	46
Posibles Causales de restricción al crédito PyMEs.....	47
Informalidad del Sector .....	50
Asimetría de información .....	51
Selección adversa.....	51
Riesgo Moral.....	52
Falta de Garantías .....	52
Racionamiento del crédito en mercados emergentes .....	53

Factor País Argentina.....	53
Conclusión .....	56
Anexos -Tablas .....	59
Bibliografía .....	62

## Introducción

El objetivo general de esta investigación es conocer la realidad que enfrentan las empresas consideradas PyMEs en la Argentina. Para ello primero se va a analizar, los parámetros exigidos para ser clasificada como tal, ver cuáles son los sectores donde hay mayor concentración, tratar de entender cómo funcionan estas empresas y la importancia de las mismas en la economía de la Argentina.

Además, observar algunas de las cualidades de estas empresas que las hacen tan necesarias para cualquier país. Dentro de las características más importantes, se puede distinguir de manera previa al análisis, lo realmente flexibles que son, permitiéndoles adaptarse a los cambios tan exigidos por el mercado sobre el que están inmersos. Esta cualidad no es menor, cada vez en este mundo tan cambiante la principal característica que debe tener toda empresa para poder sobrevivir es poder adaptarse lo más rápido posible. Para lograrlo existen diferentes herramientas fundamentales que toda empresa debe tener, como ser, contar con un buen management, tener información precisa y oportuna para la toma de decisiones, tener el personal adecuado y capacitado que le permitirá ser polivalente ante las necesidades de la empresa, entre otros.

Sin embargo, podemos ver que estas empresas están sometidas a diversas dificultades, que en algunos casos les impiden crecer o expandirse y en otros casos hacen que sea muy difícil sobrevivir a los vaivenes de la economía en donde se encuentra inmersa.

Dentro de estas dificultades podemos observar como una de las principales, el restringido acceso al financiamiento externo que enfrentan estas pequeñas empresas, las elevadas tasas de interés en ciertos instrumentos comparados con empresas de mayor tamaño y los plazos muy cortos de financiación. Otras dificultades recurrentes son, la falta de poder de mercado impidiendo negociar mejores condiciones, el menor desarrollo de sistemas de información o

la informalidad de sus registros que hacen inviable tomar información certera, que es fundamental para la toma de decisiones y la ausencia de personal calificado.

Por lo expuesto, la segunda parte de la investigación se va a centrar en el financiamiento PyME en la Argentina, de manera de encontrar las fallas del mercado que originan las dificultades mencionadas anteriormente ante la necesidad de financiamiento por parte de estas empresas. Además, se van a analizar los tipos de financiamiento existentes en el país, la estructura de financiamiento que tienen estas empresas y cuáles son los instrumentos más utilizados.

En la mayoría de los países, las PyMEs representan una proporción considerable del Producto Interno Bruto (PBI) y de la generación de empleo. Por esta razón es fundamental conocer en detalle estas empresas, cómo funcionan, cuáles son sus necesidades y qué herramientas necesitan, para poder brindarles alguna alternativa o solución, que les permita crecer o subsistir. A su vez, mencionar el impacto en la economía que tienen estas empresas en los países, tanto industrializados como en vía de desarrollo. Razón por la cual en muchos países tienen un tratamiento diferencial o programas de fomento que incentivan la creación de estas empresas.

## Marco teórico

### Concepto PyME

El concepto de Pequeñas y medianas empresas (PyMEs) puede variar dependiendo del país donde se esté analizando, sin embargo, se puede observar ciertas similitudes en las clasificaciones utilizadas a la hora de definir cuáles son estas empresas.

Dentro de las clasificaciones más usadas podemos observar que se utilizan diferentes variables como ser la cantidad de empleados, el nivel de ventas o el monto de sus activos. También se suele usar el enfoque bidimensional, aquel que utiliza tanto la variable de ventas como la de cantidad de empleados y estableciendo cuál de estas dos variables va a tener mayor peso a la hora de cuantificar.

En mercados emergentes o en economías donde hay índices de inflación altos tomar el nivel de las ventas como parámetro para clasificar una empresa no sería el más adecuado, salvo que se contemple una indexación de los parámetros para equipararse al nivel de inflación. Además, en estos mercados suele darse un mayor grado de informalidad lo que puede llevar a que el nivel de ventas esté subvaluado generando una distorsión en la magnitud real de la empresa.

Es muy importante poder conocer el significado para poder clasificar correctamente una empresa, ya que de estar incluida dentro de este sector y dependiendo del país donde se encuentre se puede acceder a ciertos programas de beneficios o políticas de promoción que realizan los gobiernos para fomentar la generación de estas empresas.

En la Argentina siguiendo el concepto que establece la Secretaría de Pequeña y Mediana Empresa y Emprendedores (SEPYME) que depende del Ministerio de Producción de la Nación establece que:

Una PyME es una micro, pequeña o mediana empresa que realiza sus actividades en el país, en alguno de los estos sectores: comercial, servicios, industrial, minería o agropecuario. Puede estar integrada por varias personas según la actividad y sus ventas totales anuales en pesos no pueden superar los montos establecidos según su categoría (Ministerio de Produccion, Secretaria de Pequeña y Mediana Empresa., s.f.).

Por lo expuesto podemos concluir que la definición de PyME según esta secretaría depende exclusivamente de su nivel de facturación, salvo en determinadas actividades donde se considera la cantidad de empleados o el nivel de los activos. Como se mencionó anteriormente esta clasificación no sería la adecuada por el nivel de inflación que existe en la Argentina, dado que produce un aumento de la facturación que no necesariamente significa un aumento del nivel de operaciones de la empresa. A su vez, en el país hay mucha informalidad, lo que puede provocar que las ventas declaradas no sean las reales, por lo tanto, se podría incurrir en una clasificación errónea si solo se considera este parámetro.

Según la Comisión Nacional de Valores, define a las PyMEs como: *“serán consideradas pequeñas y medianas empresas CNV (PYME CNV), al solo efecto del acceso al mercado de capitales, las empresas constituidas en el país cuyos ingresos totales anuales expresados en pesos no superen los valores establecidos para cada sector”*<sup>1</sup> (Comisión Nacional de Valores, 2017).

De esta manera, la CNV establecen cinco sectores, cada uno, tiene como límite que los ingresos anuales establecidos en los balances de cada empresa no deben superar la suma fijada por dicho sector. De esta manera, por ejemplo, el sector agropecuario no puede superar los \$431.450.000 y el sector de servicios no puede superar los \$481.570.000, valores tomados a mayo del 2020.

---

<sup>1</sup> Valores en Anexo Tabla N°1



El Banco Mundial clasifica las PyMEs de una manera bastante similar a la realizada por SEPYME, ya que establece como parámetros el número de trabajadores, el nivel de ventas y el valor de los activos, solo que le exige que se cumplan dos de estas tres características, para ser considerada como tal.

### Categorías

En la Argentina cuando uno se quiere registrar como una PyME se establecen diferentes categorías según las ventas totales anuales, la actividad declarada, el valor de los activos o la cantidad de empleados según rubro o sector de la empresa.

Las categorías mencionadas se dividen en micro, pequeña y mediana empresa. Esta última se subdivide en empresas medianas tramo 1 y en tramo 2. De esta manera por ejemplo una empresa que desarrolla como actividad la construcción se clasifica en la categoría de micro si su nivel de ventas es inferior a los quince millones doscientos treinta mil pesos (\$15.230.000). Si supera ese nivel mencionado, pero es menor a los noventa millones trescientos diez mil pesos (\$90.310.00) es considerada una pequeña empresa, y de esta forma va ir subiendo de categoría hasta alcanzar la mayor categoría de mediana tramo 2 donde el nivel de facturación para esta actividad es de setecientos cincuenta y cinco millones setecientos cuarenta mil pesos (\$755.740.000).<sup>2</sup>

Dentro de cada parámetro se establecen ciertas limitaciones a tener en cuenta:

#### **Nivel ventas.**

Se establece como forma de cálculo los últimos 3 ejercicios comerciales o años fiscales, excluyendo el impuesto al valor agregado (IVA) y si existieran todos aquellos impuestos internos incluidos en las ventas.

---

<sup>2</sup> Todas las categorías mencionadas se encuentran en Anexo Tabla N°2

Además, en el caso que haya exportaciones, hay que deducirlas del monto de ventas en hasta el 75% del valor de las exportaciones.

Luego el régimen aclara que si se llegara a cambiar la actividad o modificar los montos, cuando se realice la recategorización se va a asignar una nueva categoría.

### **Actividad declarada.**

Solo se van a poder registrar como Micro, pequeñas o medianas empresas aquellas que desarrollen las actividades mencionadas por el organismo.<sup>3</sup>

Además, se establecen cinco actividades que expresamente quedan excluidas, las mismas son:

- Servicios de hogares privados que contratan servicio doméstico.
- Servicios de organizaciones y órganos extraterritoriales.
- Administración pública, defensa y seguridad social obligatoria.
- Servicios relacionados con juegos de azar y apuestas.
- Los socios de sociedades / directores que no ejerzan una actividad independiente.

### **Valor de los activos.**

Se establecen como un requisito adicional para ciertas actividades que el valor de los activos no puede superar los ciento noventa y tres millones de pesos. Las actividades que deben cumplir estos requisitos son:

- Intermediación financiera
- Servicios de seguro.
- Servicios inmobiliarios.

---

<sup>3</sup> Todas las actividades se encuentran en el Anexo Tabla N°3

### **Cantidad de empleados.**

Dependiendo del rubro o el sector se establecen la cantidad de empleados que deberán cumplir las empresas para poder registrarse. Por ejemplo, en el caso de una empresa que realiza la actividad de comercio, la cantidad de empleados para micro son siete, para pequeña son veinticinco, para mediana tramo 1 ciento veinticinco y por último para mediana tramos 2 trescientos cuarenta y cinco.<sup>4</sup>

Además, se establece que la actividad de comisionista o agencias de viaje, la clasificación para encuadrar a la empresa en micro, pequeña o mediana se deberá realizar según este parámetro y no por las ventas anuales.

### **Importancia de la PyMEs**

#### **A nivel mundial.**

Las PyMEs en todo el mundo son generadoras de empleo y contribuyen en el agregado de riqueza del país o mercado donde funcionan.

Según los datos internacionales existe una correlación directa entre el nivel de desarrollo de la económica y el grado de participación de las PyMEs en el PBI y en el empleo. Es decir, a mayor nivel de desarrollo, mayor es la participación de este tipo de empresa como fuente generadora de riqueza y de empleo.

Según las estadísticas del Banco Mundial (BM) en los países con ingresos bajos (menos de 1.000 dólares per cápita), las PyME generan sólo el 16% de la riqueza, mientras que en los países de ingreso medio (entre 1.000 y 11.500 dólares per cápita) estas empresas generan el 39% del PBI y en los países de ingresos altos (más de 11.500 dólares per cápita) el 51% de la riqueza nacional (Ayyagari, Beck, & Demirgüç-Kunt, 2003).

---

<sup>4</sup> Anexo Tabla N°4

Tener en claro estos datos mencionados es sumamente importante ya que las políticas públicas deberían tender a fomentar este tipo de empresas y prestarle más atención a los problemas que enfrentan, para lograr de esa manera que las empresas crezcan o por lo menos no desaparezcan y de esta forma mantener o aumentar las fuentes de trabajo y de riquezas que generan.

### **A nivel local en Argentina.**

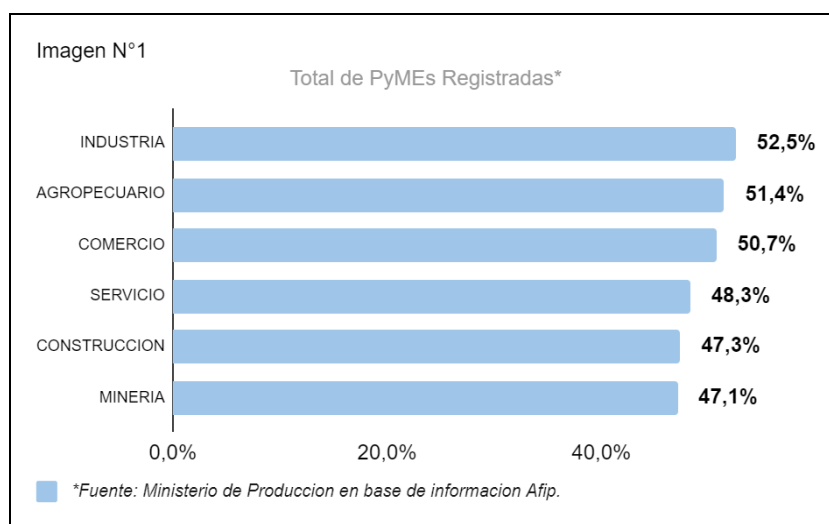
En Argentina, las PyMEs representan una parte central en la producción. Si tomamos los datos publicados por el Ministerio de Producción Nacional, al 23 de febrero del 2020 que es la última medición existente, el total de las empresas PyMEs (empleadoras y no empleadoras) en el país ascienden alrededor del millón sesenta y seis mil. De la cifra mencionada, solo el cincuenta por ciento está registrado como tal, es decir que realizó el trámite correspondiente para ser clasificada como una PyME, obteniendo luego de aprobada la solicitud el certificado correspondiente que avala su condición de PyME ante terceros.

Según la Administración Federal de Ingresos Públicos el Certificado PyME,

Es un documento que vas a obtener una vez que finalices la inscripción al registro. Además de acreditar tu condición como PyME ante la AFIP, el Ministerio de Desarrollo Productivo y terceros organismos e instituciones, te permite acceder a financiamiento, beneficios impositivos y programas de asistencia para tu empresa (Administración Federal de Ingresos Públicos, s.f.).

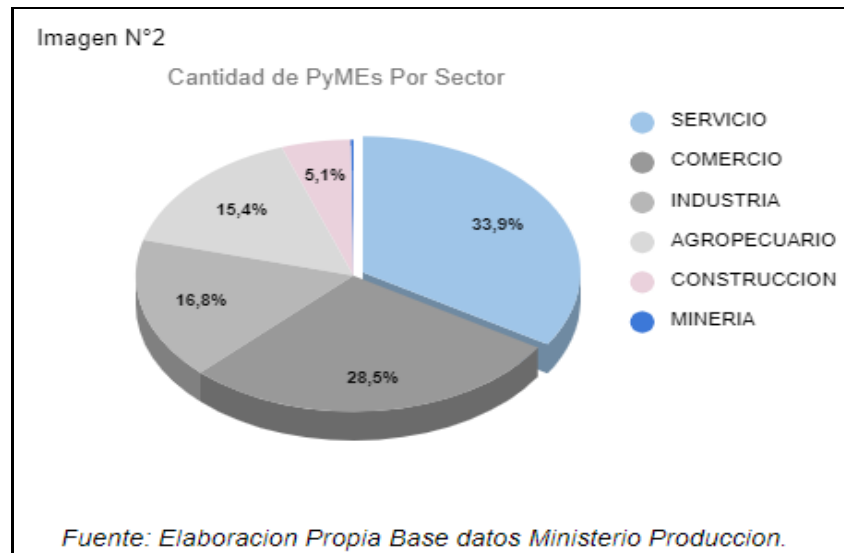
Por lo tanto, hay una gran cantidad de PyMEs que quedan por fuera de los beneficios que otorga el programa a todas aquellas registradas en él, como ser el diferimiento en el pago del Impuesto al Valor Agregado (IVA), la compensación del Impuesto al Cheque en el pago del Impuesto a las Ganancias, la posibilidad de realizar una deducción en el Impuesto a las Ganancias del 10% de las inversiones realizadas, posibilidad de obtener un certificado de no retención del Impuesto al Valor Agregado, entre otros.

Si tomamos la información por sectores, se puede advertir que el sector más registrado es el de la industria, donde alrededor de noventa y cinco mil empresas están registradas de un total de ciento setenta y nueve mil. Es decir, que en este sector en particular casi el 53% está registrado. A continuación, se encuentra la imagen con todos los sectores.<sup>5</sup>



Si miramos la participación que tiene cada sector en la cantidad de PyMEs totales (registradas y no registradas) podemos observar que los 3 sectores principales, que representan el 79 % de la cantidad de PyMEs, son el sector de servicios con una participación del 34%, seguido del sector de comercios con un 28% y por último el sector de la industria con un 17%. El 21% restante de la cantidad de PyMEs está distribuido entre el sector agropecuario, construcción y minería.

<sup>5</sup> \*Fuente: Información de AFIP de empresas registradas empleadoras y no empleadoras inscriptas en IVA y estimaciones de la Secretaría de Transformación Productiva y de la Secretaría de Emprendedores y PyMEs en base a la composición sectorial de empresas por provincia y datos AFIP.



En el mercado actual las empresas deben tender a generar valor, es decir ya no solo se trata de vender un insumo o servicio para suplir una necesidad, si no que la competitividad entre las empresas está en la creación de valor en dicho bien o servicio. Dentro de este proceso, las PyMEs cumplen un papel fundamental debido a su principal característica de flexibilidad ante los cambios producidos en el mercado, adaptándose de manera rápida ante los mismos. Una de las razones por las cuales gozan de este atributo, es que no tienen una estructura grande, algo que por supuesto las grandes empresas tienen.

Además, las PyMEs son una de las principales fuentes generadoras de empleo, representando de este modo un factor de política de distribución de ingresos a las clases media y baja, con lo cual fomentan el desarrollo económico de toda una Nación.

Otra de las particularidades de las PyMEs es que la mayoría surge de un emprendedor con una idea innovadora o novedosa que colabora en el desarrollo de la economía y que en algunos casos estos emprendimientos pueden llegar a manejar grandes escalas.

Dentro del eslabón productivo estas empresas suelen ser proveedores de empresas grandes como por ejemplo del sector automotriz, otra razón por las cuales son relevantes.

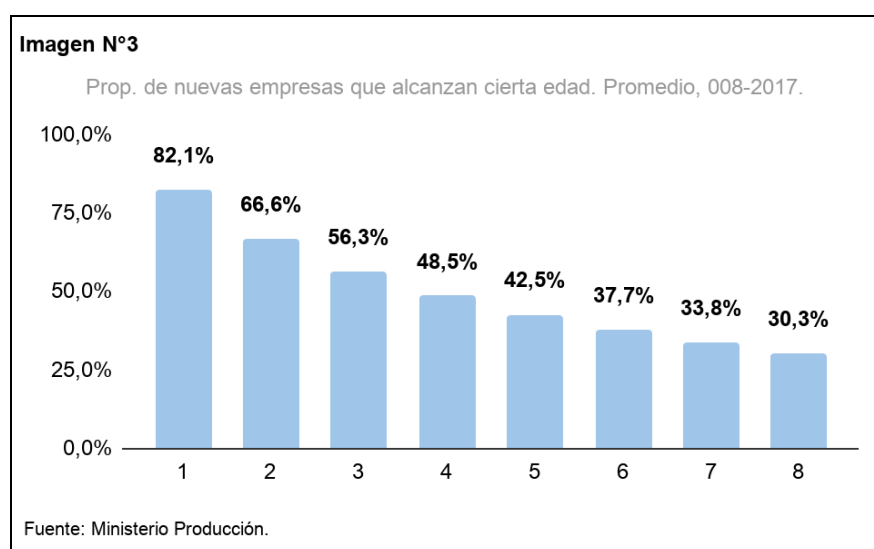
Según el estudio sobre PyMEs realizado por la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (F.I.E.L), *la experiencia nacional e internacional de distintos países*

sugiere que durante el ciclo de expansión económica la generación de empleo es liderada por las empresas grandes, mientras que, en las fases decrecientes del ciclo económico, son las PyMEs las que contratan más personal. De este modo se puede decir que, además de generar empleo, este grupo de empresas son las principales impulsoras de la economía en tiempos de crisis (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, 1996).

### Nivel de Vida en las PyMEs

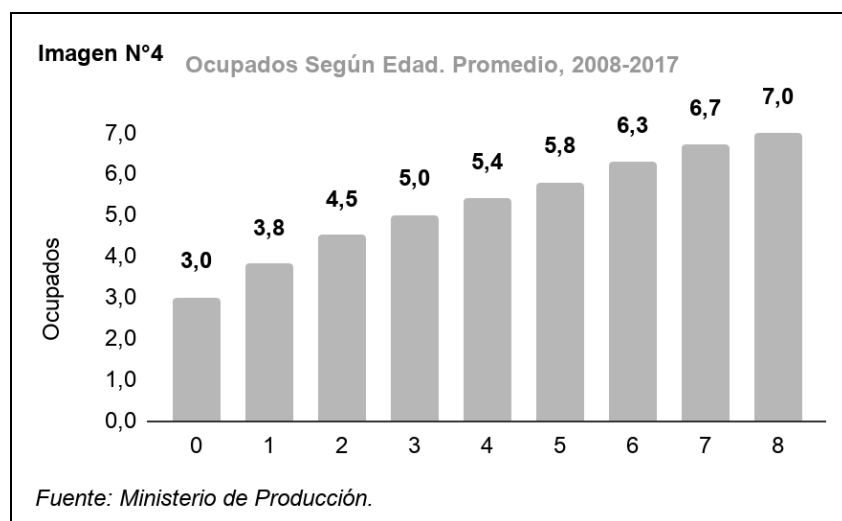
Al analizar cómo funcionan estas empresas, vemos que su funcionamiento es completamente distinto al de las grandes empresas. Además, muy pocas llegan consolidarse y transformarse en grandes empresas.

Teniendo en cuenta los datos informados por el Ministerio de Producción y Trabajo vemos que en la Argentina ocho de cada diez emprendimiento llegan a los dos años de vida, y solo tres de diez llegan a los ochos años, es decir solamente el 30% alcanza una duración de años de vida. Por lo tanto, podemos afirmar que existe una gran volatilidad si miramos las altas tasas de nacimientos y las tasas de mortalidad de estas empresas.



En general cuando nacen las PyMEs, en un primer momento son conducidas por su fundador y a medida que permanecen en el mercado aumentan el tamaño de su planta. Por

ejemplo, en promedio una empresa nace con tres empleados y cuando llega a los siete años de vida tiene en promedio un total de siete empleados.



Generalmente los fundadores tienen ideas muy arraigadas del negocio, pero carecen de una correcta delegación de funciones a sus colaboradores, razón por la cual es común encontrar una mala distribución de tareas. En lugar de ocuparse de cuestiones estratégicas y a futuro, tan importantes para la organización, se ocupan del día a día, de los aspectos más “urgentes” y coyunturales.

Una de las causas de este problema, es que hay muchos fundadores que les cuesta dejar de ocuparse y de controlar todos los aspectos sin dejar lugar al desarrollo de sus colaboradores, y sobre todo como se mencionó anteriormente sin ocuparse de las cuestiones estratégicas. Situación insostenible en el tiempo y pueden generar a futuro problemas mayores, que pueden estar relacionados con la supervivencia de la empresa.

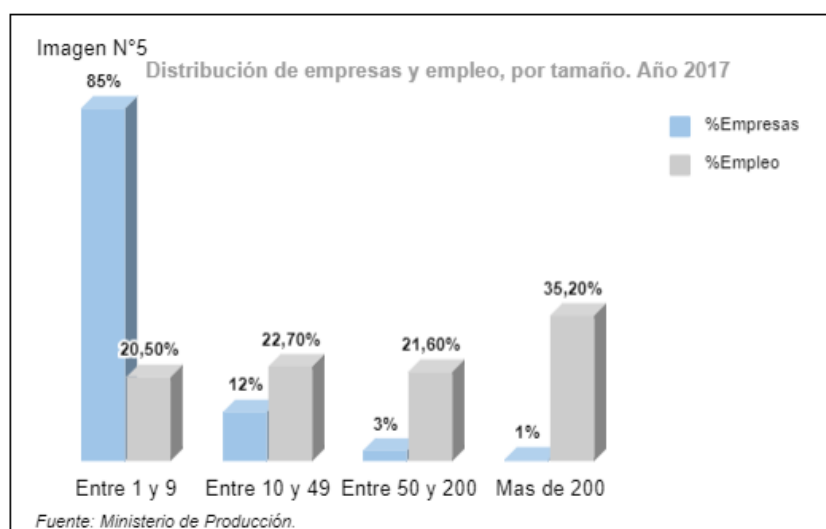
Las PyMEs, cuando son propiedad de una familia o grupos de amigos, en general existe un conflicto por la mezcla de asuntos familiares con los empresariales, que hace más difícil la supervivencia de las mismas. Además, en este tipo de empresas, se suele jerarquizar la importancia de familia o empresa, de esta forma algunos ponen en primer lugar a la empresa, dejando de lado a la familia; mientras que otros privilegian a la familia y descuidan a la



empresa. Esta jerarquización, por supuesto que es errónea, pero suele estar muy arraigada en este tipo de empresas e influye en la vida de la empresa.

### Generación de empleo

Según los últimos datos disponibles brindados por el Ministerio de Producción y Trabajo de la Nación, en el país en el año 2017 existían alrededor de 609.000 empresas privadas registradas como empleadoras. De la cifra mencionada, si observamos la distribución de empresas y empleo por tamaño podemos ver que el 1% corresponde a empresas que tienen más de 200 empleados y generan el 35% del empleo. El restante 99%, corresponde a empresas cuyo tamaño es menor a 200 empleados y son responsables del 65% del empleo privado. Por lo mencionado, se puede concluir que dichas empresas de tamaño menor a 200 empleados, son grandes generadoras de empleo, como se puede advertir en la imagen a continuación.



Además de ser generadoras de empleo en algunos sectores sirven de nexo para la inclusión social, de aquellas personas que se encuentran en una situación de vulnerabilidad socioeconómica.

Si analizamos por sectores, vemos que el sector con mayor cantidad de empresas generadoras de empleo es el de servicios con un 39% del total, luego le siguen el comercio

con un 30%, el sector agropecuario con un 11% y el industrial con casi un 10%. De esta manera estas cuatro actividades representan el 90% del total. El 10% restante está compuesto por los demás sectores como, el de la construcción, minería entre otros.

### Nivel de calificación del personal

Es muy importante en toda empresa contar con el personal adecuado y calificado para el desarrollo normal de las actividades, como para obtener el crecimiento deseado por la empresa. Una visión a tener en claro, es que los mismos no son un gasto, sino que, son uno de los activos estratégicos más importante a cuidar y preservar.

En el mundo PyME se puede ver que hay una deficiencia en los niveles de calificación de sus empleados, una de las herramientas para subsanar esta dificultad es a través del incentivo de capacitaciones, de esta forma el personal va a estar más motivado y productivo, en consecuencia, se pueden ver como beneficio adicional una mejora en las relaciones laborales reduciendo posibles conflictos como también mayor autonomía del empleado y una mejor resolución de desempeño en su puesto laboral.

La gestión de Recursos Humanos, es clave en toda empresa, sin embargo, se puede observar que en este punto también existe una deficiencia en las empresas estudiadas, o por lo menos dentro de las más pequeñas.

Algo a tener en cuenta para conseguir la supervivencia de la empresa y un crecimiento futuro es que la base de la estructura debe estar calificada, ya que la falta de formación de los gerentes generaría que la estructura no sea la adecuada y se cometa errores que pueden influir en la visión y misión de la empresa.

Generalmente las PyMEs comienzan, como se mencionó, con los fundadores que si bien tienen bien en claro el negocio o emprendimiento a desarrollar en la mayoría de los casos no tienen formación en dirección de empresas, gestión de negocios, manejo de organizaciones o

equipos de trabajo. Por esta razón, es clave tener un buen management que nos permita cumplir todos los objetivos propuestos y posicionar a la empresa según los deseos de sus fundadores.

### Coyuntura económica

Los datos macroeconómicos de la Argentina durante el periodo del 2019 no fueron muy favorables para ninguna organización. Partiendo de una gran devaluación, las fluctuaciones en la moneda, la presión tributaria, la inflación en alza y las asfixiantes tasas de interés, un panorama realmente difícil de sobrellevar para cualquier empresa.

Si miramos la evolución de las tasas de interés activa de la Argentina de los últimos cinco años en base a los datos suministrados por el Banco Mundial, podemos ver como la pendiente es alcista desde el 2014 con un valor cercano al 24% hasta el año 2016 donde se encontraba en un valor cercano al 31%, luego tiene una caída hasta el 2017 al 26% y desde esa fecha crece de manera exponencial llegando a su máximo valor alrededor del 67% en el 2019.



Este contexto macroeconómico, acentúa los problemas de financiamiento y profundiza la falta de estrategias o fomento entre el sistema bancario y el desarrollo productivo de las pequeñas empresas.

En cuanto a las perspectivas macroeconómicas para el año 2020, van a depender en gran parte de la renegociación de la deuda pública del país con los Acreedores Externos, ya que, si la Argentina no alcanza un acuerdo, incurriría en un default que podría derivar en una devaluación de la moneda y en consecuencia una mayor presión inflacionaria. Todas variables impactan de manera negativa en la confianza de los inversores, en el desarrollo productivo del país y en la generación de empleo.

A fin de detener la recesión y activar la producción, se sancionó a fines del 2019 en el marco de emergencia pública, la Ley N°27.541 de Solidaridad Social y Reactivación Productiva, en la cual existen ciertas medidas tributarias y tarifarias positivas para las PyMEs.

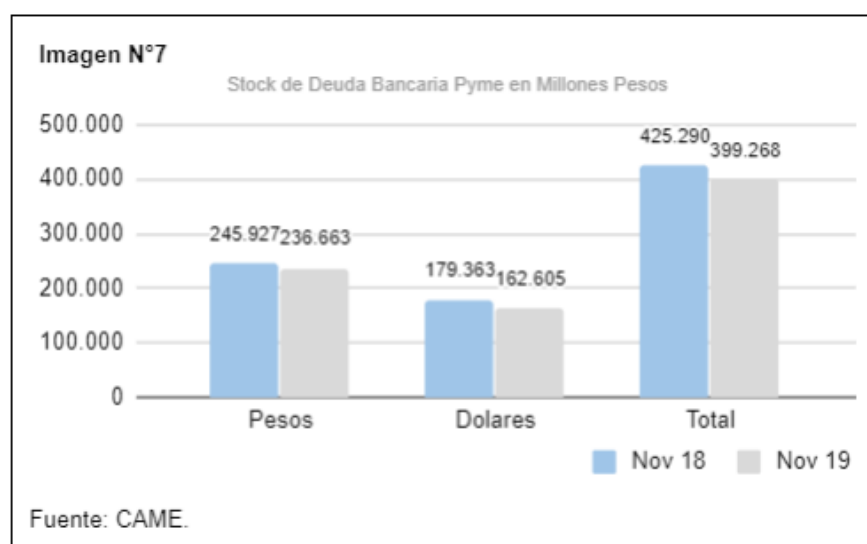
Dentro de las medidas más destacadas en cuanto a este sector en particular, se pueden mencionar la moratoria fiscal y el congelamiento de tarifas, entre otras.

En cuanto a la moratoria fiscal es un gran alivio financiero, dado que les permite regularizar todas aquellas deudas con el fisco en materia impositiva, de la seguridad social y aduaneras en un plan de 120 cuotas, que incluye en determinados casos una condonación o una quita de multas e intereses y la suspensión de acciones penales.

Esta medida es muy importante, ya que, si tomamos los datos publicados por la Fundación observatorio de PyMEs en base a sus encuestas, podemos observar que, en el caso del sector industrial las deudas con el fisco representan alrededor del 27% de las deudas totales.

A su vez, este alivio financiero va a ayudar a recomponer la cadena de pagos tan deteriorada en los últimos años que genero una acumulación de deuda por parte de las PyMEs representando aproximadamente 47% de las deudas totales.

Si continuamos mirando cómo está integrado el endeudamiento de las PyMEs, y en particular la deuda con entidades financieras reguladas por el Banco Central de la República Argentina, según los datos oficiales a noviembre del 2019, la deuda de estas empresas en particular asciende a cuatrocientos millones de pesos. Cifra bastante similar a la mantenida durante el 2018, donde el total de deuda a las entidades financieras era un 6,5 % mayor. Es decir que el total de la deuda de las PyMEs a noviembre del 2018 ascendía a un valor cercano a cuatrocientos veinticinco mil millones de pesos, como se puede observar en la imagen a continuación.



## Financiamiento

Para poder llegar a analizar los problemas por los cuales no pueden acceder al financiamiento las PyMEs, primero hay que determinar porque necesitan financiarse las empresas, cuál es el costo asociado a financiarse, conocer si hay una un nivel óptimo de financiamiento para todas las empresas por igual o si la estructura de financiamiento es única para cada empresa, a qué plazo deben hacerlo y cuáles son los tipos de financiamiento que existen en la Argentina para las PyMEs.

### Conceptos básicos

Si tomamos el balance de una empresa podemos observar que está compuesto por todos aquellos activos que posee tanto de corto plazo como de largo plazo, los pasivos y aportes de socios que son necesarios para poder obtener dichos activos. Es decir, que, si miramos el balance bajo esta definición, podemos considerar que los activos son las inversiones que realiza la empresa por la cual se va a obtener un rendimiento y los pasivos son los recursos que tiene disponible para poder financiar dichas inversiones, con lo cual estos generan un costo de capital que se tiene que tener en cuenta a la hora de tomar decisiones.

Estos recursos pueden provenir de diferentes fuentes. Generalmente se los suele diferenciar en dos fuentes:

➤ *Vía Deuda*: Aquellos provenientes de deuda externa. En este caso el inversor aporta sus fondos bajo ciertas condiciones contractuales a cambio que una vez vencido el plazo estipulado se devuelva los fondos invertidos más el rendimiento pactado. Es decir que en este caso existe únicamente una promesa de repago.

➤ *Vía Equity*: Aquellos provenientes de los accionistas. En este caso el inversor aporta sus fondos pero únicamente los recibe si todos los demás inversores fueron cancelados. Al igual que los inversores anteriores este tipo de recurso tiene un costo asociado, que en

muchas empresas, generalmente en las más pequeñas como es el caso de las PyMEs no está bien definido o no se tiene en cuenta a la hora de tomar decisiones. Más adelante se va a profundizar sobre este tema.

Existe otra clasificación de los recursos en base al tipo de negociación:

➤ *Recursos espontáneos*: Son todos aquellos recursos que surgen de manera espontánea con la habitual operatoria de la empresa. Se podría decir que este tipo de recursos no tienen costos de manera explícita.

➤ *Recursos negociados*: Son todos aquellos recursos obtenidos del mercado, incluye tanto los conseguidos a través de deuda financiera, como a través del patrimonio neto, que exigen un rendimiento ya sea en forma de intereses o dividendos por los fondos invertidos. Es decir que este tipo de recursos tienen costos de manera explícita.

Es importante tener estos conceptos en claro ya que para que una empresa prospere debe gestionar sus activos de manera tal, que generen un rendimiento mayor al costo producido por financiar esos activos.

Existen diferentes indicadores financieros calculados a partir de información contable, que nos permiten ver la salud financiera de una empresa y hacer comparaciones. Estos indicadores si se realizan con información confiable y si se interpretan de manera correcta se pueden usar como herramienta para la toma de decisiones.

Para poder analizar el rendimiento generado por mis activos para luego compararlo con el costo que generan los pasivos y poder ver si se está creando valor, hay que calcular el RONA. Este indicador que muestra la rentabilidad de mi activo neto, relaciona el beneficio obtenido en el periodo estudiado con el activo neto.

$$\text{Rentabilidad Activo Neto (RONA)} = \text{Beneficio} / \text{Activo Neto}$$

Se considera Activo Neto a todos aquellos activos que son financiados únicamente con recursos negociados, es decir que al total de activos se le restan los recursos espontáneos.

$$\text{Activo Neto} = \text{Activo} - \text{Recurso Espontáneo}$$

Luego hay que compararlo con el costo de capital para saber si la empresa está generando valor.

$$\text{RONA} = \text{Beneficio} / \text{Activo Neto} > \text{Costo Capital} \text{ ---> se crea valor}$$

### Costo de capital

Teniendo en cuenta las definiciones mencionadas en el punto anterior podemos decir que el costo de capital está compuesto por el costo que exigen los acreedores externos más el exigido por el accionista. Es decir, que el costo de capital es el costo de los recursos totales (pasivos y patrimonio neto) que financian las inversiones de la empresa.

Si miramos desde el lado del inversor el requerimiento que va a exigir de sus fondos varía considerablemente si es un acreedor externo que, si es un accionista, ya que este último solo cobra si previamente cobraron todos los demás acreedores. En este mismo sentido el rendimiento requerido por el inversor, no es el mismo si la financiación es de corto plazo, que si es de largo plazo.

Por lo tanto, cada recurso de mi pasivo va a tener un costo asociado en base a diferentes factores como ser el tiempo, la moneda, garantías entre otros.

Existe una correlación que, a mayor riesgo, el rendimiento requerido va a ser mayor. Por ende, se puede suponer que, a mayor tiempo, mayor costo, ya que existe un mayor riesgo debido al aumento del nivel de incertidumbre que genera el futuro.



Para poder calcular este costo hay que ponderar cada uno de los diferentes costos de los pasivos por la participación que tienen en el total de pasivos, es decir un costo promedio ponderado conocido como WACC.

$$\text{WACC} = \left\{ \frac{D \times K_d}{D+E} \right\} \times (1-T) + \frac{E \times K_e}{D+E}.^6$$

El resultado obtenido nos da el piso que debemos requerir a nuestros activos, para decir que la empresa está generando valor. Caso contrario, llegaríamos a concluir que nuestros activos no alcanzan a generar un rendimiento tal, que llegue a cubrir los costos por el financiamiento de dichas inversiones.

Si analizamos los costos de capital asociados a los países emergentes vemos que suelen ser mayor, debido a que hay otros factores que influyen en su determinación sobretodo cuestiones macroeconómicas y políticas, como por ejemplo la fragilidad que presentan las monedas en los mercados emergentes.

*“Por estos factores cuesta entender que el costo del accionista en una empresa pequeña debería ser mayor al costo de financiarse con un descubierto, vender cheques o descontar facturas en los bancos, esto se debe a la poca estabilidad general” (Preve, Fraile, & Allende, 2013).*

Si tomamos el balance de la empresa y tenemos en cuenta el pasivo ordenado desde aquellas obligaciones (deudas) de corto plazo a largo plazo y por exigibilidad, es decir dentro del pasivo tenemos en primera medida las deudas fiscales y comerciales, luego las deudas financieras a corto plazo, hasta llegar como último al recurso el patrimonio neto. Podemos

---

<sup>6</sup> \*Entendiendo como “D” a la deuda generada con terceros, “Kd” hace referencia a la tasa de interés que me cobran los terceros, “(1-T)” escudo fiscal donde “T” es la tasa de impuesto que paga la empresa, “E” es la deuda generada con accionistas, es decir vía equity, y “Ke” el rendimiento requerido por los accionistas.

advertir que a medida que se baja por el pasivo se incrementa el costo exigido del mismo ya que aumenta el riesgo del inversor.

En economías emergentes, sobre todo en las PYMES, resulta muy complicado y en algunos casos se vuelve imposible obtener información confiable y oportuna, que es necesaria para poder determinar el costo promedio de capital (WACC), por esta razón se puede llegar a un valor aproximado que sea lo suficientemente aceptable y compararlo con el de la industria o sector, para poder la toma de decisiones.

### Estructura de Financiamiento

Cuando hablamos de estructura de capital, nos referimos a que porcentaje de los pasivos totales (recursos) es financiado con capital propio y cuanto con capital ajeno. Este valor depende de cada empresa, pero se puede observar ciertas similitudes entre las empresas de un mismo sector.

En el caso de las PyMEs, en general tienen una mayor proporción de financiamiento con capital propio (proviene de los aportes de socios/accionistas o a través de la reinversión de utilidades) que financiada con capital ajeno y esto se debe a diferentes factores expuestos más adelante, pero que guardan relación con que este tipo de empresas, no pueden acceder de manera rápida y con costos acordes a la financiación ajena.

Por lo tanto, no hay una estructura de capital única que sea aplicable a todas las empresas por igual.

Partiendo de la base que el financiamiento vía deuda (fuente ajena) genera valor para la empresa por el ahorro proveniente del escudo fiscal se podría decir que toda empresa debería financiarse con él, pero hasta cierto nivel porque a mayor endeudamiento mayores costos de la quiebra asociados hasta que se vuelve contraproducente generando pérdida de valor para la empresa en vez de crear valor.

El escudo fiscal se genera porque en la Argentina los intereses son deducibles del impuesto a las ganancias, impuesto que alcanza a las empresas / personas, sobre las ganancias percibidas por los mismos. Este tributo grava esa ganancia por el porcentaje correspondiente y es ingresado al fisco. Por lo tanto, si los intereses son deducibles del cómputo de la ganancia imponible, estaríamos generando un ahorro por incorporar esa deuda utilizando como estrategia la desgravación fiscal.

Volviendo al tema central de este capítulo, en cuanto a si hay una estructura óptima de capital, podemos analizar algunas de las conocidas posturas o teorías surgidas a lo largo del tiempo para obtener una visión más profunda del tema:

#### **Postura Tradicional.**

Esta postura parte de que a mayor riesgo mayor costo, siendo el accionista el recurso más caro que tiene una empresa, ya que es el que más riesgo tiene. Dicho esto, para poder reducir el costo de capital, se podría reducir la cantidad financiada vía equity por deuda con terceros, de esta manera estaría reemplazando un recurso caro por uno más barato.

Existe un límite donde esta postura ya no se aplicaría porque aparecen otros costos asociados a una situación de tensión financiera.

Conclusión: Si incorporamos una mayor proporción de deuda tendríamos un menor costos de capital, siempre sin pasar el límite.

Por supuesto, que esta teoría tiene algunas fallas como ser (Preve, Fraile, & Allende, 2013):

1-No considera un aumento significativo que el  $K_d$  y  $K_e$  (el aumento de un recurso más barato puede encarecer los demás recursos sobre todo el equity). Generando un aumento de WACC y no una reducción.

2-Considera a los flujos de la empresa se mantienen inalterados ante cambios en la estructura de capital.

3-No ofrece ningún argumento sólido como para ver cómo evolucionan tanto el  $K_d$  como  $K_e$  para sucesivos incrementos de deuda.

### **Modigliani y Miller.**

Los economistas en un primer estudio parten de la postura tradicional para demostrar que la misma no funciona, ya que a diferentes niveles de deuda el valor de la empresa no se ve alterado en un mundo sin impuestos. Dicho de otra forma, la variación de la estructura de capital no modifica el valor de la empresa.

*“El valor de una empresa es igual al valor presente de sus flujos de fondos; la estructura de capital lo que hace es córtala en rebanadas y distribuir los flujos entre los interesados”*  
(Maestría en Finanzas, Universidad Austral, 2019).

Luego en un segundo estudio incorporan a su teoría los impuestos y llegan a la conclusión de que el valor de la empresa varía de manera positiva ante la presencia de deuda. Esta variación en el valor de la empresa se debe al ahorro fiscal producido por la deducción de los intereses en el impuesto a las ganancias.

### **Trade Off Theory (Costos de Quiebra).**

Esta teoría parte de que, si bien es verdad que la deuda genera un ahorro fiscal para las empresas que se financian con ella, existe otros costos asociados al incorporar esa deuda que deben ser tenidos en cuenta. Estos costos aparecen por el incremento del nivel de riesgo a llegar a una situación de Financial distress.

Como conclusión de esta teoría, hay que hacer un trade off entre el ahorro fiscal generado por la incorporación de la deuda y los costos de quiebra asociados.

Comentarios finales: No existe una única estructura óptima para todas las empresas, hay muchos factores que influyen de forma particular, razón por la cual es muy importante conocer bien la empresa y al sector donde pertenece. Por supuesto como se mencionó anteriormente el mercado donde funciona esa empresa también es clave a la hora de definir esta estructura.

### Plazo de financiamiento

Cuando una empresa decide tomar financiamiento tiene que saber determinar si lo que está necesitando es algo de corto plazo o largo plazo, esto es importante para no caer en descálces financieros que pueden traer consecuencias significativas para las empresas de las cuales es muy difícil salir y más para estas pequeñas empresas que tienen problemas en acceder al mismo.

Para poder establecer el plazo de financiamiento debemos conocer algunos conceptos como qué es el capital de trabajo, que son las necesidades operativas de fondos, cuáles son los recursos permanentes y cuales son recursos espontáneos.

El capital de trabajo son los activos corrientes menos los pasivos corrientes, generalmente se considera como corriente todo aquello con duración menor a un año.

$$\text{CAPITAL DE TRABAJO} = \text{ACTIVO corriente} - \text{PASIVO corriente}$$

Otra definición del capital de trabajo resulta de tomar los recursos permanentes de la empresa y restarle los activos fijos, considerando como recursos permanentes aquellos de largo plazo, es decir que su duración es mayor a un año. En cuanto a los activos fijos son aquellos de largo plazo cuya duración es mayor a un año.

$$\text{CAPITAL DE TRABAJO} = \text{RECURSOS permanente} - \text{ACTIVO fijo}$$

Bajo esta definición si tomamos una empresa y observamos los diferentes niveles de operación vamos a ver que el Capital de trabajo no varía, ya que estamos tomando tanto los recursos como los activos de largo plazo que no varían ante cambios en el nivel de operaciones.

El Capital de Trabajo es la parte de los recursos permanentes que financia los activos corrientes, es decir, son los recursos de largo plazo que financian las inversiones operativas.

Otro de los conceptos a tener en cuenta a la hora de definir el plazo que necesitamos financiar como mencionamos anteriormente es conocer qué son las Necesidades de Fondos (NOF).

Las NOF están totalmente asociadas al nivel de operaciones, por lo tanto, depende de la política de la empresa y de la forma en la que quiera trabajar en cuanto a la liquidez si desean tener una mayor o menor va a influenciar en cómo financiarlo. En general, se suele realizar una proyección de las NOF en base a un nivel de operaciones normal o promedio en el caso que varíe mucho en los meses estudiados. Esta NOF calculada se debe financiar con recursos de largo plazo, ya que se necesita para poder operar de manera continua en el transcurso de los meses. Dejando solamente a financiar con deuda de corto plazo aquellos posibles incrementos de las NOF generados por un mayor nivel de operaciones.

Otra manera de calcular las NOF, es sumando al capital de trabajo todas aquellas deudas de corto plazo:

$$\text{Necesidades Operativas de Fondos} = \text{Capital de Trabajo} + \text{Deudas Corto Plazo}$$

El punto de vista de las NOF varia depende del lado donde nos paramos, si nos encontramos del lado de las inversiones (Activos) se pueden ver cómo cual es la inversión que se necesita para poder operar. En Cambio, el punto de vista desde los recursos (pasivos)

es diferente, en este caso las NOF nos dicen cómo necesito financiarlo, ya que el capital de trabajo es un concepto de financiamiento.

Como conclusión lo primero a determinar es saber si lo que necesito financiar corresponde a capital de trabajo, ya sea cuando arranca una empresa o ante un aumento del mismo, se debería tomar financiamiento a largo plazo. En cambio, si lo que tengo que financiar son los incrementos temporales de las NOF, se debe financiar con corto plazo.

Tener presente que, ante un incremento del nivel de operaciones de manera prolongada en el tiempo, se estaría hablando de un nuevo nivel de NOF con lo cual se debería financiar con capital de trabajo porque ya nuestras operaciones habituales subieron a un nuevo nivel.

Es muy común ver que en las pequeñas empresas no se tenga bien definido estos parámetros, pudiendo generar un estrés financiero por el descalce de financiar con corto plazo el capital de trabajo, más aún cuando la empresa se encuentra en un mercado emergente donde no se conoce si la tasa a la que me puedo financiar este mes va a tener alguna relación con la que me voy a poder financiar el mes siguiente, siempre y cuando pueda acceder nuevamente al mercado.

Recordemos que en estos mercados suele haber épocas de racionalización de créditos lo que puede empeorar la situación mencionada.

### **Tipos de financiamiento existente en Argentina para PyMEs**

En la Argentina el financiamiento se lo suele agrupar en dos fuentes principales como vimos anteriormente, por un lado, tenemos aquel financiamiento proveniente de terceros (ajenos a la empresa) y, por otro lado, a través de la emisión de acciones, es decir por medio del patrimonio neto, donde estos inversores pasan a formar parte como accionistas de la empresa.

Recordemos que estos diferentes inversores tienen diferentes riesgos y por lo tanto exigen diferentes rendimientos.

Dentro de cada una de estas fuentes, podemos ampliar la clasificación para analizar en más detalle cuales son los instrumentos que utilizan las empresas para financiarse. De esta manera podemos observar que, en la fuente Vía Deuda, el financiamiento tiene diferentes orígenes, pudiendo agruparlos en aquellos instrumentos provenientes del Financiamiento Operativo, del Financiamiento Bancario y los obtenidos a través del Mercado de Capitales. Por otro lado, dentro de la fuente Vía Equity podemos clasificar según el tipo de acciones dependiendo de si la misma es Ordinaria o Preferida.

### **Vía Deuda.**

#### *Financiamiento Operativo.*

Todo aquel originado de manera operativo podemos encontrar todo aquel crédito otorgado por los proveedores o los anticipos de clientes, comúnmente llamado cadena de valor. Este es un instrumento muy utilizado por las PYMES en la Argentina.

Como se mencionó cuando hablamos del costo de capital, este recurso suele no tener un costo explícito ni, muchos menos, esta expresado en términos de una determinada tasa de interés, ya que el proveedor tiene como objetivo vender y no cobrar un interés, pero por el valor tiempo del dinero y el riesgo, suele haber un descuento o bonificación asociada a si se paga de contado.

En tiempos de crisis económicas, se suele dar ruptura de la cadena de pagos, que se genera en forma de cadena por el incumplimiento de los pagos adeudados en las fechas estipuladas. Previamente a esta situación, se suelen prolongar todos los plazos acordados, siendo el proveedor uno de los primeros al que se acude para solicitar un mayor plazo.

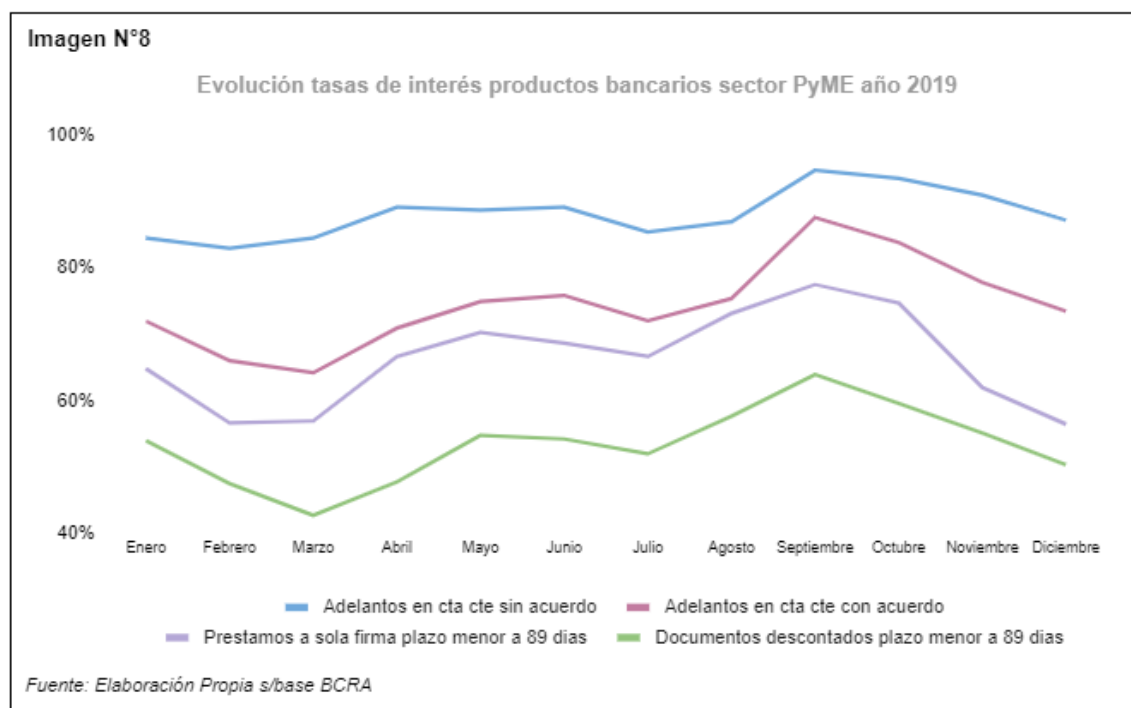


### *Financiamiento Bancario.*

La deuda bancaria se genera en los casos que la PyME pueda acceder a un financiamiento por parte del banco ya sea en forma de préstamo bancarios, descuentos de documentos, adelantos en cuenta corriente o sobregiro bancario, entre otros.

En el caso particular de las PyMEs el instrumento más utilizado dentro del sector bancario suele ser los adelantos bancarios o giros en descubierto. Un dato no menor, es que el costo asociado a este tipo de instrumento suele ser mayor al de otros instrumentos bancarios como ser un descuento de cheque o un préstamo bancario, con lo cual si la empresa está pasando por un momento de tensión financiera recurrir a este medio de manera habitual y por un tiempo prolongado puede generar mayores problemas financieros.

Según la base de datos del Banco Central de la República Argentina, podemos ver la evolución de la tasa de intereses de diferentes productos bancarios para el sector PyME durante el año 2019, pudiendo observar que de los cuatros productos analizados (Adelanto en cuenta corriente con y sin acuerdo, préstamos a sola firma para plazos menores a 89 días y documentos descontados para plazo menores a 89 días), el que tiene una mayor tasa de interés y por ende genera un mayor costo de financiamiento es el asociado a el adelanto en cuenta corriente sobre todo si el mismo no cuenta con acuerdo. Luego le sigue en un tercer lugar los préstamos a sola firma, quedando como el producto bancario con una menor tasa asociada para el segmento estudiado el descuento de documentos.



Además, podemos observar que todos los productos bancarios analizados se mueven con una gran correlación en el periodo estudiado, por ejemplo se puede ver una pendiente alcista desde el mes de Julio a Septiembre donde llegan a los valores máximos para cada producto, siendo para los adelantos en cuenta corriente sin acuerdo un valor cercano al 95%, para los adelantos en cuenta corriente con acuerdo un valor cercano al 88%, en el caso de los préstamos a sola firma un valor del 78% y por ultimo para los documentos descontados un 64%.

#### *Financiamiento vía Mercado de valores.*

Dentro de esta clasificación podemos observar diferentes instrumentos utilizados por las empresas para obtener financiamiento, como ser, la emisión de obligaciones negociables, los valores de corto plazo, las facturas electrónicas, el descuento de cheques diferidos, y los fideicomisos financieros entre otros.

### *Obligaciones Negociables.*

Las Obligaciones Negociables, son bonos que permiten a las empresas hacerse de fondos en el mercado de capitales, es decir se emite un título valor que supone una promesa de pago futuro. Es decir, a través de la emisión de Obligaciones Negociables las empresas pueden obtener financiamiento en el Mercado de Capitales en forma acorde a sus necesidades, pudiendo ofrecer distintos plazos y esquemas de pago a los inversores.

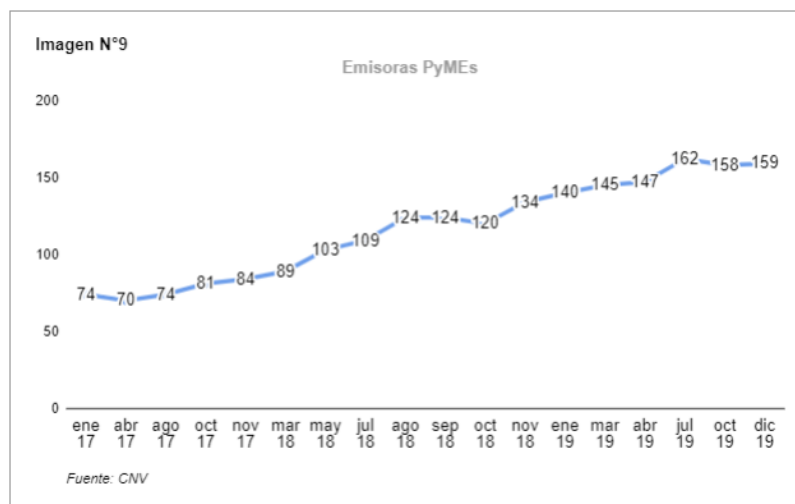
En algunos países emergentes, los mercados de capitales han establecido requisitos especiales para las PyMEs, donde se le pide por ejemplo menor información o menor calificación de riesgo para la emisión de estos títulos, de manera de fomentar el uso de este instrumento. En la Argentina, se creó el instrumento denominado 'ON Simple' con implementación en Agosto del 2017, totalmente pensado para las PyMEs y donde el requisito, es que la deuda emitida cuente con el aval de una SGR, de un Fondo Publico o de un Banco. Estas entidades son las únicas tres autorizados por la CNV para avalar la emisión de las "ON Simple" que previamente deben estar inscriptas en dicho organismo.

Como explica Martin Gavito, director de CNV y desarrollador de la ON Simple *...Con el desarrollo de la ON Simple buscamos desarrollar un instrumento eficiente para que las PyMEs de cualquier punto del país canalicen sus necesidades de financiamiento a mediano y largo plazo a través del mercado de capitales. La inclusión de las entidades de garantía limita el riesgo del instrumento, incrementando su atractivo y simplificando no solo el trámite dentro de CNV, sino también el régimen informativo para el emisor...* (Comisión Nacional de Valores, 2017). Vemos que este instrumento está pensando para la PyME ya que el mismo es realmente sencillo (se realiza todo de manera electrónica, sin calificación de la empresa ya que se toma la de la entidad que la avala), es federal, contempla las necesidades particulares de este sector y al estar avalado se consigue reducir el riesgo, convirtiéndose en un instrumento atractivo para el inversor.

La emisión de este instrumento puede ser utilizado para financiar capital de trabajo, realizar una inversión productiva o para la reestructuración de los pasivos. En cuanto al plazo de financiamiento, el horizonte de este instrumento es el de mediano plazo (24 / 36 meses, según las últimas emisiones realizadas).

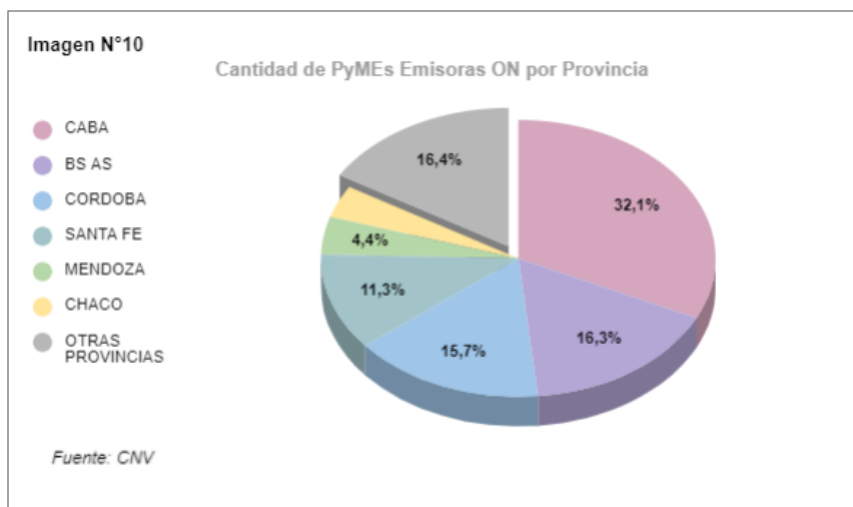
El gran beneficio que trae este instrumento en comparación con el de un préstamo bancario, es que la PyME es quien define las condiciones contractuales en base a sus necesidades, es decir es quien determinar el monto que necesita, el plazo, la forma de pago y la moneda en la que necesita el financiamiento, algo totalmente diferente a las condiciones impuestas por un banco.

Si tomamos los últimos datos publicados por la CNV, podemos observar que se duplico la cantidad de PyMEs emisoras desde la implantación de este instrumento. Se ve claramente la aceleración de empresas PyME como emisores primarios desde agosto del 2017 en el mercado de capitales, llegando a finales de 2019 en torno a 160 la cantidad neta acumulada de emisoras PyME.



Además, si contemplamos la ubicación geográfica de estas empresas podemos observar hasta el momento son 17 provincias las que participan, pero el 84% está concentrado en 6 distritos, siendo la Ciudad Autónoma de Buenos Aires donde están la mayor cantidad de

empresas emisoras con el 32% y seguido de la provincia de Buenos Aires con un 16%, luego la provincia de Córdoba también con un porcentaje cercano a 16% y el resto como se puede apreciar en la Imagen a continuación.



Como SGR líder en el otorgamiento de avales para este instrumento podemos nombrar a Garantizar, que a diciembre del 2019 había realizado su ON Simple N°60, representando el 58% del total de emisiones realizadas desde la implementación. Por otro lado, el Banco e Inversión y Comercio Exterior (BICE) es un actor muy importante para las PyMEs en el mercado de capitales. Es uno de los mayores participantes de las emisiones de ON Simple. Estuvieron presentes en el 80% de las colocaciones comprando entre el 20% y 25% de cada emisión.

#### *Valores a corto plazo.*

Los Valores de corto plazo (VCP), son instrumentos de deuda emitidos para plazos menores a un año, que tienen su ámbito de negociación en el mercado de valores. Como son autorizados por un organismo competente generan más seguridad al posible inversor y contribuyendo a que la PyME pueda acceder al crédito.

Los VCP confieren a sus titulares (inversores) un derecho de crédito y pueden representarse de diferentes formas dependiendo la naturaleza societaria de del emisor, por ejemplo, en forma de pagarés. Los pagarés bursátiles, es un valor de deuda que pueden ser negociados en el Mercado de Valores y su instrumentación es similar al del cheque de pago diferido. La diferencia es que el plazo puede ser mayor llegando hasta el máximo de 3 años. En cuanto a la moneda de emisión, puede ser realizado en pesos o en dólares.

#### *Facturas de Crédito Electrónicas.*

Las Facturas de Crédito Electrónicas (FCE), es un instrumento nuevo implementado de manera gradual desde marzo del 2019 a diciembre de dicho año donde se llegó a completar.

Este instrumento permite transformar un crédito comercial en uno financiero, generando la posibilidad de que las empresas puedan acceder a financiamiento descontando la misma en el mercado de valores. Se pueden emitir en pesos como en dólares y la custodia de todas aquellas FCE conformadas queda en caja de valores dando de esta manera mayor transparencia y confiabilidad a las operaciones. A su vez dicha institución es quien recibe el pago al vencimiento y lo acredita al último inversor registrado que adquirió la misma. Este mecanismo resguarda los derechos de las empresas obligadas al pago, ya que garantiza la trazabilidad de los importes abonados y les permite a aquéllas unificar los canales de pagos, haciéndolos más eficientes.

El objetivo principal que impulso la creación de las Facturas de Crédito Electrónica, fue sumar una nueva herramienta de financiamiento PyME en sintonía con la Ley de Financiamiento Productivo N°27440 donde establece como objetivo incorporar nuevos instrumentos para potenciar el financiamiento de las PyMEs y el desarrollo de un mercado de capitales federal. Los beneficios principales que trae este instrumento, es permitir tener una fecha cierta de cuándo se va a cobrar la factura, algo muy importante para las PyMEs que a menudo sufrían diferimientos de los plazos de pago acordados o fechas totalmente inciertas.

Además, las FCE aceptadas son títulos ejecutables, a diferencia de las facturas normales que ante un conflicto se debe recurrir a un juicio ordinario donde se debe demostrar si el servicio se prestó o la mercadería se entregó. La posibilidad de descontarla en el mercado de valores o negociarla en una plataforma, hace este instrumento realmente interesante, aparte de generar mayor liquidez para la PyME cumpliendo el objetivo de financiamiento propuesto.

Si tomamos los datos publicados por el MAV vemos que en julio comenzó la negociación de facturas de crédito electrónicas, llegando a un monto de casi \$900 millones en tan solo 6 meses, teniendo una tasa de negociación en pesos que cerró en diciembre de alrededor del 52%. Por lo expuesto se puede ver que, si bien es una herramienta de financiación nueva, hay aceptación en el segmento por lo que se puede esperar un mayor demanda del instrumento en el 2020.

#### *Descuento de Cheques de Pago Diferido.*

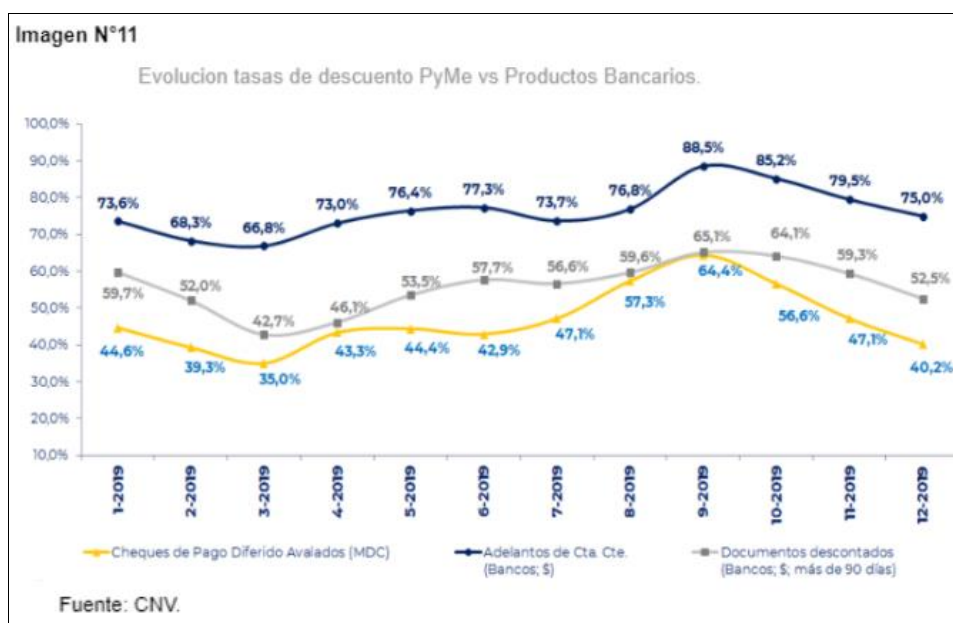
El Descuento de Cheques de Pago Diferido es el instrumento de financiamiento del Mercado de Capitales más utilizado por las PyMEs y en muchos casos es el puntapié inicial para que estas empresas se introduzcan en el mundo del Mercado de Capitales y descubran otras alternativas de financiación disponibles.

Si bien el Cheques de Pago Diferido no es un valor negociable, está autorizado a cotizar en bolsa permitiendo descontarlo en el Mercado de Valores, es decir adelantar el cobro de aquellos cheques con un plazo menor a 360 días. Existen dos mecanismos de negociación: avalado por una SGR (Sociedad de Garantía Recíproca) o patrocinado por una empresa autorizada por la bolsa. Con ambos mecanismos, se consigue bajar la tasa de interés al bajar el riesgo crediticio, algo muy importante ya que permite financiarse a un costo menor que si lo hacemos a través por ejemplo del adelanto en cuenta corriente.

Según el último informe publicado por la Comisión Nacional de Valores, si se analiza la evolución de las tasas de intereses durante el año 2019 de los principales instrumentos

utilizados por las PyMEs como ser, los cheques de pago diferido avalados negociados en el mercado de valores, los adelantos en cuenta corriente bancarios y los documentos descontados. Vemos claramente que entre estos instrumentos comparados hay una gran reducción de la tasa de interés cuando se utiliza como medio de financiamiento los cheques de pago diferidos avalados (Comisión Nacional de Valores, 2019).

Por ejemplo, para el periodo diciembre 2019, la tasa de interés para adelantos en cuenta es alrededor del 75%, cuando para ese mismo periodo los documentos descontados tienen una tasa alrededor del 52% y para el caso de cheques de pago diferido avalados un 40%, una tasa muy por debajo de las demás opciones mencionadas, como se puede observar en la imagen a continuación.



Otro dato interesante que se puede extraer del informe mencionado de la Comisión Nacional de Valores a diciembre del 2019, es el diferencial de tasas de interés entre una PyME y una empresa grande. Pudiendo advertir que en el financiamiento bancario las tasas de intereses para empresas grandes son inferiores en referencia a las cobradas a las PyMEs. El mayor spread se da en el Adelanto en Cuenta Corriente para plazo mayores a 90 días, donde alcanza un valor cercano al 11% menor al cobrado a una PyME. Asimismo, dentro del



financiamiento en el Mercado de Capitales se puede observar que este diferencial de tasas en relación al tamaño de empresas es inferior, siendo un 4% el mayor dentro del instrumento Fideicomisos Financieros.

Sin embargo, dentro del instrumento Descuento de Cheque de Pago Diferido en el Mercado de Capitales, el diferencial de tasas es inverso, es decir que las PyMEs obtienen una tasa de interés más conveniente si comparamos la tasa de los cheques avalados que oscila en 40% versus los cheques patrocinados de las grandes empresas que oscila en un 74%. Por lo tanto, en este caso el spread es de un 24% a favor de las PyMEs.<sup>7</sup>

Por lo expuesto, podemos observar el rol clave que tienen las SGR en los Mercados de Valores permitiendo encontrar tasas muy competitivas frente a las bancarias para acceder al crédito. Según lo mencionado, es fundamental comentar que son estas sociedades, cuales son los beneficios que trae para sus socios y cuál es el objetivo principal de las mismas.

#### *Importancia de las Sociedades de Garantía Recíproca.*

Por definición, son entidades financieras con una tarea fundamental en el sistema financiero, ya que tienen como objetivo principal facilitar el acceso al crédito a las pequeñas y medianas empresas. Para lograrlo, no prestan dinero si no, que otorgan garantías a los acreedores de la PyMEs, reduciendo de esta manera el riesgo asociado y por ende el costo del crédito para la empresa, debido a que ante alguna contingencia la SGR es quien responde al haber avalado la operación.

En el Artículo 1, de la ley 24.467 se enuncia el objetivo de estas sociedades como: “... *promover el crecimiento y desarrollo de las pequeñas y medianas empresas impulsando para ello políticas de alcance general a través de la creación de nuevos instrumentos...*” (Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, 1995).

---

<sup>7</sup> Cuadro Comparativo de tasas de intereses en Anexo Tabla N°5

La manera en que lo realizan, es permitiéndoles acceder a más y mejores créditos (mejores plazos y condiciones) además de reducir el riesgo asumido por los acreedores. Actualmente, existe un sistema de garantías consolidado, conformado por 45 SGRs y 6 Fondos de Garantía Público Provinciales, según los últimos datos oficiales informados a Febrero 2020 por la Cámara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantía (CASFOG). El total de garantías vigentes a esa fecha es de 74.925 millones de pesos. Otro dato proporcionado por dicha Cámara es que cerca de 20.500 PyMEs fueron asistidas en YTD 2020.

Las sociedades de garantía recíproca están compuestas por dos socios; los socios protectores (aquellos inversores que aportan capital al fondo de garantía que responde por las operaciones avaladas) y socios participes (las pymes que se ven beneficiadas al poder acceder a mejores condiciones crediticias). En general se suele cobrar a los socios participes una comisión por el otorgamiento de avales de alrededor del 4% anual, pero puede variar según el tipo de garantías emitidas.

El tamaño de la SGR va a depender de la envergadura del fondo de riesgo que posee, existe como limitante que cada SGR no puede otorgar más del 5% de su fondo de garantía por PyME; a nivel global, un fondo no puede emitir avales por más de 4 veces su tamaño.

Los avales otorgados por las SGR se encuentran presentes tanto en el financiamiento bancario como en el financiamiento en el Mercado de Capitales, con especial crecimiento en este último año que equivalen al 16% del financiamiento PyME en base a los datos proporcionados en el informe de adicionalidad preparado por CASFOG sobre el periodo 2019.

Las garantías otorgadas y el fondo de riesgo vivo vienen creciendo a tasas compuestas del 55% anual desde el año 2010, aún con la desaceleración del crédito bancario luego de la crisis desatada a fines de 2017. Sigue destacándose el protagonismo del Mercado de Capitales. La inclusión financiera en términos de empresas atendidas por el sistema llega al

6.5% de las PyMEs registradas (Numero de empresas asistidas versus el total de PyME registradas en AFIP, es decir que cuentan con el certificado MiPyME).

En cuanto a los beneficios asociados a este sistema de garantía podemos clasificar por un lado algunos de los obtenidos por los socios participes, es decir las PyMEs que han logrado ahorros en términos de tasa de interés del orden del 30% en relación al acceso del crédito formal en el año 2019. Además, la monetización de avales a través de bancos aporta mayores plazos de acceso al crédito (se estima un promedio de 24 meses en operaciones bancarias versus 6 meses en transacciones de Mercado de Capitales). Por el lado de los socios protectores podemos nombrar algunos de los beneficios como ser la exención impositiva de los aportes en el Impuesto a las Ganancias, oportunidades de inversión ya que los activos que constituyen el Fondo de Riesgo son invertidos obteniendo una renta, además de ser una posible herramienta en el desarrollo de clientes y proveedores.

El Ministerio de la Producción, a través de la Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa, promueve la utilización del instrumento, como uno de los motores y dinamizadores del desarrollo económico del país, dado todos los beneficios que este instrumento aporta sobre todo en la reducción de las asimetrías de información, el riesgo de incobrabilidad y la posibilidad de obtener garantías de mayor calidad.

A modo de conclusión, las SGRs son claves en las PyMEs para acceder al financiamiento y obtener mejores condiciones contractuales. Debido a su especialización en estas empresas no solo en la medición del análisis del riesgo crediticio adecuado a las mismas, sino en el entender cómo funcionan dentro de las economías regionales donde operan, permitiendo ser los nexos necesarios para achicar las fallas de información existentes.

#### *Fideicomisos Financieros.*

Los Fideicomisos Financieros son instrumentos mediante los cuales las empresas pueden obtener fondos líquidos a partir de activos ilíquidos de su hoja de balance. De esta manera

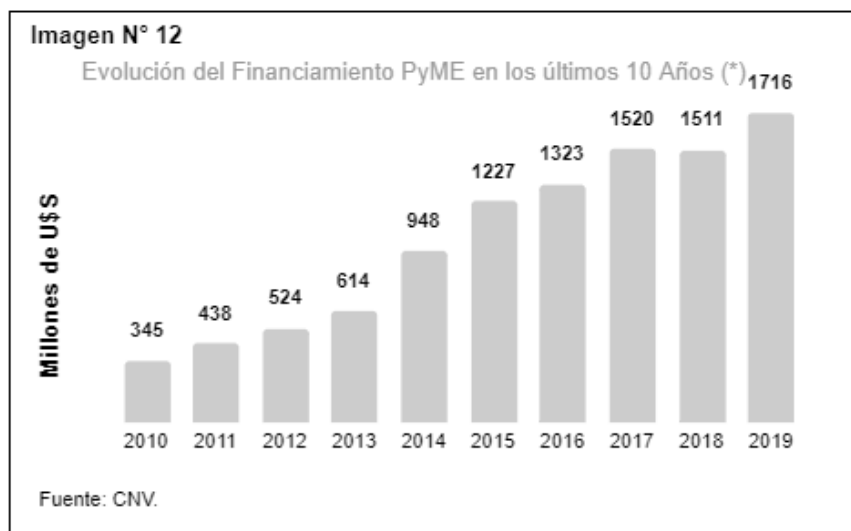
logran financiarse en el Mercado de Capitales sin que esto represente un incremento en su pasivo, disociando además su costo de financiamiento del perfil crediticio de la compañía puesto que el riesgo de la inversión se corresponde con la cartera cedida.

Los Fideicomisos Financieros se han convertido en el instrumento de financiación más importante de los últimos diez años en el mercado de capitales argentino, para el sector privado. El Banco de Valores es el principal fiduciario financiero de Argentina, habiendo realizado más de 1.372 operaciones por \$171.872 millones al 31 de mayo de 2020, ofreciendo una estructura de financiamiento a distintos sectores de la economía (consumo, agro, industrias, etc.) En cuanto a la utilización de este instrumento por parte de las PyMEs podemos observar los datos publicado por la CNV, donde se muestra que durante el periodo del 2018 se financiaron \$3.614 millones de pesos bajo este instrumento y en el año 2019 se produjo un aumento del 41% llegando a financiar \$5.079 millones de pesos.

Hasta aquí hemos visto algunos de los instrumentos más utilizados en el Mercado de Valores por las PyMEs a la hora de financiarse. Ahora, si analizamos la evolución del financiamiento PyME en los últimos 10 años en el Mercado de Valores, podemos observar que el mismo fue en aumento en todos los años, salvo en el año 2018, donde tuvo una muy pequeña disminución.

Tomando como datos los publicados por la CNV, vemos en el 2010 que se financiaron un monto total acumulado de trescientos cuarenta y cinco millones de dólares y en los sucesivos años posteriores esa cifra se incrementó, llegando al 2019 a financiar mil setecientos dieciséis millones de dólares, es decir un crecimiento promedio geométrico anual del 17,4%.

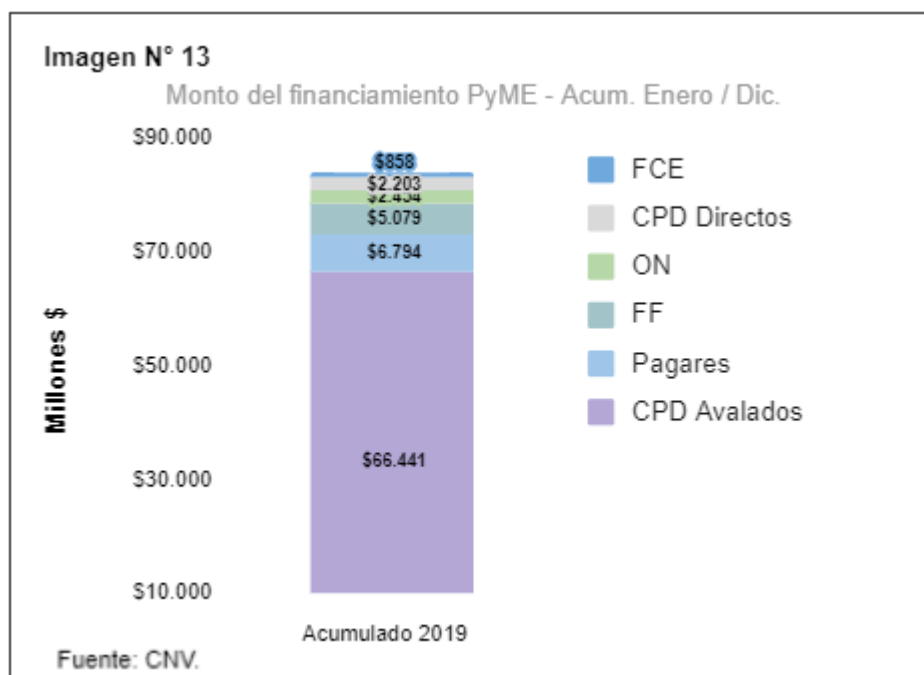
Los números mencionados recientemente se pueden observar en el siguiente gráfico:



Ahora, si nos centramos en el año 2019 y miramos la composición de los instrumentos utilizados por las PyMEs a la hora de financiarse, según el informe presentado por el MAV (Mercado Argentino de Valores), nos muestra que el monto acumulado en pesos de financiamiento asciende a un valor aproximado de \$106.230 millones de pesos y de 2.218 millones de dólares, equivalentes a un 142% más que el financiamiento obtenido durante el 2018. Además, podemos observar que el instrumento más utilizado fue el cheque de pago diferido, con un volumen de \$96.419 millones en MAV, representando un 90% del total de financiamiento. Si a su vez clasificamos entre cheques de pago diferido avalados y el segmento directo, vemos que en el primer caso hay un mayor volumen representando el 70 % del total de cheques descontados, quedando para el segmento directo un 28%. En el remanente del 2 % se encuentran todos los cheques de pago diferido garantizados y patrocinados.

Si comparamos los datos mencionados anteriormente con la información publicada por la Comisión Nacional de Valores, llegamos a cifras muy similares, donde el instrumento más utilizado en primer lugar es el Cheques de Pago Diferido con una participación del 82% sobre el total financiado, en segundo lugar, a través de la emisión de Pagarés con un 8%, luego en

tercer lugar los Fideicomisos Financieros con un 6% y el 4% remanente entre Obligaciones Negociables y Facturas de Crédito Electrónicas.



A modo de conclusión, podemos inferir que el instrumento más utilizado dentro de esta sección, es el cheque de pago diferido avalado, que como vimos anteriormente tiene tasas de interés inferiores a las utilizados por el sector bancario, algo a tener en cuenta, más para este tipo de empresas que necesitan conseguir financiamiento en un mercado muy escaso y en condiciones macroeconómicas tan complejas.

Según los datos del BCRA, el financiamiento al sector privado a través de los bancos cayó 29% en términos reales a septiembre del 2019 y más aún en las PyMEs, por esta razón es fundamental el rol del Mercado de Valores como herramientas de financiamiento para paliar dichas situaciones y ofreciendo instrumentos realmente competitivos (Banco Central de la Republica Argentina, 2019). La falta de información de quienes dirigen estas empresas o la falta de fomento por parte de las autoridades competentes hacen que todavía no esté totalmente explotada esta vía, pero se puede apreciar cómo se mencionó anteriormente el

crecimiento año tras año, de PyMEs que la utilizan pudiendo acceder a sus necesidades de financiamiento a tasas más bajas que las obtenidas en el sector bancario.

### **Vía Equity.**

La emisión de Acciones por parte de las empresas constituye una vía genuina para obtener fondos en el Mercado de Capitales. El objetivo principal es ampliar el capital, obteniendo fondos del mercado para financiar sus operaciones. En forma accesoria, hay otros motivos por los cuales una empresa podría hacer oferta pública de sus acciones, por ejemplo, otorgar liquidez a sus accionistas o el acceso simplificado a otros canales de financiamiento, ya que el cumplimiento de los requisitos de la oferta pública sienta las bases para que la empresa pueda acceder en forma simple a otros medios de financiamiento.

Los distintos objetivos que puede perseguir no son excluyentes entre sí. Por el contrario, suelen darse en simultáneo, permitiendo a los inversores posicionarse de acuerdo a sus expectativas y perfil de cartera.

Dentro de la emisión de acciones podemos encontrar Acciones Ordinarias y Acciones Preferidas detalladas a continuación.

### *Acciones ordinarias.*

Las acciones ordinarias son títulos que le da a su poseedor derecho de propiedad de una parte de la empresa. Cada accionista tendrá en función de su participación derechos sobre los resultados y votos sobre las decisiones que tomen la empresa.

En el informe anual del año 2019 realizado por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) podemos observar según los datos relevados por dicho organismo que no hubo ninguna suscripción de Acciones en ese periodo para el segmento PyME. A su vez el informe muestra de forma comparativa los instrumentos de financiamiento Pyme utilizado en los últimos años, clasificado por instrumento y representado en millones de dólares.

Observando suscripción de acciones únicamente en los periodos 2011 y 2012 por un total de 6,4 y 4,5 millones de dólares respectivamente (Instituto Argentino de Mercado de Capitales, 2019).

<b>Imagen N°14</b>										
<b>Instrumento</b>	<b>Financiamiento a PyMEs (Millones de USD)</b>									
	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>
ON	4,4	24,6	28,8	30,1	14,4	18,9	30,9	43,0	33,2	
FF	52,0	65,8	63,3	59,6	53,4	33,8	53,6	112,3	70,4	20,5
VCP							0,1			68,4
ACC		6,4	4,5							
FCC										3,1
<b>Total Pymes</b>	<b>56,4</b>	<b>96,8</b>	<b>96,6</b>	<b>89,7</b>	<b>67,8</b>	<b>52,7</b>	<b>84,6</b>	<b>155,3</b>	<b>103,6</b>	<b>92,0</b>

*Fuente: IAMC*

Uno de las causas por el cual este tipo de acciones no es el más utilizado puede ser, por una cuestión de pérdida o puja sobre el control de la empresa. Razón por la cual en la práctica se usa con mayor frecuencia el financiamiento mediante la reinversión de utilidades, si este llegará a ser insuficiente se pasa al endeudamiento comercial y/o bancario, entre otros.

### *Acciones Preferidas.*

Las acciones preferidas son títulos con características similares a un bono ya que supone un compromiso de pago futuro en las condiciones pactadas.

Estas acciones a diferencia de las acciones ordinarias suelen no tener derecho a voto, ni a un retorno variable.

Las diferencias más relevantes entre un bonista y una acción preferida, son que el bonista cobra antes que la acción preferida, recordemos que primero se cancela la deuda con terceros y luego del remanente se cubre a los accionistas. Dentro de estos últimos primero cobran los que tienen acciones preferidas y luego los que tienen acciones ordinarias.



Otra diferencia importante que se mencionó a lo largo de este trabajo es que la financiación vía equity como es el caso de las acciones preferidas, no genera ahorro impositivo al no contar con el escudo fiscal que si produce la deuda con terceros.

Por último, podemos decir que otra diferencia importante es que los accionistas preferidos no pueden declarar la quiebra, como si lo puede realizar cualquier otro acreedor cuando la empresa no cumpla con sus compromisos. En cuanto a los dividendos preferidos, estos se acumulan y como beneficio es que deben ser abonados antes que los accionistas ordinarios. Existen casos particulares donde ante el incumplimiento de los contratos pueden otorgar el derecho a voto, pero no el pedido de quiebra.

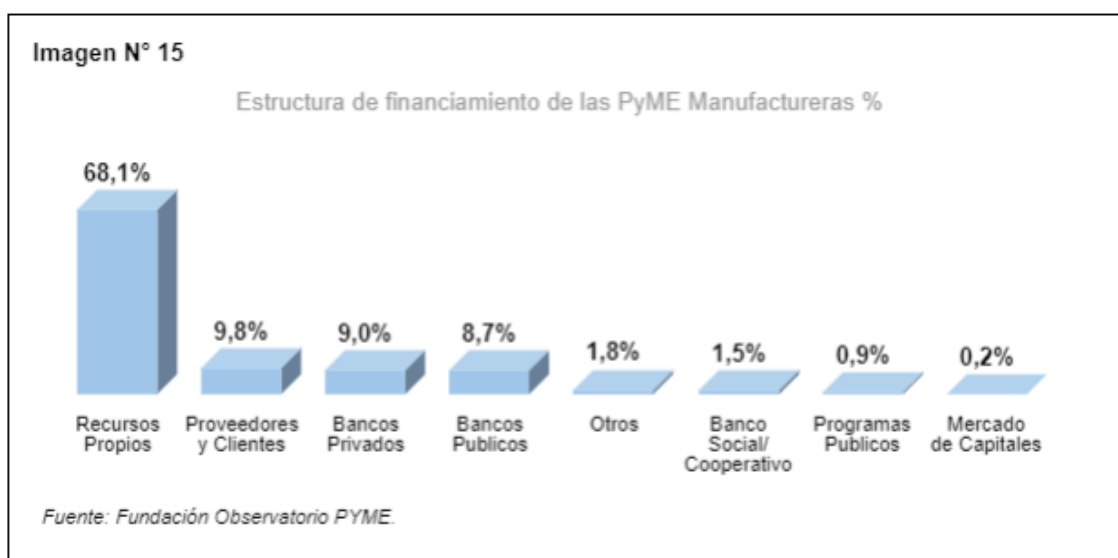
En la Argentina las pymes cuentan con un régimen simplificado de oferta pública y cotización, creado en el año 2002, a efectos de que estas empresas accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos. A través de la cotización pública de sus acciones, las sociedades podrán financiar tanto capital de trabajo como bienes de capital incorporando nuevos socios que compartan el riesgo del negocio. Las acciones pymes sólo pueden ser adquiridas por inversores calificados, según lo regulan las normas de la CNV. Lamentablemente, dado el contexto que atravesó la Argentina durante el último año, se vio reflejado una pérdida en el valor de las empresas, dejando de ser atractivas para los inversionistas razón por la cual no hubo ninguna empresa que haya realizado una IPO en ese periodo.

## Datos históricos de estructura de financiamiento PyMEs en Argentina

### **Estructura de financiamiento.**

Según los últimos datos relevados por Fundación Observatorio PyME (FOP) en cuanto a la estructura de financiamiento de las PyMEs manufactureras, el mayor financiamiento se produce a través del capital propio, es decir a través de la reinversión de utilidades y aportes

de los socios, representando en agosto del 2019 el 70% de la estructura de financiamiento. El 30% restante, se divide en un 18% en el sector financiero (bancos públicos y privados), un 10% es financiado por proveedores (cadena de valor) y el 2% excedente con otros instrumentos, en este último se incluyen los programas públicos con una participación del 0.9% y los mercados de capitales con una participación del 0.2% (Fundación Observatorio PyME, 2019).



El Departamento de Financiamiento y Competitividad Pyme de la Confederación Argentina de la Mediana Empresas (CAME), publicó los resultados de su encuesta 2019 realizada a PyMEs, donde más del 56% de los encuestados sobre un total de 218 respuestas, expuso que no conoce instrumentos no tradicionales de financiamiento. Por otro lado, se consultó cuántas de las empresas operaron con alguna SGR, arrojando un resultado bajo, ya que solo el 24% de la muestra operó alguna vez con alguna SGR y el 76% restante nunca lo hizo (Confederación Argentina de la Mediana Empresa, 2019).

### **Porcentaje de créditos otorgados a PyMEs.**

El porcentaje de Créditos otorgados a las PyMEs en la Argentina representa el 2% del PBI, mientras que el total del crédito en ese mismo periodo al sector privado representa alrededor

del 18% del PBI. Quedando evidenciado, que realmente es muy poco el crédito al que acceden las empresas estudiadas.

## **Posibles Causales de restricción al crédito PyMEs**

En una primera parte, se explicó quiénes eran consideradas PyMEs en la Argentina, cuáles eran los requisitos para inscribirse como tal, cuáles eran algunas de sus características, cuál era el tiempo promedio de vida y la importancia que tienen estas empresas en la economía de todos los países y sobre todo en los en vía desarrollado.

Luego en una segunda parte se analizó, cuáles eran las fuentes de financiamiento para cualquier organización, los costos generados al financiarse, se mencionaron algunas de las teorías sobre estructura óptima, los plazos de financiamiento y por último cuales son los tipos de financiamiento más utilizados en Argentina por las PyMEs.

En este capítulo se van a abordar más en detalle cuales son los problemas a los que se enfrentan las PyMEs cuando sabiendo cuánto necesitan financiar y al plazo que lo necesitan, recurren al mercado y se encuentran con ciertas complicaciones que le impiden llegar a financiarse o de lograrlo, no lo consiguen en el plazo necesitado o un monto menor al solicitado o a un costo mayor al que pueden abordar.

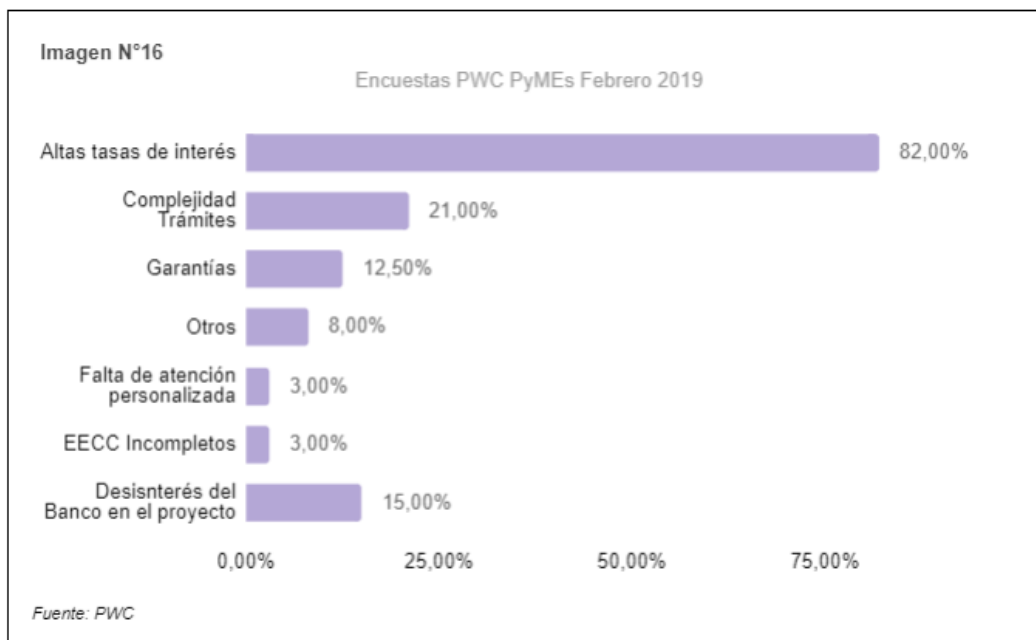
Si tenemos en cuenta los datos relevados en la Encuesta Estructural realizada por la Fundación Observatorio PyME sobre el financiamiento bancario y la inversión de estas empresas en el sector industrial, podemos ver que históricamente algo menos del 40% de las PyMEs acceden al crédito bancario. El 60% restante que no accede, atribuye dicha situación a diferentes razones, como ser, que las tasas de intereses son muy elevadas, los plazos de financiamientos no son los adecuados, incumplimiento de las exigencias formales y por último una parte no lo solicita, porque considera que no necesita financiarse. Además, de la información comentada la encuesta revela que entre un 25% y 30% de las empresas tienen

proyectos de inversión frenados por falta de financiamiento bancario, donde la causa más difundida son las elevadas tasas de intereses y en segundo lugar que la empresa considera que no reúne las condiciones necesarias para solicitarlo (Exigencias Formales).

La empresa PWC en Argentina, realiza de manera anual encuestas a empresas PyMEs del sector privado a modo de recopilar información de interés sobre las expectativas de las mismas para los próximos años. En la sexta edición de estas encuestas publicadas en febrero del 2019, se puede extraer dos datos muy interesantes para este trabajo (PWC Argentina, 2019).

En primer lugar, el tema central que preocupa a las PyMEs encuestadas está relacionado con la coyuntura macroeconómica siendo la presión tributaria, la elevada tasa de inflación y de interés, sumado a la volatilidad del tipo de cambio los factores más importantes para los titulares de las empresas que influyen en el crecimiento de las mismas. Otro factor clave de preocupación para estos empresarios es el acceso al financiamiento con tasas de interés asfixiantes que hizo que 7 de cada 10 empresas se financien con capital propio o dilatando el pago a proveedores.

En segundo lugar, se consultó cuáles eran las principales dificultades para acceder al financiamiento, donde el resultado obtenido de la encuesta establece que en mayor medida se debe a las altas tasas de interés, la complejidad de los tramites, el desinterés de los financiadores, las garantías y la informalidad del sector.



Como afirman los autores Ferraro y Goldstein (2011)

*...La segmentación de los mercados financieros y la discriminación negativa hacia las pequeñas y medianas empresas son aspectos que prevalecen, en mayor o menor medida, en las economías latinoamericanas. La aplicación de diferenciales en las tasas de interés de los préstamos según el tamaño de empresa, la escasa participación de las pymes en el crédito al sector privado y la amplia utilización de proveedores y autofinanciamiento para obtener capital de giro o llevar a cabo inversiones son elementos que denotan la existencia de dificultades de acceso al crédito para este tipo de agentes. Como principales causas por las cuales las empresas no recurren al crédito bancario se radican en las dificultades para cumplir con las exigencias de las instituciones en cuanto a la información y a las garantías solicitadas. Otro elemento que desincentiva el uso de crédito bancario lo constituyen las altas tasas de interés... (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2011).*

El costo asociado para este sector es mayor al de las grandes empresas, debido a la ausencia del historial crediticio, la doble contabilidad que en algunos casos llevan estas empresas debido a la informalidad de sus registros que impiden cumplir con las exigencias de información solicitadas o el escaso conocimiento del análisis financiero, son todos factores que influyen en la solicitud del crédito y por consiguiente en el desarrollo del crecimiento de la PyME.

Si bien, a lo largo del trabajo se fueron mencionando algunas de estos problemas, es conveniente detallar y abordar cada uno de los posibles causantes que llevan a las PyMEs ante esta situación de imposibilidad en el acceso al crédito.

### **Informalidad del Sector**

En la Argentina, existe informalidad dentro de la estructura organizacional y en los registros contables, que dificultan el acceso al crédito al no contar con la información necesaria para presentar ante las entidades financieras autorizadas.

Los Estados Contables, suelen no tener toda la información real de estas empresas y en otros casos los registros que se llevan son escasos o no son los adecuados, para brindar la información contable necesaria que se exigen en el armado de una carpeta crediticia. De esta manera cuando un banco o una entidad financiera analiza la capacidad crediticia de la empresa puede subestimarla derivando en una mayor tasa de interés o calificarla para un monto inferior al solicitado.

Si bien no hay datos precisos de la cantidad de empresas existentes en la informalidad o de sus registros, se puede observar la Tasa de Empleo No Registrado (ENR) para el último trimestre del 2019, según la Encuesta Permanente de Hogares realizada por el Instituto Nacional de Estadística y Censo (INDEC) arrojó un valor cercano al 35 (Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, 2019). Los datos oficiales indican que, hasta fines del

2019 los puestos de trabajo de los no registrados asalariados llegan a 5.078.000 y los cuentapropistas informales a casi 3,5 millones. Es decir, que existe una fuerza laboral informal de 8,5 millones.

La presión tributaria, el desconocimiento de los beneficios existentes en la actualidad para este tipo de empresas, las variables macroeconómicas del país, la ausencia de programas sólidos para fomentar la formalidad son algunos de los factores que influyen en la informalidad del sector.

### Asimetría de información

La asimetría de información es uno de los causantes, recordemos que la mayoría de las PyMEs son muy pequeñas y no cotizan en bolsa, razón por la cual no están expuestas a regímenes informativos o requerimientos especiales que sí deben cumplir aquellas empresas que cotizan.

Además, como se mencionó anteriormente en algunos casos la vida promedio de estas empresas es muy corto, con lo cual en muchas no cuentan con un historial crediticio ni con el personal adecuado que exigen algunos inversores para realizar el seguimiento y monitoreo del financiamiento.

Por lo expuesto el inversor al no contar con mucha información o que la misma no sea de la calidad necesaria, puede tener una medición mayor del riesgo real que implica la operación, que impacta en una mayor tasa (a mayor riesgo, mayor rendimiento requerido) o directamente al no sentirse seguro, no realizar la operación.

### Selección adversa

Este problema que presentan por ejemplo los bancos, es que, al no conocer bien el funcionamiento de las PyMEs, no conocer bien a sus clientes o potenciales clientes, no saber

bien cuales son los riesgos asociados a cada proyecto, no pueden separar aquellos buenos clientes de los malos.

Por esta razón ante el desconocimiento se exige una mayor tasa (el banco o el prestamista se quiere asegurar todos los riesgos porque no la conoce) o se deniega el acceso al financiamiento.

### Riesgo Moral

Este riesgo es enfrentado por el banco o prestamista cuando luego de establecido el contrato o relación crediticia, la otra parte puede tomar acciones que resulten perjudiciales a la primera, porque no existe un control posterior o verificable que permita detectarlo.

Es decir, riesgo de que el deudor tome acciones que afectan negativamente la probabilidad de repagar su deuda.

Los bancos o prestamistas tienen un enorme costo fijo asociado a los costos de búsqueda de información que les resulta poco rentable este tipo de operaciones.

### Falta de Garantías

Otra de las causales de la imposibilidad de acceder al crédito, es porque en muchos casos se exigen demasiadas garantías a las PyMEs y ante la ausencia de las mismas quedan excluidas del financiamiento.

Es, decir existe una oposición de intereses entre los deudores y acreedores cuando las garantías son limitadas que desencadena en el no acceso al financiamiento solicitado.

Una forma de corregir esta causal es recurriendo a SGR, como se mencionó anteriormente en el punto de financiamiento vía Mercado de Valores, es fundamental el rol de estas entidades a la hora de acceder al crédito por parte de las PyMEs.



## Racionamiento del crédito en mercados emergentes

En los mercados emergentes suele haber la presencia del racionamiento del crédito, entendiéndose por esto la eventualidad de que proyectos relativamente rentables no consiguen financiamiento, aun accediendo a pagar altísimas tasas y cumpliendo todos los demás requisitos necesarios para obtenerlo.

La presencia del racionamiento de crédito a empresas PyME significa que el mercado no es capaz de financiar proyectos de inversión o la actividad de empresas pequeñas y medianas con igual capacidad de repago que otras de mayor tamaño.

## Factor País Argentina

La inflación y la incertidumbre en el tipo de cambio juegan un papel fundamental en los negocios y por consiguiente en las empresas, sobre todo en aquellas que no pueden llegar a trasladar los incrementos de sus costos al precio. El salto del valor del dólar impacta sobre la estructura productiva del país, tanto por los insumos importados como también sobre los bienes y servicios locales que se encuentran dolarizados. Este aumento en los costos se traduce en un aumento del precio del bien o servicio “Pass Through”, enfrentando las PyMEs en algunos momentos dependiendo de la velocidad del ajuste, o de si pueden trasladarlo por completo, nuevos costos, pero con viejos precios hasta que se reacomodan, impactando de lleno en la rentabilidad del negocio.

Si tomamos como referencia los datos publicados por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censo sobre el último año, podemos ver que la inflación acumulada fue casi del 54%. Este valor es el más alto de casi 30 años, según los datos oficiales publicados por este instituto. En cuanto al tipo de cambio las variaciones del último año estuvieron relacionadas por los problemas económicos que tiene la Argentina como también por la incertidumbre electoral, el regreso al cepo y de los impuestos al consumo en el exterior. De esta manera, se produce

desdoblamiento de la cotización cambiaria, donde la cotización oficial para fines del 2019 se encuentra por debajo de los demás tipos de cambio. Si comparamos el tipo de cambio oficial mayorista al principio de año con el valor a la finalización del mismo, podemos ver una variación del 62%, arrojando una devaluación del 38% en ese periodo.

La Asociación de Empresarios Nacionales (ENAC) realizó un relevamiento del tercer trimestre del 2019 y arrojó que ocho de cada diez PyMEs tienen incertidumbre sobre la economía nacional. A su vez, se pueden desprender otros datos importantes del informe, como ser, que sólo un 16,9% de las empresas relevadas expresó tener una rentabilidad positiva, un 33,2% afirmó estar en punto de equilibrio, aproximadamente un 35,2% indicó estar prácticamente en situación de quebranto y por último un 14,6% no pudo determinarlo por la movilidad de precios en la Argentina. Por otro lado, un 90% de los empresarios indicó que la devaluación producida en el 2019 los afectó negativamente en diferentes aspectos, siendo los problemas más representativos, el cobro a los clientes, los abusos de proveedores y los relacionados a pago de a proveedores (Empresarios Nacionales para el Desarrollo Argentino, 2019).

Por lo expuesto, las empresas que funcionan en la Argentina tienen un plus adicional a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones sobre su estructura de financiamiento, que son las variables macroeconómicas junto con la presión tributaria y la informalidad del sector. A su vez, se puede entender por las fluctuaciones vistas en el tipo de cambio de la moneda extranjera en la Argentina, porque la mayoría de las empresas se financian utilizando moneda local.

Como síntesis de los problemas mencionados en este capítulo, podemos concluir que aquellas empresas que pasan las barreras crediticias exigidas (ya sea en cuanto a carpetas o historial crediticio y/o a garantías solicitadas) y el mercado no se encuentra en un periodo de racionamiento crediticio, la brecha de información entre la empresa y el inversor va a

condicionar la tasa exigida por este último. Es decir, ante una mayor brecha el inversor lo va a trasladar a un aumento del riesgo, impactando en un aumento de la tasa de interés exigida o en un acortamiento del plazo solicitado.

Por otro lado, es clave la utilización de una SGR para mitigar la falta de garantías como también para acceder a tasas más competitivas y mejores condiciones crediticias.

A su vez, la informalidad del sector es otro elemento que juega como uno de los principales problemas a la hora de acceder a financiamiento ya que al no contar con la información pertinente la medición del riesgo no es la real, generando un aumento de la tasa de interés o calificando para un menor monto al necesitado.

## Conclusión

En este trabajo se persiguió como objetivo general entender cómo funcionan las PyMEs en la Argentina, a su vez demostrar la importancia que tienen como impulsoras del desarrollo productivo en la economía tanto en los mercados desarrollados como los que están en vía de desarrollo, caso de la Argentina. De esta manera, exponer que son claves en momentos de crisis como fuentes generadoras de empleo y generadoras de riquezas. Además de actuar como nexo con los sectores más vulnerables, realizando de esta manera una política de distribución de ingresos a las clases medias y bajas de la sociedad. Pero a su vez, en situación de crisis, son las más desprotegidas ante los vaivenes de la economía, debido a su problema central de restricción al acceso de financiamiento, que ante estas situaciones donde más se lo necesita empeora.

Dado que toda economía necesita este tipo de empresas, sobre todo por su cualidad de flexibilización ya comentada, es fundamental tener programas que ayuden a paliar las dificultades que tienen en cuanto al acceso al financiamiento y a corregir todas aquellas otras debilidades mencionadas, como ser a través de programas gratuitos de formación o fomentando la capacitación del personal, como también facilitar la actualización tecnológica que les permita producir a mayor escala. Si bien, ya hay ciertas leyes de fomento o ayuda a estas empresas, como la Ley N°27.541 comentada previamente que da un alivio financiero, se puede concluir que por la información relevada la misma parece insuficiente para subsanar los problemas que enfrentan las PyMEs en la Argentina.

Lo precedente, queda totalmente evidenciado cuando se analiza el nivel de vida que desarrollan estas empresas, llegando solamente el 3% a una duración total de ocho años.

En cuanto al objetivo específico, se persiguió ver cuáles son los tipos de instrumentos de financiamiento que existen en la Argentina, comentar brevemente cómo funcionan y ver cuáles son los más utilizados a la hora de cubrir las necesidades de fondeo por las empresas

analizadas. A su vez, intentar demostrar cuáles eran las causas que impedían acceder al financiamiento con terceros.

Por lo expuesto durante el trabajo, se puede concluir que en cuanto a la estructura de capital la mayoría de las PyMEs tiene una mayor proporción de capital propio que capital de tercero. Parte central de esta situación, es por la imposibilidad de acceder a financiamiento externo o de lograrlo, el plazo es insuficiente y/o la tasa exigida es demasiado alta, razón por la cual se financian con capital propio, entendiéndose a éste como la reinversión de utilidades y los aportes de los accionistas. Como también se puede observar falta de conocimiento o fomento de la utilización del financiamiento vía Mercado de Capitales, ya que queda totalmente demostrado los interesantes instrumentos que brinda y las condiciones competitivas que aportan frente a las vías convencionales del sector bancario. Siendo el cheque de pago diferido avalado, uno de los instrumentos más utilizado, donde se obtienen mejores tasas que algunos de los productos bancarios como ser el adelanto en cuenta corriente, al poder reducir el riesgo del inversor a través del aval de una SGR.

Por otro lado, en aquellos casos donde se logra acceder al financiamiento bancario, con las altísimas tasas mencionadas para cada instrumento y con el diferencial de tasas expuesto en relación a las negociadas para empresas grandes, si la PyME no realiza el adecuado análisis de los costos asociados de sus pasivos en relación al rendimiento de sus activos (RONA), se genera un problema que a la larga impacta en la rentabilidad empresarial causando una mayor tensión financiera, que termina en muchos casos como el causal del cierre o el traspaso a la informalidad, debido a que la empresa no genera valor, tal como se explicó en el apartado de financiamiento de este trabajo.

Por consiguiente, las elevadas tasas de intereses en el financiamiento bancarios se deben en parte central a la asimetría de información entre el inversor y la PyME, el gran porcentaje

de mortalidad que tienen estas empresas, sumado a que en la Argentina se encuentra en un mercado emergente donde se suele dar la racionalización de los créditos.

Por otro lado, la informalidad de los registros y por consiguiente en los Estados Contables juegan también un papel clave que dificulta el acceso al crédito dentro del sistema financiero, ya que no cuentan con la información necesaria que todo inversor exige previamente para analizar antes de otorgar el financiamiento solicitado. En aquellos casos donde la información es insuficiente, se suele trasladar en una mayor tasa de interés, debido a la imposibilidad de medir el riesgo real de la empresa y en los casos donde directamente la empresa está totalmente sumergida en la informalidad se recurre a entidades no reguladas donde se obtienen tasas de interés más elevadas restándole una mayor competitividad y rentabilidad a la PyME.

A modo de conclusión, la desconexión total entre el sector bancario y las PyMEs, el grado de informalidad que existe en este tipo de empresas, la falta de información sobre la utilización del mercado de valores como herramienta de financiamiento y el rol de las SGR, sumado a las crisis económicas de la Argentina donde el ciclo económico acumula varios trimestres consecutivos con caída de actividad, retracción de ventas, destrucción de empleo, alto niveles de inflación, junto a la volatilidad de la moneda y un mayor racionamiento del crédito, especialmente en el canal bancario, afecta especialmente a las PyMEs en su supervivencia y en su acceso al crédito.

Por los motivos presentados, es fundamental para economías como la de Argentina, disponer de diversos servicios de apoyo subvencionados para las PYMEs, tales como capacitación, modernización tecnológica, asistencia técnica para explotación de los mercados y promoción. Fomentando la creación de este tipo de empresas, permitiéndoles crecer y de esta forma aumentando su supervivencia. Como también, todos aquellos programas o planes de acción que incentiven a mitigar la informalidad del sector.

## Anexos -Tablas

Tabla N°1  
Ingresos Anuales Clasificación CNV

Clasificación	Construcción	Servicios	Comercio	Industria y Minería	Agropecuario
PYME	630.790.000	481.570.000	1.700.590.000	1.441.090.000	431.450.000

Fuente: CNV

Tabla N°2  
Ventas Totales Anuales Clasificación PyME

Clasificación	Construcción	Servicios	Comercio	Industria y Minería	Agropecuario
Micro	15.230.000	8.500.000	29.740.000	26.540.000	12.890.000
Pequeña	90.310.000	50.950.000	178.860.000	190.410.000	48.480.000
Mediana Tramo 1	503.880.000	425.170.000	1.502.750.000	1.190.330.000	345.430.000
Mediana Tramo 2	755.740.000	607.210.000	2.146.810.000	1.739.590.000	547.890.000

Fuente: Argentina.gob.ar

Tabla N°3  
Actividades Incluidas Clasificación PyME

Sector	Seccion	Descripcion
AGROPECUARIO	A	AGRICUTURA, GANADERIA, CAZA, SILVICULTURA Y PESCA
INDUSTRIA Y MINERIA	B	EXPLOTACION DE MINAS Y CANTERAS
	C	INDUSTRIA MANUFACTURERA
	H	SERVICIO DE TRANSPORTE Y
SERVICIOS	J	INFORMACION Y COMUNICACIONES, solo las actividades 591110, 591120, 602320, 631200(*), 620100,6220200, 620300,620900
	D	ELECTRICIDAD, GAS, VAPOR Y AIRE ACONDICIONADO
	E	SUMINISTRO DE AGUA, CLOACAS, GESTION DE RESIDUOS Y
	H	RECUPERACION DE MATERIALES
	H	SERVICIO DE TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO (exduyendo las actividades detalladas en el Sector "Industria y Minería")
	I	SERVICIO DE ALOJAMIENTO Y SERVICIOS DE COMIDA
	J	INFORMACION Y COMUNICACIONES (excluyendo las actividades detalladas en el Sector "Industria y Minería")
	K	INTERMEDIACION FINANCIERA Y SERVICIOS DE SEGUROS
	L	SERVICIOS INMOBILIARIOS
	M	SERVICIOS PROFESIONALES, CIENTIFICOS Y TECNICOS
	N	ACTIVIDADES ADMINISTRATIVAS Y SERVICIOS DE APOYO (incluye alquiler de vehiculos y maquinaria sin personal)
	P	ENSEÑANZA
	Q	SALUD HUMANA YSERVICIOS SOCIALES
	R	SERVICIOS ARTISTICOS, CULTURALES, DEPORTIVOS Y DE ESPARCIMIENTO (excluyendo la actividad 920 "Servicios Relacionados con el Juego de Azar y Apuestas")
	S	SERVICIOS ADEASOCIACIONES Y SERVICIOS PERSONALES
CONSTRUCCION	F	CONSTRUCCION
COMERCIO	G	COMERCIO AL POR MAYOR Y AL POR MENOR; REPARACION DE VEHICULOS AUTOMOTORES Y MOTOCICLETAS

Fuente: pymes.afip.gob.ar

Tabla N°4  
Empleados según Sector

	Construcción	Servicios	Comercio	Industria y Minería	Agropecuario
Micro	12	7	7	15	5
Pequeña	45	30	35	60	10
Mediana - Tramo 1	200	165	125	235	50
Mediana - Tramo 2	590	535	345	655	215

Fuente: Argentina.gob.ar



Tabla N°5

Cuadro comparativo de tasas de intereses segun tamaño de empresas

Instrumento	Tipo	Plazo	Tasa PyME	Tasa Grande Empresa
Adelantos en Cta Cte	Financiamiento Bancario	>90 ds	75%	64%
Documentos a Sola Firma	Financiamiento Bancario	>90 ds	55%	59%
Documentos Descontados	Financiamiento Bancario	>90 ds	53%	51%
Cheque Pago Diferido	Mercado de Capitales	Total Plazos	40% <b>Avalado</b>	74% <b>Patrocinado</b>
Pagarés Avalados (Dólar)	Mercado de Capitales	Total Plazos	12%	N/A
Obligacion Negociables	Mercado de Capitales	Total Plazos	52%	49%
Fideicomisos Financieros	Mercado de Capitales	Total Plazos	60%	56%

Fuente: CNV

## Bibliografía.

- Administración Federal de Ingresos Públicos. (s.f.). *Certificado MiPyME*. Obtenido de PyMEs AFIP: <https://pymes.afip.gob.ar/estiloAFIP/pymes/ayuda/certificadoPyme.asp>
- Ayyagari, Beck, & Demirgüç-Kunt. (2003). *Small and medium enterprises across the globe: a new database*. World Bank Group.
- Banco Central de la Republica Argentina. (2019). *Informe Sobre Bancos del BCRA*. Buenos Aires.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (Noviembre de 2011). *Eliminando barreras: el financiamiento a las PYMES en América Latina / Carlo Ferraro y Evelin Goldstein*. Obtenido de Documentos de Proyectos, Estudios e Investigaciones CEPAL: <https://www.cepal.org/es/publicaciones/35358-eliminando-barreras-financiamiento-pymes-america-latina>
- Comisión Nacional de Valores. (16 de Junio de 2017). *Presentación de la ON Simple en la Bolsa de Comercio de Rosario*. Obtenido de Prensa: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Prensa/Post/1178/1178presentacion-de-la-on-simple-en-la-bolsa-de-comercio-de-rosario>
- Comisión Nacional de Valores. (27 de Abril de 2017). Resolución General N° 691 Régimen PYME CNV. *Artículo 1°*. Buenos Aires, Argentina: Ministerio de Finanzas.
- Comisión Nacional de Valores. (2019). *Financiamiento PyME Trimestral*. Obtenido de Cuarto Trimestre 2019: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Informes>
- Confederación Argentina de la Mediana Empresa. (28 de Mayo de 2019). *¿Te Sentís Identificado?: Encuestas 2019 Del Departamento de Financiamiento y Competividad de CAME*. Obtenido de [https://www.redcame.org.ar/contenidos/circular/\\_Te-sentis-](https://www.redcame.org.ar/contenidos/circular/_Te-sentis-)

identificado\_-encuestas-2019-del-Departamento-de-Financiamiento-y-Competitividad-de-CAME.11080.html

Empresarios Nacionales para el Desarrollo Argentino . (18 de Octubre de 2019). *8 de cada 10 pymes tienen incertidumbre sobre la economía nacional*. Obtenido de Enac : <https://enac.org.ar/contenido/1053/8-de-cada-10-pymes-tiene-incertidumbre-sobre-la-economia-nacional>

Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas. (1996). *Las Pequeñas y Medianas Empresas en la Argentina*. Argentina.

Fundación Observatorio PyME. (26 de Agosto de 2019). *“Las cadenas de valor no financian a las PyME” ... MITO*. Obtenido de Fundación Observatorio PyME: <https://www.observatoriopyme.org.ar/espacio-pyme/las-cadenas-de-valor-no-financian-a-las-pyme-mito/>

Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2019). *Resumen de Mercado - Renta Variable*. Buenos Aires.

Maestría en Finanzas, Universidad Austral. (2019). Materia Endeudamiento, Reestructuración Financiera y Financial Distress. *Profesores Marcelo Rossi - Federico Orsi*. Rosario, Santa Fe, Argentina.

Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. (23 de Marzo de 1995). *Pequeña y Mediana Empresa. Ley 24.467*. Buenos Aires, Argentina.

Ministerio de Produccion, Secretaria de Pequeña y Mediana Empresa. (s.f.). *¿Qué es una PyME?* Obtenido de Argentina Gob Ar: <https://www.argentina.gob.ar/registrar-una-pyme/que-es-una-pyme>

Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social. (Ultimo Trimestre de 2019). *Boletín de Estadísticas Laborales (BEL)*. Obtenido de Estudio y Estadísticas Laborales:  
<http://www.trabajo.gob.ar/estadisticas/Bel/index.asp>

Preve, L., Fraile, G., & Allende, V. S. (2013). *Las Finanzas en las Empresas*. Buenos Aires: Temas Grupo Editorial.

PWC Argentina. (2019). *Expectativas 2019 PyMEs en Argentina - 6° Encuesta a PyMEs de Pwc Argentina*. Buenos Aires : Febrero.