



**UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA**

Escuela de Negocios UTDT

Tesis MBA 2014 / 2015

El Problema del Acceso al Financiamiento de las pymes

Autor: Amor Federico

Tutor: Epstein Javier

Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Enero de 2017

Agradecimiento

Me gustaría que estas líneas sirvieran para expresar mi agradecimiento a todas aquellas personas que con su ayuda han colaborado en la realización del presente trabajo, en especial a Javier Epstein, tutor de esta investigación, por la orientación, el seguimiento y la supervisión continúa de la misma, pero sobre todo por la motivación y el apoyo recibido a lo largo de este año.

También quiero dar las gracias a mis compañeros de trabajo, por su colaboración en el suministro de los datos necesarios para la realización de la parte empírica de esta investigación. Un agradecimiento muy especial merece la comprensión, paciencia y el ánimo recibidos de mi familia y amigos.

A todos ellos, muchas gracias

Resumen

A la hora de analizar las fuentes de financiamiento para las pequeñas empresas y emprendedores se revela la existencia de importantes limitaciones que afectan el acceso al financiamiento para un número importante de ellas. Además, se pone de manifiesto que las diferentes alternativas son más bien limitadas, y que a pesar de esfuerzos recientes en mejorar el acceso al crédito de estas empresas a través de varias políticas públicas. Es necesario analizar la potencialidad de diversificar los instrumentos existentes y/o facilitar el desarrollo de fuentes alternativas tanto bancarias como no bancarias, como puede ser el caso del mercado de capitales. Ya que por la implicancia de las pymes en la economía repercutirá positivamente en el país.

Respecto al contexto económico actual, se espera que las condiciones de crédito doméstico, especialmente el bancario, mejoren en la medida que disminuya los índices de inflación y se retomen tasas de crecimiento más cercanas al potencial de la economía. Por otra parte, es esperable un leve aumento en el costo de financiamiento de las empresas asociados a una reducción de la liquidez internacional producto de la turbulencia generada por el cambio de gobierno en los Estados Unidos y Europa.

Este trabajo demostró que existen una serie de instrumentos dentro del mercado de capitales que resulta altamente viables y mayores niveles de inserción en el segmento mejorarían las condiciones de financiamiento de las empresas de menor tamaño e incentivar el desarrollo de otras nuevas. Aunque también hay que remarcar que se requiere de un contexto político económico propicio para su ejecución.

Palabras Claves

- Pequeña y Mediana Empresa
- Financiamiento
- Sector Bancario
- Mercado de Capitales
- Riesgo Crédito
- Asimetría de la Información

Índice

INTRODUCCIÓN	6
Presentación del Tema	6
Justificación de la Elección del Tema	8
Hipótesis	9
Objetivo General	9
Objetivos Específicos	9
Metodología	10
Estructura del Trabajo	11
MARCO TEÓRICO	13
CAPÍTULO 1	13
Aportes y Soporte	13
CAPÍTULO 2	19
SITUACIÓN COYUNTURAL EN ARGENTINA Y EL MUNDO	19
2.1. En la Argentina	19
2.2. Coyuntura Global	22
CAPÍTULO 3	24
EL ROL DE LAS PYMES	24
3.1. Informalidad	27
3.2. Clasificación en Argentina	28
3.3. Información Contable	32
3.4. Estrategia de fondeo	33
3.5. El problema de Ciclo de Caja y Capital de Trabajo	34
3.6. Principales Dificultades	35
3.7. Estructura Jurídicas	35
3.7. Sistema Tributario Argentino	37
CAPÍTULO 4	42

EL FINANCIAMIENTO	42
4.1. El Sistema Financiero en el Mundo	42
4.2. Situación en el Mundo	43
4.3. Opciones de Financiamiento	47
4.2. Demandas Financieras:	53
4.3. Fuente de Financiamiento	54
4.4. Racionamiento del Crédito	58
4.5. Asimetría en la Información	58
4.6. Costo de la Información	59
4.7. Garantías	59
METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN	64
CAPÍTULO 5	65
EL MERCADO DE CAPITALS	65
5.1. Mercado de Capitales en el Mundo	65
5.2. Instrumentos de Inversión	71
5.2.1. Cheques de Pago Diferido (CPD)	71
5.2.1. Pagaré	73
5.2.2. Obligaciones Negociables	74
5.2.3. Fideicomisos Financieros	75
5.2.4. Acciones	77
CONCLUSIONES	81
BIBLIOGRAFÍA	83
SITIOS WEB CONSULTADOS.	86
ANEXO	87

INTRODUCCIÓN

Presentación del Tema

Las pymes son un actor de importancia en la economía Argentina tanto por ser una parte esencial de la actividad económica como así también por la fuerte incidencia que muestra en la generación de empleo. Sin embargo, existen grandes dificultades en los planos financiero y de acceso al crédito para las mismas.

Esto consta, y es un argumento válido para justificar las abrumadoras tasas de fracaso que existe en las pequeñas y medianas empresas (en adelante pymes) donde el ochenta por ciento de las mismas en promedio no alcanza el quinto año de vida en la región¹. Esto es producto por un lado de la falta de financiamiento externo con que cuentan las mismas como así también por su bajo nivel de planeamiento², lo que produce que el empresario enfrenta la difícil tarea no solo de administrar su compañía, sino además de maniobrar en escenarios altamente complejos esto generó que surja el apelativo de “piloto de tormenta”. A partir de esta premisa es que surge un primer interrogante donde se confunden y no están bien delimitados los cargos de administradores y propietarios lo que dificulta a nuestro entender la estrategia de estas compañías en el mediano y largo plazo poniendo en jaque la existencia de las pymes.

Profundizando en las dificultades, la planificación financiera hay que sumar a las vicisitudes en el acceso a financiamiento bancario de forma accesible, en condiciones competitivas y que se adapte a las necesidades de liquidez propias de la empresa. Todo esto finalmente tienden a impactar en de forma negativa sobre su capital de trabajo y en su ciclo de caja. Qué es lo que posibilita, de estar bien gestionado generar las condiciones para una planificación de inversiones de mediano y largo plazo³. Al hecho de no disponer de capital de trabajo en los niveles requeridos sumado a la concentración de vencimiento de deuda en plazos menores a doce meses (corto plazo) condiciona su operación haciendo en algunos casos desembocar el cese de actividad de la empresa por volverlas no competitivas.

Del lado de la oferta, al analizar el sector bancario, el mismo muestra que este segmento de empresas es catalogado por bancos como de “Alto Riesgo” y presentan un rechazo en promedio

¹ Arazi Marco y Barralla Gabriel (2012)

² Álvarez Mariano y Durán Lima José (2009)

³ Dumrauf, Guillermo (2010)

de aprox. 20% de las solicitudes de líneas de financiamiento, remarcan que presentan elevados niveles de informalidad y baja calidad de información (según una encuesta realiza por la Fundación Observatorio pymes, 2013⁴). Desde esta organización además se plantean la falta de fuentes de financiamiento adecuadas a los requerimientos de las pymes, dificultades para el acceso a los productos vigentes, altos costos, severos requerimientos en materia de garantías, por citar solo algunos. Ne es menos importante comprender que la estrategia de la banca comercial en la actualidad se centra en la obtención de rentabilidad proveniente de servicios y comisiones que poco tiene que ver con las estrategia de otro tiempo en donde el financiamiento de empresas o particulares vía crédito era sus “core bussines” direccionando las críticas hacia el sector financiero.

Las condiciones de acceso al financiamiento para las pequeñas y mediana empresas es importante destacar la incidencia que tiene directamente sobre la competitividad de cualquier economía. A la fecha existe una amplia bibliografía publicada sobre el tema y es tajante al concluir que una mejora en las condiciones crediticias de estas empresas impacta rápidamente en los niveles actividad. Esto es visible en la actualidad, en el sector agrario al observar la importancia que adquieren dichas empresas en las economías regionales y surge el financiamiento⁵. Frente a lo mencionado anteriormente no es un dato menor la gran capacidad que presentan de sobreponerse a escenarios adversos.

Los bancos advierten desde una de sus asociaciones ABA⁶ (Asociación de Bancos de la Argentina) que existen dificultades, ya que, aspiran a mostrar una amplia oferta de financiamiento, pero están impedidos por los problemas de información, sea porque no la disponen o porque no es confiable, que no evalúan sus proyectos convenientemente, que tienen deficiencias de capital, que tienen problemas de gerenciamiento, finalmente también recalca el complicado marco regulatorio y tributarios. A lo que se suma las regulaciones impuestas al sector financiero por el BCRA⁷ lo que reduce el número de potenciales clientes. Todos esto

⁴ Extraído del informa del Observatorio Pymes Inversiones y acceso al financiamiento de las PyME industriales. Noviembre 2013

⁵ Expoagro cerró con un récord de negocios por más de \$ 20.000 millones; 11 de Marzo de 2017; Diario La Nación; Suplemento Campo. Site: www.lanacion.com.ar

⁶ La Asociación de Bancos de la Argentina (ABA) es una entidad empresaria creada en 1999, cuyo objetivo es representar a los bancos de capital internacional con operaciones en el país. Cuenta con 21 entidades (entre asociados activos y adherentes), que constituyen el 24% de los activos del sistema, el 29% de los depósitos y el 29% de los préstamos al sector privado

⁷ El Banco Central de la República Argentina es el organismo rector del sistema financiero de la Argentina, encargado de la política monetaria del país.

puntos mencionados han transformado a los bancos comerciales en un proveedor de servicios más para las pymes y el rol de financiamiento a paso a mano de sus proveedores que dependiendo de la industria y el momento económico hay superado en monto a las líneas de financiamiento que ofrecen los bancos.

Por estas razones prácticamente no existen discusiones sobre la necesidad de desarrollar nuevos mecanismo de financiamiento dentro del actual contexto económico para este segmento de compañías. A la fecha de comenzar con esta investigación, su problemática están en entre los principales puntos de reclamo, con el cambio de gobierno esto se convirtió en un tema importante en la agenda de todo el arco político, de economistas y organizaciones sectoriales, lo que produjo que el congreso sancionara en 2016 la denominada “Ley Pyme”⁸ que le otorga una serie de beneficios fiscales e impositivo a las pymes y significo un enorme paso en la cuanto a sus posibilidades de crecimiento.

Por lo relatado anteriormente sería altamente positivo para el conjunto de la economía que tanto oferta como demanda explotara y desarrollar nuevos canales de financiamiento tanto para el corto como el largo plazo, que posibiliten el crecimiento sustentable de este segmento de compañías.

Justificación de la Elección del Tema

Los motivos que me llevaron a abordar esta temática radica en que luego de analizar varios informes publicados por el Observatorio Pymes de la Unión Industrial Argentina donde hacen mención a la escasa y poco diversificada opciones de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas. Y luego de observar que no son pocas las voces que indican que la elevada volatilidad que aqueja al país tanto en lo político como en lo económico sumando al continuo replanteo de la gran mayoría de las estrategias de largo plazo de las empresas.

El poco respeto por los derechos de los ahorristas también propiciado la falta de fondeo que posibilite mayores niveles de financiamiento. Lo que se traduce en menores nivel de ahorro interno que se trasformen en activos prestables para los bancos, los cuales en el último tiempo dirigieron su oferta hacia el financiamiento de consumo privado de corto plazo más rentable y menos riesgoso. Lo mencionado anteriormente y la necesidad de generar nuevos instrumento

⁸ Ley 27.264 de Fomento a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas.

o estimular los ya existente a fin de diversificar la oferta de financiamiento dentro de un escenario volátil y con bajo índices de confianza es lo que finalmente me decidió a analizar esta cuestión.

Hipótesis

Observando las ventajas que ofrece el mercado de capitales en opciones de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas en el mundo y las dificultades que estas últimas tienen en obtener fondo en Argentina utilizando el sistema financiero tradicional, la hipótesis sostiene que **el desarrollo de vehículos financieros como son Cheques de Pago Diferidos (CPD), Obligaciones Negociables (ON), Fideicomiso Financieros (FF) y Acciones (Acc) permitirían una mejora en las condiciones de esta última en término de mejores plazo con menores tasas de financiamiento que produciría nuevas oportunidades de inversión.**

De todas formas, si bien la intención es enfocarse en los aspectos del financiamiento de las pymes, tal objeto requiere de contemplar el contexto económico y financiero. Ya que existen como mencione anteriormente elevados niveles de informalidad, baja calidad de información además de un acotado nivel de ofertas de garantías. Estos ejes determina el acceso a fondos, por ello el objetivo del presente trabajo es efectuar un análisis del estado de situación de la oferta y la demanda en el sector financiero haciendo foco en el segmento de pequeñas y medianas empresa y como estas podrían desarrollar o potenciar otros instrumentos financieros.

Objetivo General

El objetivo del presente trabajo fue analizar cómo funcionan los mecanismos financiamiento para las pequeñas y medianas empresas, tanto por el lado de la oferta como la demanda como así también sus causas en la baja participación en el uso del mercado de capitales de estas últimas.

Objetivos Específicos

- Determinar las características del financiamiento de las pymes.
- Se realizó una descripción de la situación de las pymes frente a sus problemas de obtención de financiamiento (Demanda de Crédito).

- Se buscó entender la oferta de financiamiento en la Argentina desde el sector bancario como así también comprender cómo funciona el mercado de capitales para las pymes.

Metodología

En esta primera fase se realizó una introducción a la estrategia de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas en la Argentina y se describieron los factores macro y micro que enmarcan el tema de esta tesis, a lo largo de la misma se llevaron a cabo principalmente una investigación descriptiva. En este tipo de investigaciones se pretende dar una visión general, de tipo aproximativo, respecto a una determinada realidad. Se han seleccionado la investigación de tipo descriptiva debido a que las pymes y su financiamiento en el mercado de capitales es un tema ampliamente explorado y reconocido en Argentina. Este fenómeno no admite una descripción sistemática y es difícil formular hipótesis precisas o de cierta generalidad.

De este modo, este análisis permitió aumentar el grado de familiaridad con el fenómeno del financiamiento de las pymes, obteniendo información sobre la posibilidad de llevar a cabo una investigación más completa sobre un contexto particular, investigar estrategias de financiamiento utilizando el mercado de capitales, identificar conceptos y variables promisorias para la aplicación de esta metodología en Argentina y sugerir afirmaciones verificables.

La investigación se diseñó en forma no experimental. Esto significa que no se realizó ningún tipo de experimentación, ya que éstas son más efectivas para la investigación descriptiva y frecuentemente están limitados a temas en los cuales el investigador puede manipular la variable independiente, como por ejemplo la situación en la cual se hallan personas objeto de la investigación en dos o más grupos. En este caso se realizó un análisis ex post del estado de situación del sistema financiero con las consiguientes opciones de financiamiento en el mercado de capitales en el mundo y en Argentina, y luego se exploraron variables que pueden indicar un ambiente propicio para el crecimiento de esta metodología en nuestro país. Sin embargo, vale aclarar que sí se realizaron una serie de entrevista para recopilar información y opiniones que ayude a validar algunas de las hipótesis formuladas.

Estructura del Trabajo

La investigación que se realizó comprende el análisis de aspecto teórico y de la situación coyuntural de las pymes sobre sus opciones de financiamiento realizando un breve recuento de los hechos más relevantes que país y el mundo en el último tiempo como así también la descripción de los distintos instrumentos y agentes.

Para ello analizare la información estadística disponible de pymes, las normas vigentes de los diversos organismos estatales y reguladores (Banco Central de la República Argentina, Comisión Nacional de Valores, Fundación del Observatorio pymes, Instituto Argentino del Mercado de Capitales por nombrar algunos) y recurrir a la opinión de los sectores interesados, sea mediante la consulta directa como a través de sus propias publicaciones periódicas y/o declaraciones recientes en los distintos medios de prensa. Ello, sumado a la consulta de bibliografía disponible para el caso argentino y al análisis de las experiencias internacionales más relevantes, permitiendo la estructuración del presente trabajo cuya organización se expone a continuación.

En la primera parte se realizó todo lo referido a la introducción, justificación, hipótesis, objetivos y metodología del tema como así también en el capítulo I se encuentra el marco teórico respectivo que le da sustento a este trabajo.

Luego continuare con la metodología de la investigación compuesta por los siguientes capítulos:

En el Capítulo II se realizó un recuento de la situación actual mostrando la coyuntura y los hecho más relevantes ocurrido en el país y en mundo en el último tiempo.

En el Capítulo III se mostró las características de las llamadas pymes, su participación en la economía tanto en el país como en el mundo, pasando revista a las normativas vigentes y a los nuevos estímulos en nuestro país, ahondando además de su importancia económica.

En el Capítulo IV analizó el financiamiento bancarios en sus diferentes vertientes, mencionado algunas particularidades, el rol de la banca pública con sus principales características. Las

dificultades que presentan estas opciones de financiamiento para las pymes. La situación en otros mercados del mundo.

El Capítulo V se realizó un recuento del mercado de capitales como así también las características particulares del segmento pymes tanto en Argentina como en los principales mercados secundarios en el mundo, para luego mostrar la situación en el último tiempo.

Agotados los temas de los capítulos finalmente se realizó una conclusión sobre los puntos planteados a lo largo del trabajo con la argumentación pertinente asimismo se realizan algunas ideas sobre nuevas estrategia a seguir. Es importante mencionar que el presente trabajo fue realizado entre el mes de mayo de 2016 y febrero de 2017 que deberá ser tenido en cuenta al momento de analizar, datos, citas o regulaciones.

Posteriormente se encuentra la bibliografía donde se podrá consultar la lista completa de referencia del material consultado además de un anexo donde que sirvió de apoyo y sustento al trabajo en cuestión con aportes de datos estadísticos como así también de entrevista a diferentes actores interviniste en el tema analizado.

MARCO TEÓRICO

CAPÍTULO 1

Aportes y Soporte

En este capítulo, mostraré el contexto que brinda el apoyo teórico al trabajo desarrollado. Se realizó un recuento de forma resumida de los distintos trabajos publicados por diferentes autores sobre financiamiento de empresas, y sus teorías y temas relacionados como son información asimétrica, racionamiento del crédito y estructuras de capital de las empresas por mencionar los más importantes. Cabe mencionar que a lo largo del trabajo se continuara con el agregado de autores con el fin de dar mayor sustento al trabajo.

Existe una vasta literatura sobre los temas descritos con diferentes posturas y teorías. Ahora bien, frente a esto no existe un marco teórico único que pueda dar respuesta al tema en cuestión, el financiamiento de empresas de capital cerrado y sus estrategias. Por lo cual a continuación mencionare lo que son en mi opinión algunos puntos sobresalientes. También se indago en cómo se organiza la administración financiera de las empresas, lo cual permite evaluar la relación entre diversos factores que determinan la estructura financiera de empresas, procurando incluir la observación de variables cuantitativas y cualitativas que son pasos necesarios previos a cualquier estrategia de endeudamiento.

Es importante señalar que en general las teorías actuales parten de supuesto de no siempre se adaptan a la realidad tan cambiante de países en vías de desarrollo como es el caso de Argentina. Sumando la hecho que las pymes representa un espectro muy heterogéneo y altamente diversificado donde los procesos y cambios actual de forma poco predecible y diferentes velocidades a disimilitud de las teorías que se original en países mucho más estable y lineales. Para finalizar y poder realizar un aporte en este tema deberíamos entender que resulta prácticamente imposible o poco probable establecer una ordenar las diferentes situaciones de las pymes. Comprendiendo esta situación se puede brindar un proposiciones parciales que puedan ayudar a comprender el problema de financiamiento que afrontan las pymes.

En cuanto a las teorías que hablan de estrategia de financiamiento de empresas las teorías más importante y que permite analizar tanto las opciones de financiamiento de corto, medio y largo plazo son por el lado de la estructura de capital hay que mencionar a el trabajo realizado por Modigliani y Miller que hablo acerca de la estructura de capital con mencione anteriormente y donde la empresas se fondean exclusivamente en el largo plazo utilizando diferentes herramientas a su alcanzar para el fondeo de sus operaciones. Esto mecanismo son por la general acciones, obligaciones negociables de largo plazo como así también bonos de largo plazo (se entiende como largo plazo a una duración mayor a cinco años).

Siguiendo con la estructura de capital las dos teorías que a la fecha tiene mayor relevancia son por un lado de la llamada teoría del balance entre los costos versus los beneficios del endeudamiento (tradeoff theory) que fue revisada por Frank and Goyal (2011), por un lado, y la del orden de preferencia (pecking order) por el otro establecida por Myers and Majluf (1984). En cuanto a la primera se entiende que las compañías tienen una estructura de capital óptima y a pesar que puede existir modificaciones por corto periodos siempre retorna a una estructura óptima. En el caso de la segunda establece que no parte de una estructura de capital optima y que las empresas tienen que aceptar costos diferenciales dependiendo del tiempo de financiamiento elegido y la fuente.

En cuento a la teoría de porfolio o cartera desarrollada por Sharper (1964) indica que toda compañía que puede o podría obtener financiamiento por parte del sector financiero tiene posibilidad de elegir su opción óptima mediante dos pasos. En el primero busca maximizar el valor de sus flujos de fondos mediante activos físicos y la segunda parte una vez que alcance su estado óptimo de acuerdo a sus prioridades lo confina con la obtención de fondo de terceros a la tasa que le resulte conveniente. Esto en el universo de las pymes de nuestro país resultaría algo complicado ya que la realidad de elevada volatilidad en la que están inmersas las empresas argentinas las hace escapar del mercado. Sin embargo esta teoría permite entender lo fundamentales que son los mercado financieras para las empresas en general.

El aporte realizado por Modigliani-Miller (1958) si bien escapa a este trabajo es importante mencionarlo ya que represento un quiebre en el análisis de las decisiones en cuento a la estructura de capital. El teorema afirma que el valor de una empresa no se ve afectado por la forma en que ésta es financiada en ausencia de impuestos, costos de quiebra y asimetrías en la información de los agentes. Enfrentándose a las ideas tradicionales, la proposición marca que

es indiferente que la empresa logre el capital necesario para su funcionamiento solicitándolo a sus accionistas o emitiendo deuda. También resulta indiferente su estrategia de distribución de dividendos.

Estas tres teorías en nuestra opinión adolecen de aplicación práctica pero sentaron las bases para un marco teórico en sus respectivas áreas.

En el caso del Pecking Orden mencionado en los párrafos anteriores si tiene una implicación directa sobre este trabajo al mencionar que las pymes o empresas no presentan una estructura óptima de configuración de capital sino que van adaptando a sus necesidades empezando primeramente por el financiamiento interno si es que existe y luego pasando al externo ya sea mediante la emisión de deuda o finalmente emisión de valores de la compañía.

Para la estructura de capital también es importante mencionar ya hablando propiamente de las pymes y de los fondos para financiamiento que utilizan. Como primera fuente los generados mediante reinversión de utilidades, seguido por la emisión de deuda y finalmente mediante la ampliación de capital señalan (Myers 1984; Myers y Majluf 1984 y Berger y Udell 1998) y sus ciclos de financiamiento van modificando sus necesidades y fuente. Producto de la experiencia adquirida durante el desarrollo del negocio y la mejora en la calidad de la información. En una primera etapa cuando las pymes están en un estado embrionario o de baja producción, las mismas son bastante pobres en cuanto a su nivel de información utiliza por lo general el aporte del emprendedor o crédito comercial. Con el paso del tiempo surge la posibilidad de tomar capital de riesgo y finalmente las entidades financieras primero con apoyo de corto plazo y luego de largo plazo producto de que las pymes han alcanzado un nivel de madurez y tamaño tal que permite sus registros históricos mostrar nivel de activos palpables.

Entendiendo que el acceso a recursos juega un rol fundamental en el crecimiento a largo plazo de las pymes, el financiamiento como se mencionó (Elosegui 2007) puede obtenerse mediante las varias vías que pueden ser propias como son las utilidades o aportes de socios o externas como son sistema bancario, mercado de capitales y crédito comercial de proveedores y contratistas. Para poder expandirse indefectiblemente las pymes tienen que utilizar alguna de estas vías. La provisión de financiamiento eficiente y efectivo ha sido reconocida como factor clave para asegurar que aquellas firmas con potencial de crecimiento logren expandirse y ser más competitivas (Yoguel, 1999).

En cuanto a la estrategia de financiamiento en Argentina Briozzo y Viger (2006) señalaron que la gran mayoría de las pymes muestran una fuerte participación de recursos propios en sus estructuras de capital y menor medida el financiamiento bancario. La reinversión de utilidades, financiamiento de proveedores y el crédito bancarios son las principales fuente de financiamiento indica también Cristini et Al (2003). Finalmente Panigo (2006) también encontró que entre los diferentes forma de financiamiento el capital propio es el que muestra mayor relevancia y la emisión de obligaciones negociables y el financiamiento bancario, en comparación al uso de deuda comercial o aplazar obligaciones con el erario público y el sistema de seguridad social.

Siguiendo este argumento Beck y Martina Peria indicaron que en el caso del financiamiento de las pequeñas y mediana empresas sería mejor direccionado por banco privados de tamaño pequeño o alcance regional ya que están en un mejor condición en cuanto a su estructura ya que la misma se puede adaptar a las necesidad más específicas sumada a la ventaja relacional. Situación que lo pondría en ventaja frente a bancos con escala nacional o de mayor envergadura con estructuras piramidales y centralizadas. Sin embargo, estudios de (Berger y Udell, 2006; Berger et al., 2007; y de la Torre et al., 2010) muestra una opinión diferente al demostrar que los modelos de credit scoring sumado al uso de tecnología logran eficientizar los procesos de riesgo lo que ayuda a bancos con grandes estructuras y minimizar el riesgo de crédito.

Para Rivera (2002) el indico que tanto el financiamiento con capital propio como mediante deuda generan en las pymes una rentabilidad financiera muy positiva para las pymes y engloba a los demás modelos que sostiene que la combinación de capital y deuda es óptimo, logrando el máximo valor para la compañía, el cual se logra en el momento que los beneficios y los costos de deuda de encuentran en equilibrio.

Storey (1993) realiza un gran aporte hacia el tema de la asimetría de la información mencionando que las pymes muestran dificultades a la hora de acceder a financiamiento de parte del sistema financiero⁹, producto de las dificultades que se presenta a los bancos en acceder a la información necesaria como así también en el alto costo en la búsqueda de la

⁹ El sistema financiero es aquel conjunto de instituciones, mercados y medios de un país determinado cuyo objetivo y finalidad principal es la de canalizar el ahorro que generan los prestamistas hacia los prestatarios.

información propiamente dicha. Esto provoca asimetría de información que genera racionamiento del financiamiento por parte de los bancos y afecta de forma sistemática los retornos que estos últimos sobre este tipo de empresas ya que se observa una variedad muy amplia de segmentos que abarcan las pymes. Por lo que los banco actúan frente a esto con diferenciales en la tasa de interés.

La síntesis de esto problemas se muestran dos estadios, en primer término la selección adversa surge antes que el acreedores realice la acreditación de los fondos, frente al riesgo ético y los costos de monitoreo en los cuales las dificultades surgen luego de realizado el desembolso del préstamo. La selección adversa y el costo de monitoreo marcan que el deudor ha seleccionado proyecto anticipadamente, mientras que en el tema del riesgo ético la posibilidad de elegir entre proyecto que se estiman más rentables una vez obtenido el financiamiento.

En la Selección Adversa Jaffe y Stiglitz (1990) en una de sus publicación exponen que las imperfecciones del mercado es producto del hecho que no hay una relación uniformidad entre la tasa de interés aplicas y la rentabilidad esperada por las entidades financieras. Igualmente un trabajo anterior de Stiglitz junto a Weiss (1981) demuestra que frente a una subida de tasas de interés los bancos actúa rápidamente sobre los préstamos, producto de su aversión al riesgo y se produce lo que comúnmente se denomina selección adversa, en la que solo proyectos de alto riesgo son seleccionados o lo que es peor aún se opta por los cuales el empresario no tiene la intención de afrontar la deuda, denominado (Riesgo Moral o Moral Hazzard). Los posibles tomadores de préstamos, a tasas que les permiten logran VAN positivos finalmente optan por no tomar préstamos ante las dificultades en los requisitos por parte de los bancos¹⁰ (Garantías).

Todas estas teorías y aportes que sobrevuelan al empresario pyme argentino o el equipo profesional que gestiona un empresa pequeña o mediana tiene que enfrentar a diario los costos de actuar en una economía tan dinámica como la nuestra. Donde que tanto el mercado de financiamiento bancario como el de capitales se presentan reducidos y poco desarrollados.

Esto no hace más que complicar cualquier tiene de utilización y aplicación que se le pueda dar a las teorías mencionadas anteriormente y que funcionan perfectamente en empresas cotizantes en la bolsa de Nueva York por nombra una. A lo que se suma la falta de datos públicos, ya sea

¹⁰ Empresa comercial que realiza operaciones financieras con el dinero procedente de accionistas y clientes.

por falta de disponibilidad o poca calidad de los mismos que permitan un correcto proceso de IPO con su respectiva valuación comparada o cualquier otra operación en el mercado de capitales. Por lo cual esto sirve de sustento y no hace más que demostrar la gran diferencia que existe entre los modelos teóricos planteados por los autores de finanzas corporativas de economías desarrolladas y la práctica de las empresas que operan en los países de economía emergente como la Argentina. A lo que no hay que dejar de mencionar la fuerte volatilidad que tienen las economías emergentes altera el concepto y medición del riesgo, elemento clave en el proceso de valuación de empresas.

Finalmente y luego de tener una estructura de capital que sirve de base para una posible inserción en el mercado capitales para las pymes (tema que se analizó en este trabajo), situación, que no solo impacta en la rentabilidad, sustentabilidad de las firmas sino en su expiación posterior. No hay que dejar de mencionar la importancia de la correcta administración del capital de trabajo (corto plazo) es un primer paso.

Por lo tanto las teorías de estructura de capital como así también las de asimetría de la información, como estrategias de fondeo que hemos mencionado, han explicado las decisiones de financiamiento tomadas por las empresas desde diferentes puntos de vista. Que toma en cuenta las evidencias y enfoques diferentes y, en ocasiones, contradictorios, y que buscan explicar en forma directa las decisiones tanto del emprendedor como el accionista de una empresa. Pero que muestran ciertas falencias a la hora de fundamentarse en una economía desarrollada.

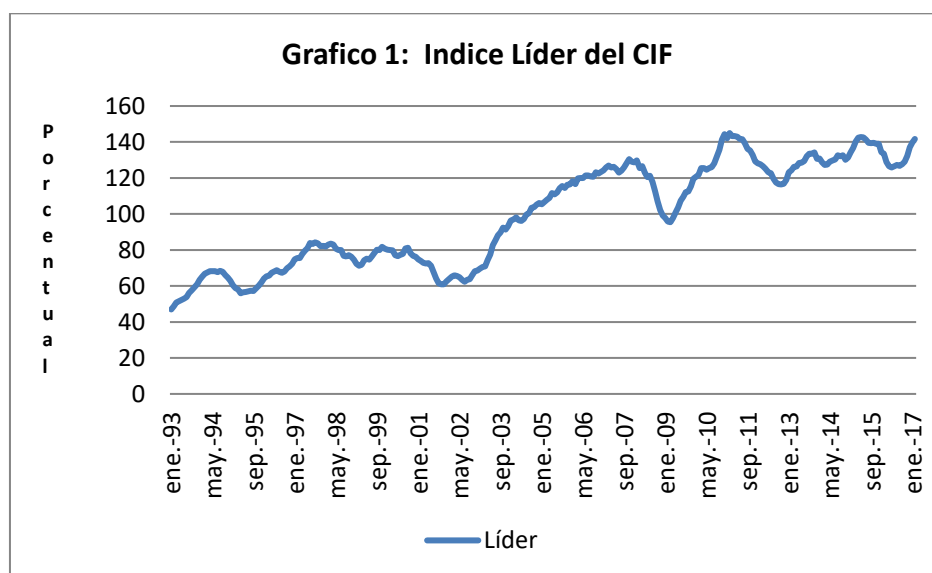
CAPÍTULO 2

SITUACIÓN COYUNTURAL EN ARGENTINA Y EL MUNDO

2.1. En la Argentina

En contextos como los actuales donde resulta preponderante la problemática de financiamiento para las pymes. Resulta necesario comprender algunos conceptos como son la tasa de crecimiento del PBI (elevada volatilidad), la evolución de la demanda interna como así también las expectativas sobre la marcha de la economía. Todo esto impacta sobre el nivel de crédito en la economía y el costo propiamente dicho.

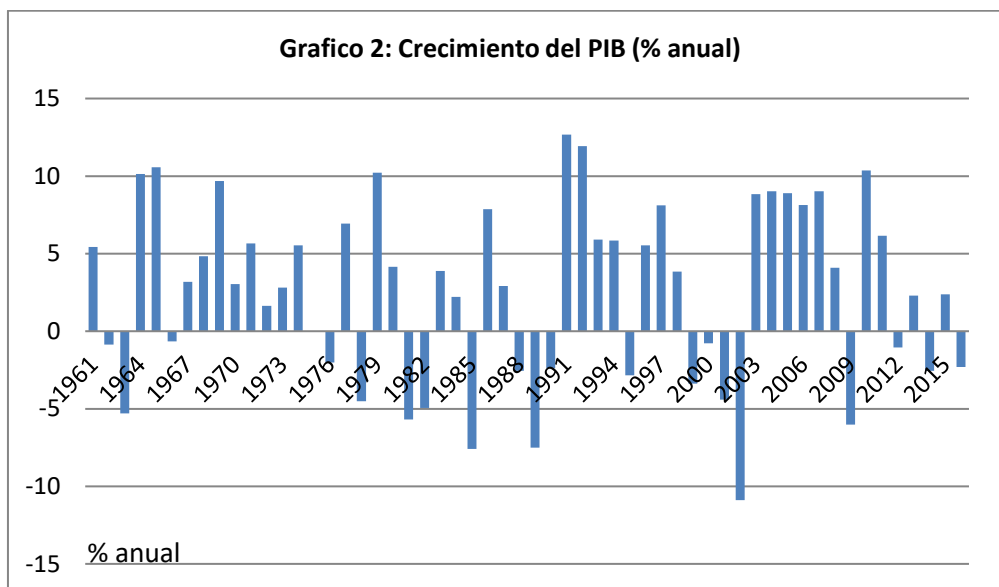
Si bien en el último tiempo los avances del sector bancario hacia las pymes son evidente tanto desde la banca privada como pública, esta última está estimulada por las políticas públicas de subsidio de tasa fundamentalmente. El camino por recorrer aun es largo y prueba de esto lo constituye el promedio de depósitos bancarios en el país que ronda el 21% PBI históricamente hecho que limita estructuralmente el crecimiento de las pymes. En el corto plazo un forma de revertir la nulo crecimiento que exhibe (ver gráfico 1) el segmento en los últimos años¹¹ podría ser potenciar los programas de subsidios de tasa y el estímulo al mercado de capitales.



(Índice Líder Elaborado por la CIF UTDT; Fecha Enero 2017)

¹¹ Se agudiza la crisis de las pymes; Diario Hoy de la Plata; Fecha: 30 de Enero de 2017

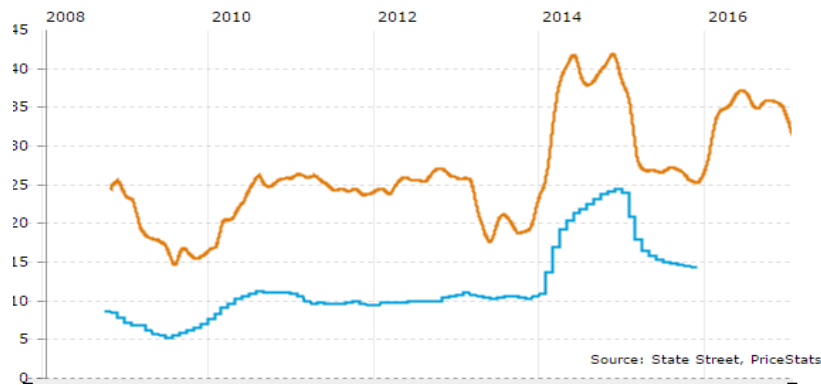
Sin dejar de mencionar que históricamente los la gran mayoría de los gobiernos de turno han ejercido una influencia relevante sobre el conjunto de la economía de Argentina teniendo un efecto negativo sobre el conjuntos de las empresas argentinas y sobre las condiciones del mercado donde podemos citar por ejemplo cambios en los costos laborales, elevados índices de inflación, las tasas de interés, la devaluación del peso, políticas tarifarias recesivas, controles de cambio, impuestos altamente distorsivos e inestabilidad social. Prueba de esto son los 17 registros históricos en el país desde 1961 con contracción de la economía (ver gráfico 2).



(De elaboración personal en base a estadísticas de Crecimiento del PIB (% anual) y Datos sobre las cuentas nacionales del Banco Mundial y archivos de datos sobre cuentas nacionales de Argentina de la OCDE.)

Producto del elevado índice de inflación y el nulo crecimiento de la economía en el último tiempo desde fines de 2011 y de forma más marcada hacia finales de 2015 y comienzo de 2016, se han establecido varios ajustes en la economía como, por ejemplo, el sinceramiento de las tarifas de servicios públicos, eliminando, para ciertos sectores de la sociedad, los subsidios que mantenían las tarifas bajas. Como así también una política monetaria más rígida sumado a una mayor apertura comercial. Debido a esto, Argentina podría experimentar en el futuro cercano una aceleración económica y lograr una disminución en los indicadores de la tasa de inflación (ver gráfico 3).

Grafico 3: Inflación Anual Argentina



Extraído del Site www.Inflacionverdadera.com; En todos los gráficos la línea azul es el dato oficial (INDEC), y la línea naranja es el índice de PriceStats. Los mismos corresponden a periodo diciembre 2007 a diciembre 2016.

Cambio de Gobierno

En el segundo semestre del año 2015, más precisamente el 25 de octubre se llevaron a cabo en el país elecciones generales, donde luego de una primera vuelta, el 22 de noviembre del mismo año en un balotaje entre los primeros dos candidatos a presidentes, saliendo electo por el Frente Cambiemos Mauricio Macri, él cual asumió la primera magistratura el 10 de diciembre del mismo año y desde ese momento ha anunciado un serie de reformas políticas y económicas entre las que podemos mencionar además de las del párrafo anterior:

- Reformas en el INDEC¹². El 8 de enero de 2016, sobre la base de la determinación de que el INDEC había dejado de producir información estadística confiable, particularmente respecto del índice de precios al consumidor (“IPC”)¹³, el Producto Bruto Interno (“PBI”), los datos sobre pobreza y comercio exterior¹⁴.
- Modificación en las operaciones cambiarias. Asimismo, el gobierno anunció determinadas reformas vinculadas con el mercado de cambios con el objetivo de proporcionar mayor flexibilidad y facilitar el acceso al mercado de cambios.
- Reformas en las operaciones de comercio exterior. El gobierno nacional procedió a la eliminación de las retenciones a las exportaciones para el trigo, el maíz, la carne y

¹² El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) es un organismo público, de carácter técnico, que unifica la orientación y ejerce la dirección superior de todas las actividades estadísticas oficiales que se realizan en el territorio de la República Argentina.

¹³ El índice de precios al consumidor (IPC) mide la evolución del costo promedio de una canasta de bienes y servicios representativa del consumo final de los hogares, expresado en relación con un período base.

¹⁴ Reforma en el Indec: llegan directores a áreas clave; Fecha: 13 de enero de 2016. Diario La Nación:

productos regionales, y las redujo a un 5% a hasta el 30% en el caso de la soja. también se eliminaron las retenciones del 5% a la mayoría de las exportaciones industriales¹⁵. Con respecto al pago de las deudas por importaciones de bienes y servicios al exterior, no hay restricciones cuantitativas vigentes.

- Renegociación de la deuda, rápidamente el nuevo gobierno se sentó a negociar con los bonistas que no aceptaron el canje y a fines del mes de abril de 2016 el gobierno emitió deuda por un total de \$16 mil millones que se utilizaron para el pago parcial con estos bonistas que aceptaron un acuerdo¹⁶.

2.2.Coyuntura Global

En junio de 2016 se realizó en Reino Unido un referéndum que consultaba sobre la salida de la Unión Europea del Reino Unido con la victoria de SÍ¹⁷ con el 52% de los votos frente al 48% por el NO, que produjo el desplome generalizado de los mercados en todo el mundo además de la caída de la Libra y el Euro. Para lograr su salida de la UE (Unión Europea) tiene que solicitar la modificación del artículo 50 del Tratado de Lisboa, que requiere de dos años para acordar los términos de la división. Theresa May, Primer Ministra ha dicho que tiene la intención de desencadenar este proceso a finales de marzo de 2017, es decir, se espera que el Reino Unido haya dejado para el verano de 2019 la UE, según el calendario acordado durante las negociaciones. En este escenario, no hay posibilidades de aseverar cuáles serán las consecuencias, aunque algunos analista estimas que los niveles de liquidez globales¹⁸ sería los primeros en resentirse lo que afectaría negativamente al sistema financiero en su conjunto como así también al argentino producto de la mayor apertura financiera. Esto podría repercutir en la oferta de préstamos para parte de los bancos.

En el mes de agosto, Brasil el principal socio comercial de Argentina, inmerso en una grave crisis política género la destitución de su Presidenta la Sra. Dilma Rousseff determinada por el Senado de ese país¹⁹. Fue reemplazada por el Sr. Michel Temer que hasta ese momento había

¹⁵ Eliminarán las retenciones al maíz, el trigo y la carne y bajarán las de la soja un 5%; Fecha: 28 de noviembre 2015.Site Infobae

¹⁶ El Gobierno les pagó US\$ 9300 millones a los fondos buitres y dejó atrás el default; Fecha: 23 de abril de 2016; Diario La Nación

¹⁷ Estos son los resultados del Brexit; Fecha: 24 de junio de 2016; Diario el Mundo;

¹⁸ Brexit: All you need to know about the UK leaving the EU; Fecha: 12 de diciembre de 2016.; Site BBC News

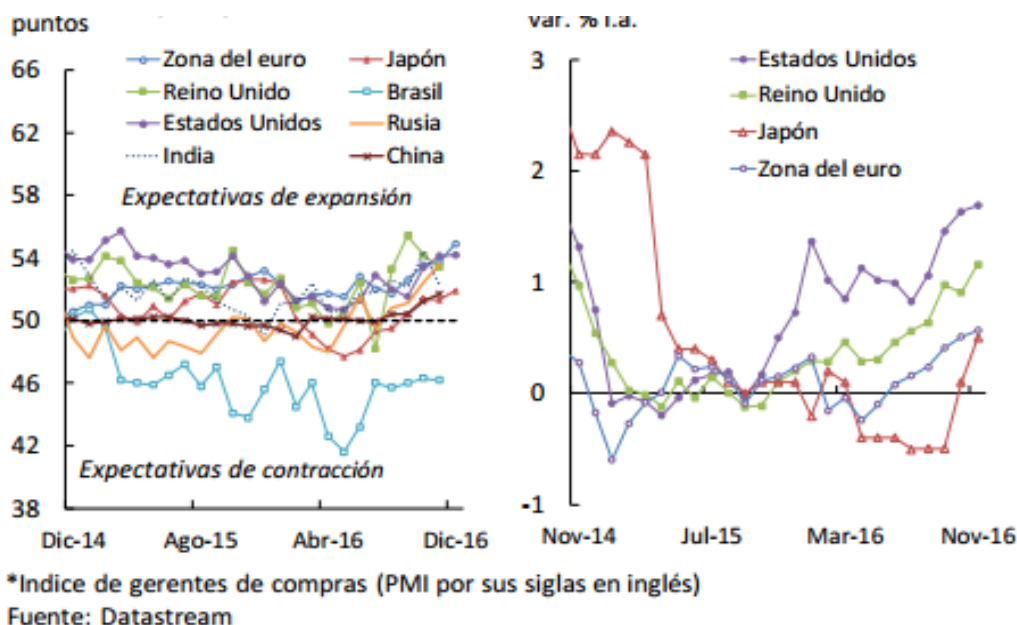
¹⁹ Dilma Rousseff, destituida definitivamente por el Senado de Brasil; Fecha: 1 de Septiembre de 2016; Fuente: Site Diario El País;

ejercido el cargo de vicepresidente, él cual viene realizando una serie de reformas que intentan devolverle dinamismo a la alicaída economía brasileña.

En noviembre se produjo las elecciones en Estados Unidos donde se alzó con el triunfo el candidato del partido republicano Donald Trump²⁰, a pesar de la fuerte campañas en su contra y fuertes declaraciones públicas. El 19 de diciembre fue confirmado por el colegio electoral de ese país convirtiéndose en el nuevo presidente²¹.

En cuanto al desempeño de la economía de los principales países del planeta, los indicadores mostraron datos prometedores en cuanto a la actividad industrial y de manufacturas (Ver gráfico 4 y 5). Por otro lado, la evolución positiva del precio del petróleo colaboró en colocar las tasa de inflación dentro de las metas fijadas por las autoridades monetaria de los respectivos países, lo que permitiría en el primer trimestre de 2017 contar con mayor margen de maniobra en sus políticas monetarias. Todos estos interrogantes generan incertidumbre en las pymes y estas por su rol a su vez afectan a la economía en su conjunto productos de la generación de expectativas futuras.

Grafico 4 y 5: PMI* Manufactureros en las Principales economías e Inflación en economías avanzadas



²⁰ Donald Trump logró ganar el voto en el sistema del colegio electoral: 290 contra 232 (se necesitan 270 votos para ganar). Pero perdió el voto popular con el 48,03% (62.523.126) de los sufragios por parte de Hillary Clinton, contra 47,01% (61.201.031) de Donald Trump.

²¹ Trump ya no tiene vuelta atrás; Fecha: 20 de diciembre de 2016; Fuente: Diario La Vanguardia

CAPÍTULO 3

EL ROL DE LAS PYMES

En Argentina, las pymes²² requieren una consideración especial ya que no representa el modelo de escala de una gran compañía o contar con las posibilidades de financiamiento de una economía desarrollada. Pero frente a esto su mayor aporte para la economía radica en su capacidad de innovación, flexibilidad y adaptación. Las mismas representan en sí un amplio universo de empresas que se engloban desde las unipersonales hasta las medianas. Que a su vez tiene presencia en casi todos los sectores de la economía como son servicios, industria, agro y comercio por nombrar las principales.

Realizando una definición teórica encontramos que Jacques, Cisneros y Mejía (2011) y Méndez (1996), indican que las características generales de las pymes son: un sociedad establecida por una o más personas quienes aportan el capital; con una administración empírica en muchos casos, debido al capital cultural del empresario; el dueño realiza las funciones de “hombre orquesta”; generalmente el mercado que atienden es local; su crecimiento se basa principalmente en la reinversión de utilidades; y tienen ventajas fiscales al ser causantes menores.

Del párrafo anterior se desprende que la aparición de pymes funcionan como unidades productivas que sirven por un lado según R. Coase (1937) en las compañías ya existentes con problemas de eficiencia y en segundo lugar a M. Aoki (1986) que habla de que la empresas representa la oportunidad para obtener rentas propias que luego serán distribuidas entre los diferentes actores que la componen como ser trabajadores, accionistas y administradores e incentiva a su creación. Las dos visiones muestran a las pymes como un objeto distante y poco relacionado con el mercado.

²² La definición del término PYME suele variar de un país a otro y, a menudo, se basa en el número de trabajadores, el volumen de negocios anual o el valor de los activos de la empresa. Por lo general, se entiende por microempresa toda empresa que ocupa hasta diez trabajadores; las pequeñas empresas son aquellas que tienen entre 10 y 100 trabajadores y las medianas, aquellas que cuentan con una plantilla de entre 100 y 250 trabajadores. Salvo que se especifique lo contrario, en el presente informe se entiende por PYME toda empresa que ocupa a menos de 250 trabajadores. Aquí se incluyen todo tipo de empresas, con independencia de su personalidad jurídica (empresas familiares, empresas unipersonales o cooperativas) o de que pertenezcan a la economía formal o informal.

Continuando con Coase (1937), que indica que las pymes son un estructura que permite administrar de forma más eficiente y directa recursos, que se adapta más fácilmente a los sistemas de precio del mercado, optimizando sus costes de operación y transacción. Para Aoki (1988), la empresa posibilita la obtención de una renta y su reparto se produce mediante un sistema de acuerdos entre los diferentes actores de la propia empresa que no siguen un sistema único sino que negocian.

En cuanto a las clasificaciones y ordenamientos no son del todo absolutas y por tal motivo existen diversos indicadores como el número total de personal empleado, el volumen de facturación, cantidad de activos o patrimonio neto. Estos son algunos de los indicadores que se utilizan con más asiduidad para diferenciar entre lo que se define como una pymes y una gran empresa, que luego serán desarrollado más ampliamente a lo largo del capítulo.

En el plano internacionalmente la clasificación varía según la institución u organización que se observe, en el caso del Banco Mundial²³ la realiza por número de empleados y parte desde las microempresas donde se emplean a menos de 10 personas, seguido por pequeñas y medianas que abarcan desde las 10 a los 300 empleados. Para el caso de la Unión Europea su clasificación para pymes son aquella que emplean desde 10 hasta 240 personas. Estos son solo dos de las muchas clasificaciones que se pueden encontrar. En los Estados Unidos se considera al segmento pymes como “Small Business²⁴” cuando emplean hasta 500 personas. En el caso de Japón limitan el segmento pymes hasta los 300 empleados²⁵. Finalmente en los países en vías de desarrollo o subdesarrollados generalmente la clasificación no supera las 200 personas empleadas.

²³ Banco Mundial (en inglés: World Bank) es una organización internacional especializada en finanzas que depende las Naciones Unidas. Se define como una fuente de asistencia financiera y técnica para los llamados países en desarrollo. Su propósito declarado es reducir la pobreza mediante préstamos de bajo interés, créditos sin intereses a nivel bancario y apoyos económicos a las naciones en desarrollo. Está integrado por 189 países miembros. Fue creado en 1944 como parte del Acuerdo de Bretton Woods.

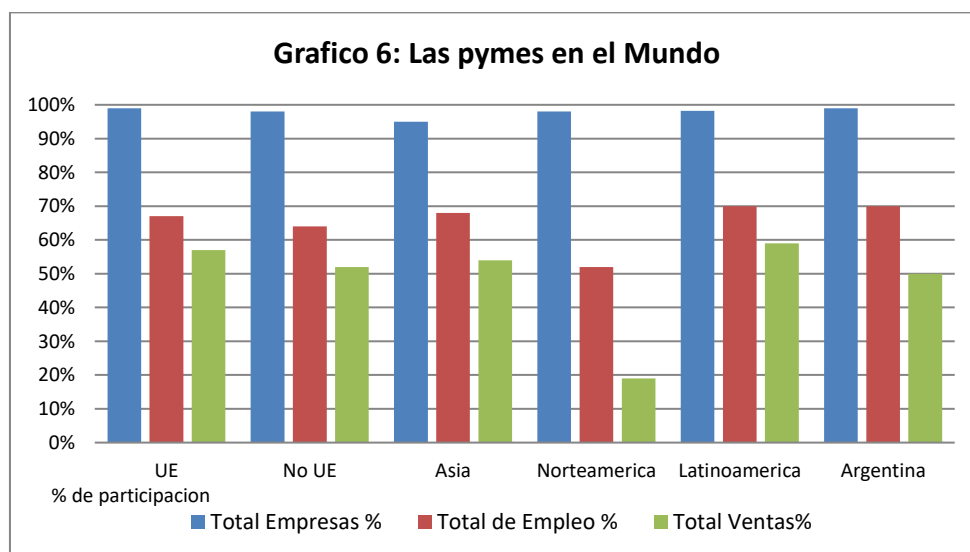
²⁴ Departamento de Comercio de los EEUU; Small Business Administration;

²⁵ Asia-Pacific Economic Cooperation www.apec.org

Para los distintos organismos internacionales la clasificación es la siguiente:

	OCDE	CEPAL	INSEE	CE		
Tamaño	Empleados	Empleados	Empleados	Empleados	Ventas	Activo
Microempresa	0-19	1-4	1-49	1-9	Hasta 2 mill €	Hasta 2 mill €
Pequeña	20-99	5-49	50-250	10-49	Hasta 10 mill €	Hasta 10 mill €
Mediana	100-499	50-250	250 - 1000	50 - 249	Hasta 50 mill €	Hasta 43 mill ²⁶

Como se observa en el gráfico siguiente (Ver gráfico 6) sobre la incidencia de las pymes en las economías en el mundo existe un fuerte porcentaje de participación de las mismas tanto en el número, donde en promedio superan el 95% de la participación total en las principales regiones del planeta y el guarismo también se repite en el país. En el caso del empleo la incidencia alcanza el 65% en promedio donde acá es importante resaltar que además de las grandes empresa como empleador existen los estados por lo cual el porcentaje sobre el total resulta menor y finalmente en las ventas tiene una participación del 49% pero resalta la baja incidencia que alcanzar en Norteamérica alcanza el solo el 19% esto se explica en parte por la gran cantidad de grandes empresas (donde según una publicación de la revista Forbes las 2000 más importante acaparan el 67,5% de las ventas totales).²⁷ La OCDE ofrece datos muy similares al conjunto de sus 29 países miembros: el 96% del total de empresas son pymes y sostenían entre el 60% y el 70% del empleo total en el año 2010. Como así también el Banco Mundial.



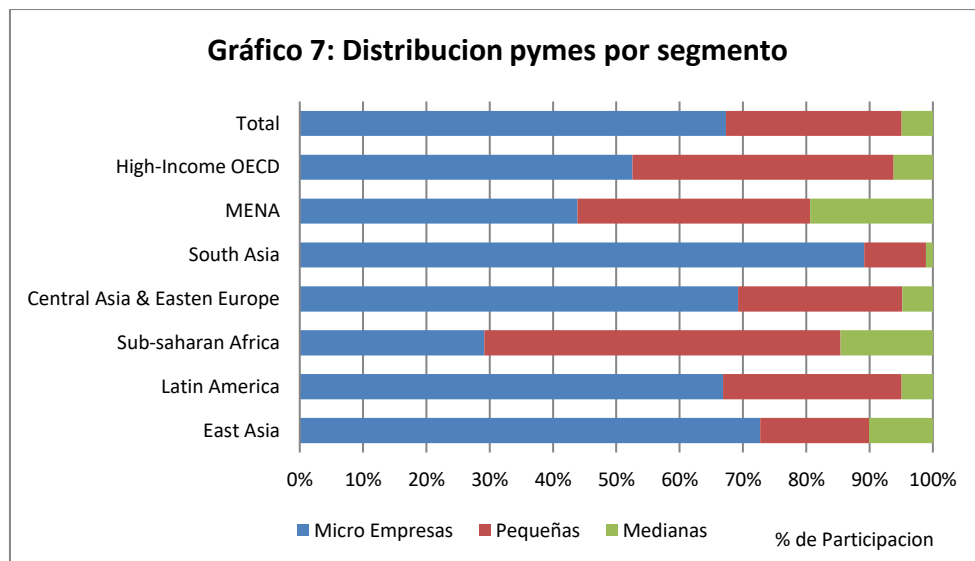
²⁶ Saavedra y Hernández (2008)

²⁷ De elaboración personal en base a CFI: Scaling-up SME access to financial services in the developing world (Washington, D.C., 2010).

(De elaboración personal en base a CFI: Scaling-up SME access to financial services in the developing world (Washington, D.C., 2010).)

3.1. Informalidad

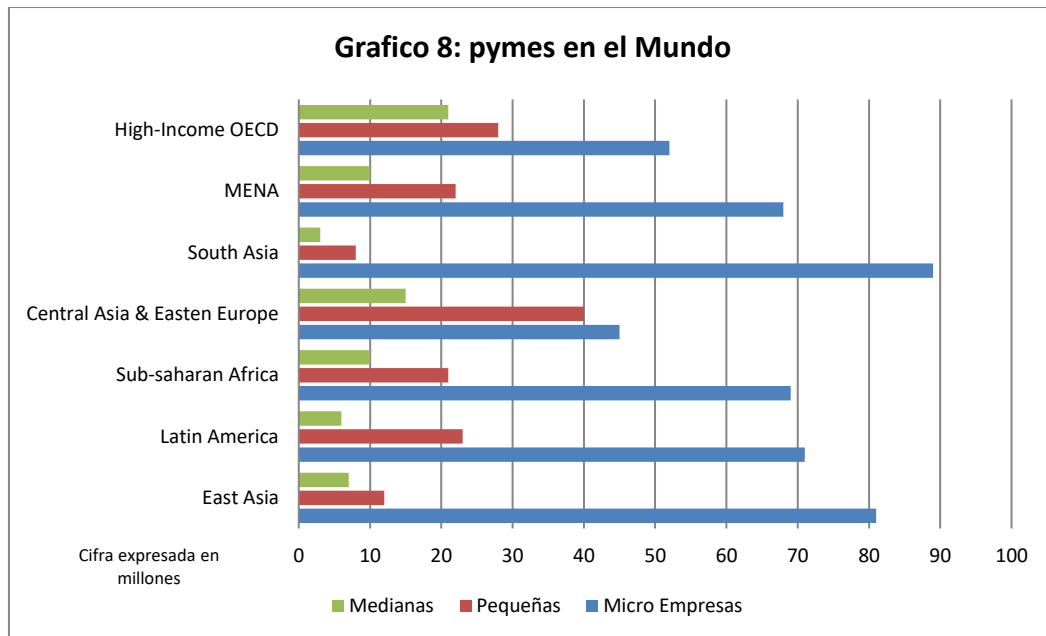
La elevada informalidad, es una característica mostrada en el informe del año 2010²⁸ del IFC²⁹ donde alrededor del mundo se observan altos índices de informalidad, se estima que hay entre 420 y 510 millones de pymes en todo el mundo, de las cuales el 9 por ciento son pymes formales (típicamente empresas registradas de 5 a 250 empleados) y entre el 80% y 95% por ciento se encuentra en mercados emergentes (ver gráfico 7 y 8). Por lo cual resulta un importante desafío generar mecanismo que posibiliten la inclusión en el sistema de financiamiento formal a estas compañías.



(Extraído del informe CFI Scaling-up SME access to financial services in the developing world (Washington, D.C., 2010). Pag 10)

²⁸Extraído del informe CFI Scaling-up SME access to financial services in the developing world (Washington, D.C., 2010). Pag 10.

²⁹ La Corporación Financiera Internacional (CFI o sus siglas en ingles IFC International Finance Corporation) es una institución mundial creada en 1956 y perteneciente al Banco Mundial. Cuenta con 184 países miembros en todo el mundo. Tiene su sede principal en, Washington D.C., en los Estados Unidos. Está encargada de promover el desarrollo económico de los países a través del sector privado. Los socios comerciales invierten capital por medio de empresas privadas en los países en desarrollo. Dentro de sus funciones se encuentra el otorgar préstamos a largo plazo, así como dar garantías y servicios de gestión de riesgos para sus clientes e inversionistas.



(Extraído del informe CFI Scaling-up SME access to financial services in the developing world (Washington, D.C., 2010). Pag 10.)

3.2. Clasificación en Argentina

En el caso de Argentina la clasificación mayormente utilizada es la definida por la resolución 11/2016 18/03³⁰ del Ministerio de Producción de la Nación. Donde realiza la clasificación mediante monto de facturación dividida según el sector.

Sector/Categoría ³¹	Agropecuario	Ind. y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Micro	\$2.000.000	\$7.500.000	\$9.000.000	\$2.500.000	\$3.500.000
Pequeña	\$13.000.000	\$45.500.000	\$55.000.000	\$15.000.000	\$22.500.000
Mediana – Tramo 1	\$100.000.000	\$360.000.000	\$450.000.000	\$125.000.000	\$180.000.000
Mediana – Tramo 2	\$160.000.000	\$540.000.000	\$650.000.000	\$180.000.000	\$270.000.000

Aunque también esta los criterios definidos por la Ley 24.467 que establece en lo que se denomina como “Estatutó Pymes” marca en su Art. 2 la definición de pymes de la siguiente manera “Encomiéndase a la autoridad de aplicación definir las características de las empresas que serán consideradas PYMES, teniendo en cuenta las peculiaridades de cada región del país, y los diversos sectores de la economía en que se desempeñan sin perjuicio de lo dispuesto en

³⁰Ministerio de Producción de la Nación; Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa; Resolución; Resolución 11/2016; Sites: <http://www.produccion.gob.ar/clasificacion-pyme-2>

³¹ Se entenderá por ventas totales anuales, el valor de las ventas que surja del promedios de los últimos tres (3) Estados Contables o información contable equivalente adecuadamente documentada excluidos el Impuesto al Valor Agregado, el Impuesto Interno que pudiera corresponder, y deducido hasta el cincuenta por ciento (50%) del valor de las Exportaciones que surja de dicha documentación.

el artículo 83.” Esto sin afectar lo mencionado en el Art. 3 “Institúyese un régimen de bonificación de tasas de interés para las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas, tendiente a disminuir el costo del crédito. El monto de dicha bonificación será establecido en la respectiva reglamentación. Se favorecerá con una bonificación especial a las MiPyMES nuevas o en funcionamiento localizadas en los ámbitos geográficos que reúnan alguna de las siguientes características: a) Regiones en las que se registren tasas de desempleo superiores a la media nacional; b) Las provincias del norte argentino comprendidas dentro del Plan Belgrano; c) Regiones en las que se registren niveles de Producto Bruto Geográfico (PBG) por debajo de la media nacional. (Artículo sustituido por art. 42 de la Ley N° 27.264 B.O. 1/8/2016.)”. Sin afectar lo dispuesto por el Ministerio de Trabajo de la Nación.

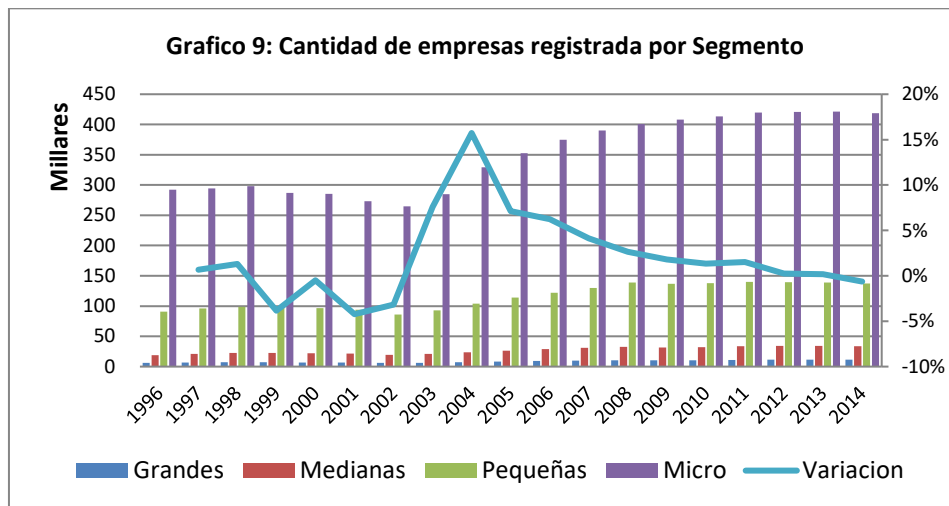
Así, en el Art. 83 se menciona “El contrato de trabajo y las relaciones laborales en la pequeña empresa (P.E.) se regularán por el régimen especial de la presente ley. A los efectos de este Capítulo, pequeña empresa es aquella que reúna las dos condiciones siguientes: a) Su plantel no supere los cuarenta (40) trabajadores. b) Tengan una facturación anual inferior a la cantidad que para cada actividad o sector fije la Comisión Especial de Seguimiento del artículo 104 de esta ley. Para las empresas que a la fecha de vigencia de esta ley vinieran funcionando, el cómputo de trabajadores se realizará sobre el plantel existente al 1° de enero de 1995. La negociación colectiva de ámbito superior al de empresa podrá modificar la condición referida al número de trabajadores definida en el segundo párrafo punto a) de este artículo. Las pequeñas empresas que superen alguna o ambas condiciones anteriores podrán permanecer en el régimen especial de esta ley por un plazo de tres (3) años siempre y cuando no dupliquen el plantel o la facturación indicados en el párrafo segundo de este artículo”. Todo esto en definitiva indica que lo que va a determinar si una compañía es o no pymes son su cantidad de empleado y monto de facturación.

Ahora bien cuando observamos en número de pymes en Argentina sobre el total de empresas registrada el número asombra por la participación de las misma sobre el total, representan el 99% de las misma y generan el 70% del empleo formal en el país lo que se traduce en 4,2 millones de personas, representa el 50% de las ventas y más del 30% del valor agregado del país³² (Ver gráfico 9 y 10). A estas cifras le podemos sumar el hecho que presentas una fuerte

³² Las pymes, entre la nueva ley y los viejos desafíos; Fecha: 25 de diciembre de 2016. Diario La Nación;

capacidad de adaptación a fluctuaciones económicas³³, como así también cambios tecnológicos y una fuerte capacidad de innovación. Son también indispensables como red de proveedores o clientes de las grandes empresas en negocios de tipo B2B³⁴.

Entre las ventajas que podemos mencionar en nuestra opinión, es la rápida capacidad de adquisición de información y conocimiento producto de nuevas redes de conocimiento tanto reales como virtuales (clúster³⁵, asociaciones, etc.). Que puede ser utilizado tanto por individuos como por una pequeña empresa evitando así el desarrollo de grandes estructuras con el costo que implica no contar con economías de escala. A lo que se agrega que resultan más productivas en la adquisición de nuevas tecnología en estructuras más pequeñas obteniendo mejores resultados económicos.

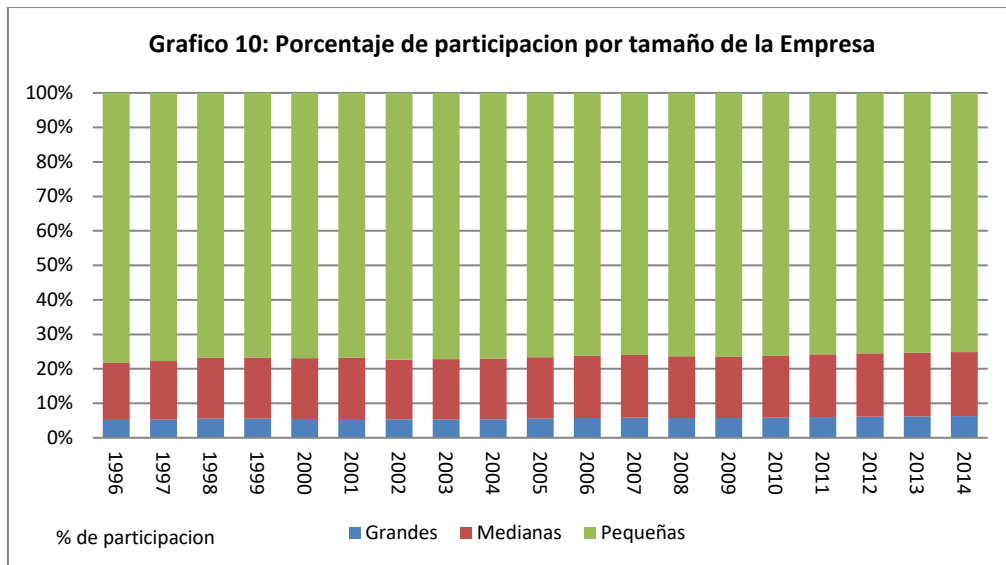


(De elaboración personal en base a datos del Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial, MTEySS en base a SIPA.)

³³ Dato recogido del Informe Anual 2014 Observatorio pymes

³⁴ Business to business (**B2B**): negocio entre empresas. **B2B** es un acrónimo con el que nos referimos a aquellos modelos de negocio en los que las transacciones de bienes o la prestación de servicios se producen entre dos empresas

³⁵ Grupo de empresas interrelacionadas que trabajan en un mismo sector pudiéndose observar en el mundo gran variedad de clústeres en industrias como la automotriz, tecnologías de la información, turismo, servicios de negocios, minería, petróleo y gas, productos agrícolas, transporte, productos manufactureros y logística, entre otros y que colaboran estratégicamente para obtener beneficios comunes.



(De elaboración personal en base a datos del Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial, MTEySS en base a SIPA.)

En cuanto a la capacidad de desarrollarse las pymes muestra un ciclo de vida acotado, prueba de esto es que solo el 40% de las mismas alcanza los 10 años³⁶. Estos son guarismos contundentes y se repiten también en gran parte del mundo, donde casi el 75% de las pymes no alcanza los veinticuatro meses de vida y solo el 20% alcanza el quinto año y menos del 5% sobreviven a los 10 años. Según un nota publicada en la revista mercado *“La gran mayoría de las que pasan del segundo año de vida, se mantienen en un estado de “supervivencia”, estancadas en un ciclo de poco o nulo crecimiento y poca rentabilidad”*³⁷. Esto se enmarca dentro de los conceptos impartidos por Schumpeter donde *“un conjunto de ideas de una o más personas concluyen en la creación de un futuro empresario y el nacimiento de una empresa”*³⁸. De esta forma, las empresas marcan su ciclo de vida por la dinámica propia del sector de la actividad en la que participa y la innovación en sus productos.

En detrimento de su importancia, las pymes también muestra un matiz negativa y están lejos del ideal de organización, muchas de ella presenta por lo general una administración no profesional, donde el propio dueño opera y dirige, sumando a la baja especialización tanto en los aspectos productivos como administrativos, empleando excesivo niveles de mano de obra

³⁶ Informe Anual 2014 Observatorio pymes.

³⁷ Revista Mercado; 4 razones por las que las Pyme no sobreviven; Fecha: 6 de mayo de 2016

³⁸ Brenta, Noemi (2009)

en detrimento de capital, baja integración tecnológica y lo principal, limitados recursos financieros donde el capital es aportado principalmente por el propietario y/o accionista.

En relación con sus niveles de rentabilidad, las que lograron adquirir un perfil profesional muestran en comparación con grandes empresas o corporación, mejores indicadores de eficiencia de su capital empleado y un mayor nivel de transformación de producto. Como consecuencia, sus niveles de ROS³⁹ en promedio son mayores en comparación a las grandes empresas. Aunque cabe mencionar que las pymes están sujetas también a mayores costos de personal y una mayor necesidad de capital de trabajo por su menor capacidad de negociación. Finalmente han logrado optimizar su rentabilidad, especializándose en tipo de producto y servicios que estimulen la alta rotación de capital.

3.3. Información Contable

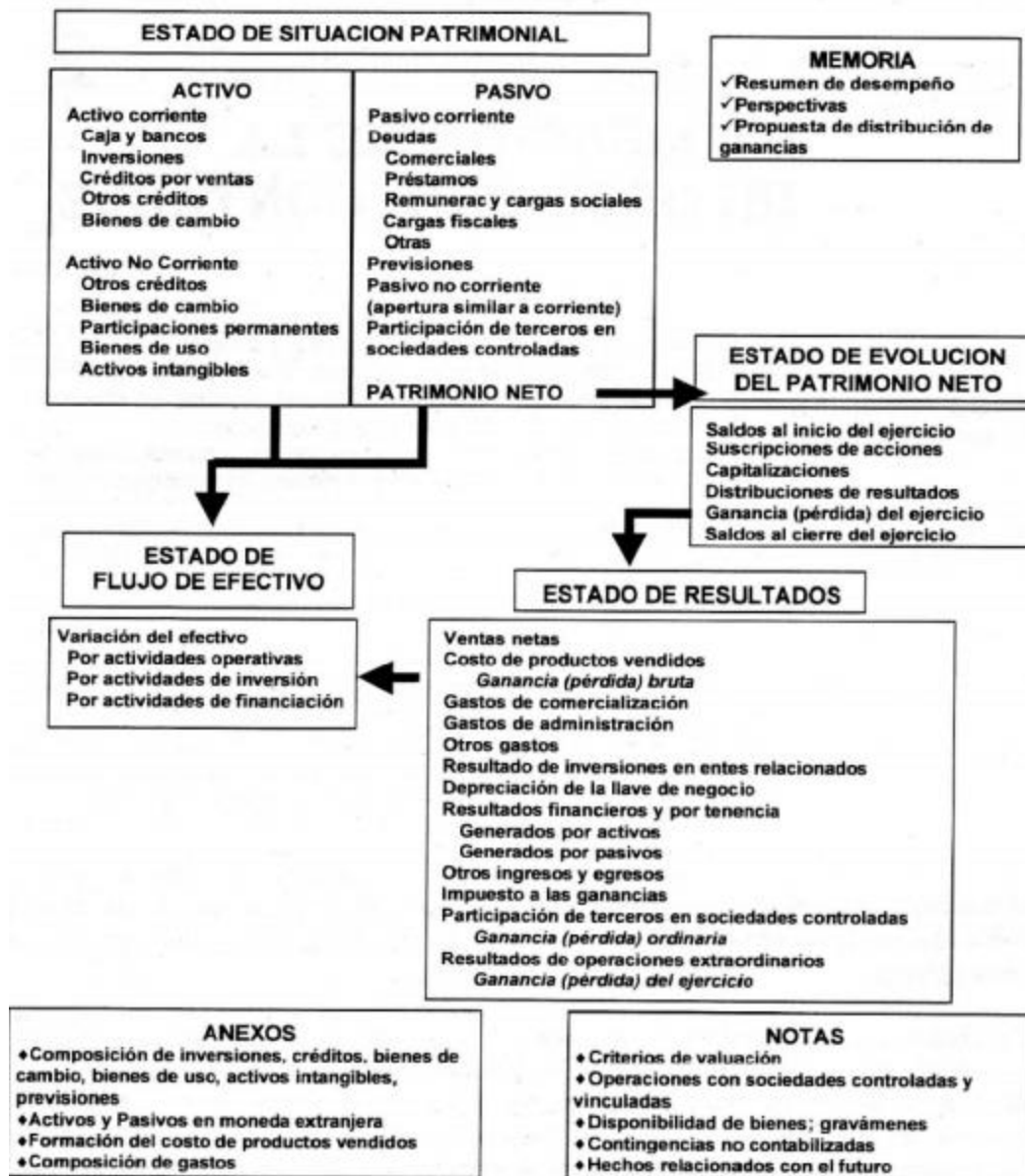
Este un punto fundamental en cualquier análisis que queramos realizar sobre una empresa y más precisamente en este trabajo sobre una pymes. La información contable nos va a permitir realizar un análisis financiero integral y profundo ya que arroja de forma estandarizada los resultados económicos y financieros de la pymes.

Los estados contable brinda información en forma resumida de la empresa a un determinado momento mediante sus registro contables y son expresando mediante cifras. También permite entender el flujo de efectivo de la compañía en cada periodo o ciclo. El estado de resultado⁴⁰ por otra parte muestra en forma de resumida como se vieron modificado el activo y pasivo producto de los ingresos y egresos.

³⁹Procedente del inglés return on sales (ROS). En castellano hablamos de la rentabilidad de las ventas. También se le conoce como índice de productividad. La ROS es una ratio que resulta de dividir la utilidad neta después de impuestos por las ventas netas de la empresa (después de devoluciones y descuentos). La ROS indica el rendimiento de dichas ventas.

⁴⁰ El estado de resultados, estado de rendimiento económico o estado de pérdidas y ganancias, es un estado financiero que muestra ordenada y detalladamente la forma de cómo se obtuvo el resultado del ejercicio durante un periodo determinado. El estado financiero es cerrado, ya que abarca un período durante el cual deben identificarse perfectamente los costos y gastos que dieron origen al ingreso del mismo. Por lo tanto debe aplicarse perfectamente al principio del periodo contable para que la información que presenta sea útil y confiable para la toma de decisiones. Es un documento de obligada creación por parte de las empresas, junto con la memoria y el balance. Consiste en desglosar los gastos e ingresos en distintas categorías y obtener el resultado antes y después de impuestos.

Esquema de Estado de Situación Patrimonial



Fornero Ricardo. Análisis Financiero de la Información Contable. Pág. 22

3.4. Estrategia de fondeo

Un informe emitido por el Observatorio PyMe que muestra que hay un alto porcentaje de pymes de los varios sectores de la economía de Argentina que informan que cuenta con proyectos que se encuentran es un estadio temprano o detenidos producto de la falta de financiamiento. Prueba de esto es el hecho que más del 60% de las pymes de sector industrial financia sus proyectos con capital propio o aportes de sus accionistas sin procurar contar con financiamiento desde el sector financiero. Por su parte, los bancos expresan que este segmento de mercado es considerado como de riesgo elevado, donde en promedio se rechaza entre el 15 al 20% de las carpetas presentadas según estimaciones realizadas por la misma fundación.

Desde el sector pymes aducen que se le solicitan altos requisitos de ingresos seguido por elevadas tasas como plazos menores a los requeridos. Con el fundamento por parte de las entidades financieras que hay asimetría de información y como baja calidad de garantías.

En caso de la deuda, lo desarrollare más extensamente en capítulo siguiente. Para este tipo de empresas se observa mayores niveles de capital de trabajo en la mayoría de los casos. Lo que implica un aumento del riesgo, que a su vez trae aparejado una mayor requerimiento de garantía que se ve signado por la falta o falla de información.

3.5. El problema de Ciclo de Caja y Capital de Trabajo

Si bien cada sector tiene sus propias particularidades en cuanto a estrategia empresarial, como ser estacionalidad o no, oferta de proveedores de proveedores, niveles de demanda, requerimientos tecnológicos o finalmente las características propia de la actividad. Lo que hace variar el tipo de necesidades financieras de corto plazo. Por estos motivos mencionados la elección de una estructura de inversiones y financiamiento adecuada permitirá lograr la maximización del valor de compañía y evitar de su desaparición y mantener por largo periodos ciclos en estado de no crecimiento. Según un informe del Observatorio pymes casi el 80% de las pymes en país se ven imposibilitadas o acotan su campo de acción por no contar con el manejo adecuado o no contar con las herramientas financieras que le permitan gestionarlo. Por lo cual un correcto manejo del ciclo de caja y su capital de trabajo⁴¹ es de vital importancia en el ciclo de vida de cualquier empresa. Por lo cual se requiere no solo contar con personal que comprenda el ciclo del negocio sino también estrategias de financiamiento.

⁴¹ Capital de Trabajo es a la parte del activo circulante que es financiada con recursos de carácter permanente. Lo considera como aquellos recursos que requiere la empresa para poder operar.

Figura 1: Ciclo de Caja



(Tomado de Idory, A. J. (s.f.). finanzas . Recuperado el 2013 de 03 de 12, de artículo ciclo de conversión de efectivo: [http://finanzas-sca.wikispaces.com/ciclo+de+conversi% c3% 93n+de+efectivo.](http://finanzas-sca.wikispaces.com/ciclo+de+conversi%c3%93n+de+efectivo.))

3.6. Principales Dificultades

Son muchas las publicaciones que detallan las dificultades constantes que presentan las pymes que limitan su crecimiento y hasta originar su disolución. El trabajo realizado por la Fundación FIEL entre el año 2003 y 2004 detallo y engloba los principales obstáculos eran⁴²:

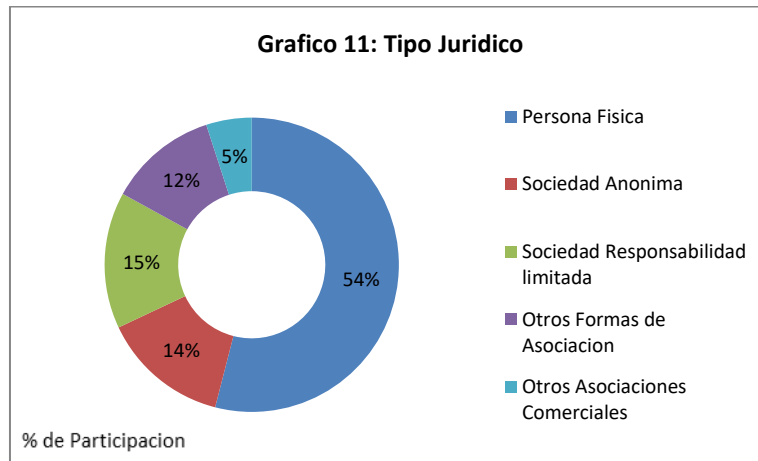
- Fuerte presión impositiva con reglas poco claras.
- Baja calidad de las políticas públicas.
- Pobre red de transporte y logística.
- Baja oferta de préstamos.
- Sistema Político demasiado volátil.
- Políticas altamente discrecionales y sin visión de largo plazo.
- Alto costo y elevada litigiosidad en temas judiciales.

3.7. Estructura Jurídicas

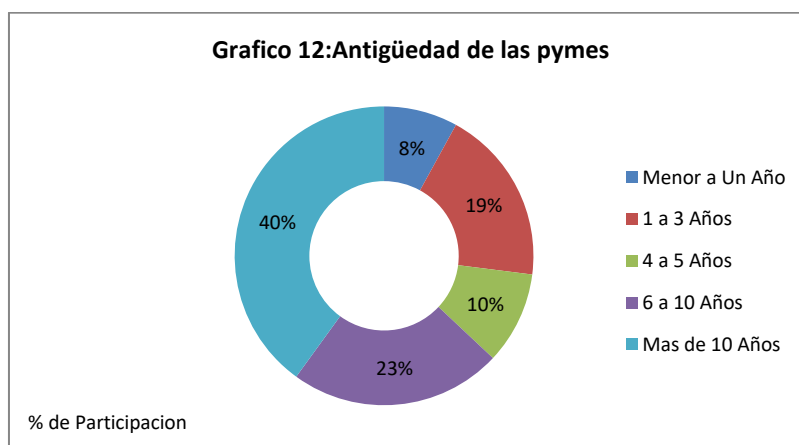
En cuanto al tipo de estructura jurídica elegida por la emprendedores el 54% según datos del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social de Argentina eligen una estructura de monotributo o

⁴² Cristini M y Bermúdez G (2004)

autónomo, seguido por persona jurídicas en forma de S.R.L.⁴³ un 15% y S.A.⁴⁴ un 14% (ver gráfico 11). Esto está relacionado con los niveles de incertidumbre y las expectativas de vida mencionadas anterior. Es importante recordar que en el mes de noviembre de 2016 se promulgó la ley 27.290 que permite la creación y flexibilización de la sociedad anónima unipersonal. Esta ley permite a la persona física asignar un porcentaje de su patrimonio a un proyecto productivo limitando su responsabilidad.



(De elaboración personal en base a datos del Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial, MTEySS en base a SIPA.)



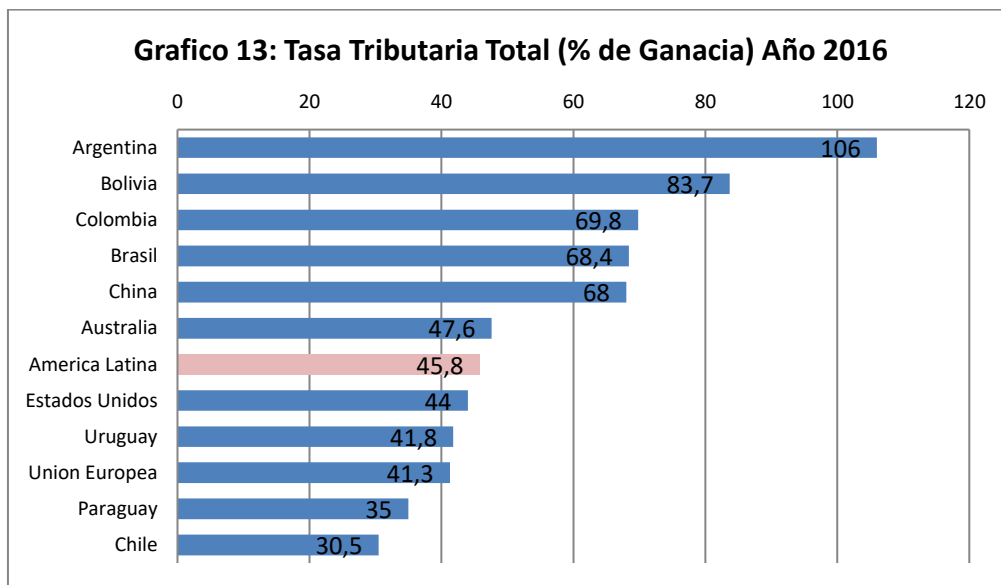
(De elaboración personal en base a datos del Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial, MTEySS en base a SIPA.)

⁴³ Una empresa SRL (sociedad de responsabilidad limitada), es aquella sociedad mercantil conformada por dos o más socios, y en donde la responsabilidad se encuentra limitada al capital aportado, es decir que si la empresa llegase a contraer deudas, los socios no responderán con su patrimonio personal. Y en donde el capital social se encuentra dividido en participaciones sociales indivisibles y acumulables.

⁴⁴ Una sociedad anónima es una entidad jurídica cuya existencia se distingue de la de su propietario. Sus titulares participan del capital social mediante acciones que les confieren derechos económicos y políticos. Las acciones se diferencian entre sí según las potestades que confieren o por su valor nominal.

3.7. Sistema Tributario Argentino

Para las pymes el sistema impositivo en Argentina presenta un enorme desafío no solo por el nivel de presión tributaria (es de las más elevadas de la región y el mundo). La presión en Argentina representa casi 2,5 veces la de la Unión Europea y 3,5 veces la de Chile (ver gráfico 13). Ahora bien frente a estos datos solo, el 25,8% de las pequeñas empresas y el 12,5% de las medianas reconocen a la administración impositiva como obstáculo. Recientemente el Ministro de Hacienda Argentino Nicolás Dujovne denominó esta situación como el “*Costo Argentino*” y solicitó la constitución de una comisión que analice una reforma integral del sistema tributario tanto nacional, provincial como municipal otorgándole mayor claridad y sencillas.



((De elaboración personal en base a estadísticas Tasa Tributaria Total (% de Ganacia) Año 2016 del Banco Mundial y archivos de datos sobre cuentas nacionales de Argentina de la OCDE.))

Es importante mencionar el nivel de superposición que existe entre los diferentes tributos nacionales, provinciales y municipales. Los principales impuesto que alcanza a las pymes al día de hoy son:

3.8.1. Impuestos de alcance Nacional:

Son lo que se le abonan al Estado Argentino, por lo que alcanzan a todas las pymes sin importar su lugar de radicación geográfica, entre los principales son el Impuesto a las Ganancias⁴⁵ que

⁴⁵ El impuesto sobre la renta (ISLR) o también llamado Impuesto a las Ganancias (IIGG) es un impuesto que grava la utilidad de las personas, empresas, u otras entidades legales.

se liquida anualmente y el Impuesto al Valor Agregado IVA⁴⁶, en donde el contribuyente es el consumidor final y en un proceso mensual opera comparando los créditos y débitos⁴⁷. El mismo crece desde un 10,5% (ej. bienes de capital), el menor de los casos, hasta un 27% (ej. telecomunicaciones). Aunque, en la mayoría de los casos, el promedio recae sobre 21%.⁴⁸

Otro de los impuestos que afecta a las pymes de forma considerable es el de Ganancia Mínima Presunta que afecta los activos sin considerar deuda ni posibles pérdidas. A lo mencionado se suma que los saldos a favor no poseen ningún tipo de mecanismo que permita la actualización mientras que el fisco mantiene tasa de interés de punitivos que alcanzan tasas anuales de entre el 36% y 48%.

Impuestos Provinciales estos varían entre las distintas provincias aunque el que cobra mayor relevancia es el Ingresos Brutos (IIBB) que recarga con un porcentaje directo sobre la facturación de la empresa y provoca que se realicen retenciones y percepciones en el tributo que generan importantes saldos a favor que, en muchos casos, son irre recuperables. De esta manera, los contribuyentes sufren una reducción en sus ingresos que quedan a cuenta de futuros impuestos que nunca se generan, provocándoles un desequilibrio financiero a muchos de ellos⁴⁹. Los otros impuestos provinciales son los llamados a los Sellos e Inmobiliarios donde la dirección de rentas de cada una de las provincias son las encargadas de su recaudación.

Tasas Municipales: Esto afecta a cada empresa en la ciudad o localidad donde están radicada, las tasas por lo general son la contraprestación de servicios como alumbrado, barrido o limpieza.

Tipo de Impuesto

Tipo de Impuesto	Alícuota	Observación ⁵⁰
------------------	----------	---------------------------

⁴⁶ El IVA (impuesto al valor agregado o impuesto sobre el valor añadido) es una carga fiscal sobre el consumo, es decir, financiado por el consumidor.

⁴⁷ Tributos vigentes en la República Argentina a nivel nacional; Dirección Nacional de Investigaciones y Análisis Fiscal; Subsecretaría de Ingresos Públicos; Secretaría de Hacienda, Actualizado al 30 de junio de 2016; <http://www.mecon.gov.ar>

⁴⁸ Qué impuestos deben pagar las Mipymes; Banco Santander Río; Site: <http://www.santanderrio.com.ar/> Fecha: 12 de octubre 2016.

⁴⁹ Chicote, Gonzalo; Ingresos Brutos: empresas advierten que el exceso de retenciones les genera un problema financiero; Site: www.Iprofesional.com; Fecha: 3 de agosto de 2012

⁵⁰ De elaboración personal, sobre dato de la AFIP (Administración Federal de Ingresos Públicos)

Impuestos y Tasas		
Impuesto a las Ganancias	35,00%	Cálculo sobre Ganancia (Ingresos menos gastos y otras deducciones)
IVA (Impuesto Valor Agregado)	21,00%	NO representa un costo
Impuesto Debitos y Creditos	1,20%	Representa un costo, excepto por el 34% que es calculado sobre el impuesto pagado sobre los créditos, que resulta computable como pago a cuenta de impuesto.
Impuestos a los Ingresos Brutos	3,00%	Alícuota promedio, varía según ventas netas
Tasa por Seguridad e higiene	1,00%	Alícuota promedio, varía según ventas netas
Impuesto a los Sellos	1,20%	Alícuota general en CABA, varían según provincia
Contribuciones a la Seguridad Social		
Sistema integrado Previsional Argentino	10,20%	Valor Aproximado, varía según tipo de empresa y actividad
INSSJP	1,50%	Valor Aproximado, varía según tipo de empresa y actividad
Fondo Solidario de redistribución	8,90%	Valor Aproximado, varía según tipo de empresa y actividad
Fondo Nacional de Empleo	9,00%	Valor Aproximado, varía según tipo de empresa y actividad
Régimen Nacional de Asignaciones Familiares	4,40%	Valor Aproximado, varía según tipo de empresa y actividad
Contribuciones de Obras Sociales		
Obra Social Sindical (+\$2,4MM)	6,00%	Valor Aproximado, varía según tipo de empresa y actividad
Fondo Solidario de Redistribución	0,90%	Valor Aproximado, varía según tipo de empresa y actividad
Obra Social Sindical (-\$2,4MM)	5,10%	Valor Aproximado, varía según tipo de empresa y actividad
Aporte Sindical	3,00%	Valor Aproximando

3.8.1. Nueva Ley pymes

Esta nueva ley establece una serie de beneficios para el fomento para las inversiones productivas de las micros y pequeñas y medianas empresas (pymes), establece la implementación de un sistema de asistencia e incentivos para ese tipo de empresas con el objetivo de crear nuevos puestos de trabajo. En ese marco, crea un régimen de fomento de inversiones productivas para las pymes, que tendrá vigencia hasta el 31 de diciembre de 2018⁵¹.

El beneficio favorecerá las inversiones en fabricación, importación y para la compra de bienes de capital nuevos o usados, excluyéndose automóviles. Otro de los capítulos fundamentales de

⁵¹Ley 27264; Programa de recuperación productiva; Sitio Web consultado: <https://www.boletinoficial.gob.ar/pdf/linkQR/N2pnWHNDL3MvaGsrDTVReEh2ZkU0dz09>

la norma es la incorporación de los REPRO⁵² (Programas de Recuperación Productiva), que se eleva un 50% en el caso de las pymes⁵³.

Las pymes que realicen inversiones productivas tendrán derecho a computar como pago a cuenta en concepto de impuesto a las ganancias un 10% sobre el valor de las inversiones productivas, pero no podrá superar el 2% del promedio de los ingresos netos mensuales obtenidos en concepto de ventas, prestaciones o locaciones de obra o de servicios⁵⁴.

Los principales puntos de la Ley, que mencionan son:

- *Liquidación del IVA: Para "Micro" y "Pequeñas" al segundo mes inmediato siguiente al de su vencimiento original. Para Medianas Tramo I: liquidación trimestral del IVA (previsto en las medidas ejecutivas).*
- *Débitos y Créditos: Cómputo a cuenta del IIGG para "Micro" y "Pequeñas" en un 100%. Industrias Manufactureras consideradas Medianas Tramo I: en un 50%.*
- *Ganancia Mínima Presunta: Eliminación del Impuesto para Micro, Pequeñas y Medianas Tramo I a partir del 01/01/2017.*
- *Compensación y Devolución de saldos acreedores y deudores: Será a través del denominado Sistema de "Cuentas Tributarias" (sujeto a Reglamentación AFIP). Se autoriza al PEN a emitir bonos de deuda pública (suscripción voluntaria) para la devolución.*
- *Pago a cuenta del IIGG por inversiones productivas: Cómputo del 10% del valor de la inversión con tope para pymes Industriales Manufactureras del 3% de las ventas (resto de las pymes: 2%). Plazo de vigencia: entre el 01/07/16 y el 31/12/18 inclusive.*
- *Bono de Crédito Fiscal por el IVA de Inversiones Productivas: Con cupo anual de \$5.000 millones. Plazo de Vigencia: entre el 01/07/16 y el 31/12/18 inclusive.*
- *Programa de Recuperación Productiva REPRO: Con carácter permanente y se eleva el beneficio en un 50% para las Mi pymes.*

⁵² Este Programa se brinda a los trabajadores de las empresas, cuya solicitud haya sido aprobada, una suma fija mensual remunerativa de hasta un monto equivalente al salario mínimo, vital y móvil por trabajador actualizado a la fecha de otorgamiento, por un plazo de hasta 12 meses, destinada a completar el sueldo de su categoría laboral. El pago lo realiza la ANSES en forma directa.

⁵³ Claves de la nueva ley para potenciar la actividad pyme: Sitio web: AmbitoFinanciero.com; Fecha: 20 de Julio de 2016

⁵⁴ Se aprobó la Ley PyMe: beneficios e impacto en las pequeñas y medianas empresas; Sitio web: <http://www.cessi.org.ar>; Sin Fecha de Publicación

- *Consejo de Monitoreo y Competitividad: Carácter Público –Privado y buscará monitorear la evolución del crédito; Comercio Exterior y analizar el rol, la posición y la evolución en las Cadenas de Valor de las Mipymes.*
- *Definición de MiPyME: Obligatoriedad de (al menos) una revisión anual de la clasificación.*

Habiendo realizado un recuento en este capítulo del rol de las pymes como si también de su situación en la actualidad pasando revista de la problemática a nuestro entender central de los problemas en el manejo eficiente y profesional de ciclo de caja como así también de las dificultades que enfrentan las pymes y el complicado sistema tributario en el país. Con la mención de las diferentes estrategias de fondeos cabria analizar en financiamiento que existe en el mundo.

CAPÍTULO 4

EL FINANCIAMIENTO

4.1. El Sistema Financiero en el Mundo

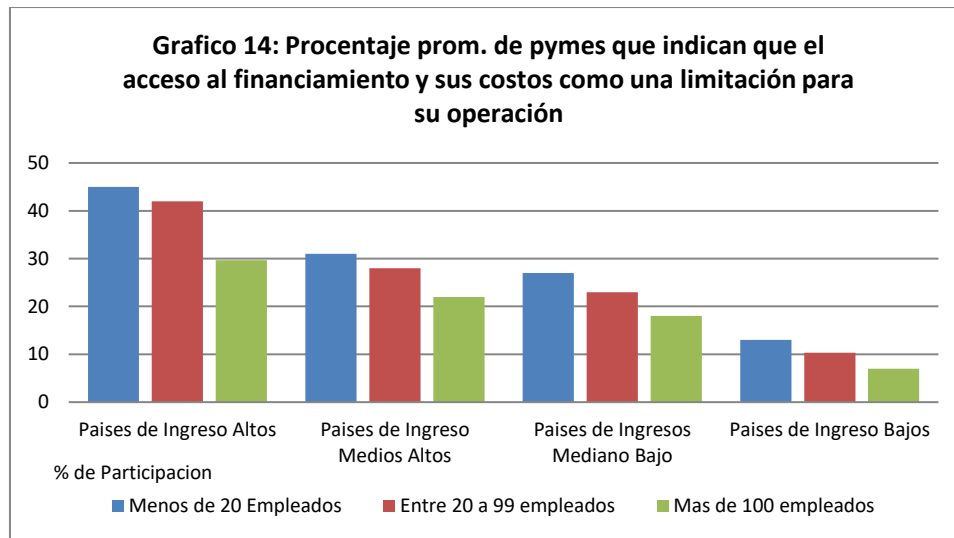
En el mundo los Bancos Comerciales que asisten a las pymes lo consideran como un mercado de tipo sensible, producto de las dificultades que surgen al prestar servicios de tipos financieros y transaccionales. Aunque en los últimos años se ha transformado en un mercado objetivo para la gran mayoría de los bancos de tamaño medio en gran parte del mundo producto de mostrar mayores tasa de expansión y rentabilidad. Esto se observa en la actualidad en la cantidad de bancos que cuenta con unidades de negocios propias y especializadas para el segmento.

Esto se podría entender en que los bancos comprendieron las necesidades y problemáticas del sector formulando enfoques adaptados especialmente, para superar las dificultades históricas de un elevado nivel de riesgo crediticio y altos costos de operación. Según un informe de IFC⁵⁵ los bancos que están gestionando carteras de créditos en este segmento muestran retornos sobre los activos del 3% al 6% en sus operaciones con pymes, comparados con el 1% al 3% en el conjunto de las operaciones del banco⁵⁶.

Desde el lado del sector pymes los empresarios todavía alerta que la oferta de productos y servicios continúa siendo acotada en relación a las necesidades del sector, donde los principales escollos que ellos observan son el costo del financiamiento, la solicitud de garantías y el elevado nivel de requisitos son los obstáculos claves (Ver gráfico 14).

⁵⁵La Corporación Financiera Internacional (CFI) es una institución mundial creada en 1956 y perteneciente al Banco Mundial. Cuenta con 184 países miembros en todo el mundo. Tiene su sede principal en Washington D.C., en los Estados Unidos. Está encargada de promover el desarrollo económico de los países a través del sector privado. Los socios comerciales invierten capital por medio de empresas privadas en los países en desarrollo. Dentro de sus funciones se encuentra el otorgar préstamos a largo plazo, así como dar garantías y servicios de gestión de riesgos para sus clientes e inversionistas.

⁵⁶ Scaling-Up SME Access to Financial Services in the Developing World; Octubre 2010; Financial Inclusion Experts Group; International Finance Corporation.



(Scaling-Up SME Access to Financial Services in the Developing World; Octubre 2010; Financial Inclusion Experts Group; International Finance Corporation.)

4.2.Situación en el Mundo

4.2.1. Sistema Financiero Estados Unidos: En los EEUU, por ley los bancos están obligados a prestarles a todos los sectores de la economía. Entre las pymes su principal fuente de financiamiento son los bancos, sólo pymes de gran tamaño o emprendimiento con fuertes tasa de crecimiento (caso de segmento Tecnología) tiene financiamiento por otras vías o el mercado de capitales propiamente dicho.

El Rol de SBA, la SBA⁵⁷ tiene como objetivo primordial dar apoyo a las pymes en las diferentes etapas de vidas de las mismas además de proveer asesoramiento y asistir las. Dado que en lo EEUU no existe ningún tipo de beneficio fiscal a nivel federal asignado a las empresas. Los distintos programas que promociona la SBA se enfocan en temas de financiamiento, operaciones, RR.HH. y Marketing. En cuanto al financiamiento la SBA no lo provee, las PyMe operan con sus bancos y son estos últimos los que relacionan con la SBA⁵⁸. Esta última responde como Garantía cuando las pymes presentan incumplimientos.

4.2.2. Sistema Financiero de Europa: Presenta la característica de que el principal instrumento de financiamiento para las pymes resulta ser los bancos, donde prima el

⁵⁷ The Small Business Administration (SBA) is a United States government agency that provides support to entrepreneurs and small businesses.

⁵⁸ El programa de asistencia financiera más importante de la SBA consiste en un sistema de garantía de créditos.

financiamiento de corto plazo con préstamos en garantía. Según un estudio del Observatorio pymes Europeo entre el año 2002 y 2005 el 84% de las pymes que solicitaron préstamos los han logrado y solo el 12% de la misma no han conseguido los préstamos. Donde también surgen hechos similares a otras regiones del planeta donde las pymes el financiamiento son solo mediante endeudamiento y en línea generales se observa una disminución de tasa con el aumento del tamaño de la compañía. Existe también un elevado porcentaje de participación en el financiamiento mediante aportes de la accionista o la reinversión de utilidades. Ya que el 40% de las pymes según el mismo informe del Observatorio indica que no han requerido de apoyo financiero de terceros.

En cuanto al uso de capital de riesgo en los mercados de financieros es viable principalmente para empresas medianas con facturación a partir de los 50 a 70 millones de euros, producto de los altos costo que presenta el proceso de IPO. Solo se observa una fuerte presencia en sectores tecnológicos que escapa a esta regla. Es destacable que existe también una demanda de este tipo de financiamiento mediante Venture Capital⁵⁹ para capital semilla o empresa en formación, en sectores puntuales.

En cuanto al apoyo desde el sector público alcanza aproximadamente los 90.000 millones de euro por año. Donde las líneas son posibles de utilizar también en desarrollo de planes de negocios y proyectos de innovación. Entre las principales líneas de apoyo podemos mencionar:

- *Enisa ofrece préstamos participativos, donde no se piden garantías (la garantía es la rentabilidad del proyecto) y que por lo tanto requiere en primer lugar un compromiso de inversión por parte de la propia empresa. Tiene varios instrumentos, desde la línea más pequeña de jóvenes emprendedores, hasta 75.000 euros*
- *Instrumento PYME de la Comisión Europea: Dentro los programas de financiación más recientes, la Comisión Europea da un giro hacia las pymes y startups, poniendo en marcha el Instrumento PYME, un programa financiero destinado únicamente a este tipo de empresas. Este programa presenta tres fases con líneas desde los 50.000 euros hasta los 3 millones.*

⁵⁹ Venture capital (VC) es un tipo de capital privado, que proporciona financiación a las empresas, en etapa temprana pequeños, las empresas emergentes que se considera que tienen un alto potencial de crecimiento, o que han demostrado un alto crecimiento. Empresas o fondos de capital riesgo invierten en estas empresas en etapa temprana, a cambio de la equidad de la propiedad una participación en las empresas que invierten.

- *Neotec, el instrumento estrella del CDTI y los Proyectos de investigación y Línea directa de innovación. El CDTI es un organismo que financia el desarrollo de tecnología en empresas españolas. Desde ya hace mucho tiempo, se lanzó un programa para financiar empresa de reciente creación (menos de 4 años en este caso de Neotec) que tuvieran como núcleo el desarrollo de alguna tecnología innovadora.*
- *Eurostars es un programa europeo para financiar proyectos de cooperación entre un mínimo dos empresas europeas para la creación de un producto innovador orientado al mercado.*⁶⁰

Alguna Particularidad: En el caso de Alemania, además de contar con las líneas tradicionales de financiamiento utiliza un sistema híbrido llamado Mezzanine Kapital⁶¹, este mecanismo busca satisfacer al segmento medio (híbrido) entre el capital propio y la deuda. Este mecanismo permite lograr acceso a financiamiento a la vez que le permite a los inversores que aportan el fondeo lograr rendimientos más tentadores, haciendo más eficiente la relación entre la oferta y la demanda sin dejar de lados a las pymes⁶². Este tipo de herramienta es fundamental para empresas germanas que no cotizan en bolsa ya que es un mecanismo financiero flexible y dinámico.

En Inglaterra las políticas muestran un bajo nivel de participación, donde por ejemplo una de las principales iniciativa públicas denominada Loan Guarantee Scheme alcanza solo el 1% del financiamiento adquirido por la pymes. Otra iniciativa pública es la Business Link, que forma una red de soporte a la Pequeñas y Mediana empresa locales que cuenta con financiamiento público con aportes de las cámaras y los gobiernos locales.

4.2.3 Sistema Financiero de Japón: Está compuesto por una red que cuenta con apoyo del sector público, cooperativas y banca privada que además apoya el financiamiento de largo plazo, con garantías de crédito y seguro de riesgo para estas últimas. En el caso del financiamiento público desde la década del 80' la administración central destina de su

⁶⁰Soto, Diego; Las 10 líneas de financiación europeas más interesantes para pymes y emprendedores; Site Sialaspymes.com; Sin Fecha de publicación.

⁶¹El surgimiento de este tipo de instrumentos híbridos tuvo origen en los años setenta en Estados Unidos y Gran Bretaña como herramientas colaterales del negocio de los bancos (operaciones con alto rendimiento pero de elevado riesgo).

⁶²Ascuá Rubén; (sin fecha de publicación)

presupuesto el 0,6% a políticas pymes. La Corporación Financiera⁶³ actúa como banco de financiamiento de largo plazo. Otro aspecto destacable es la participación estatal en el sistema de garantías de crédito. La Corporación de Garantía de Tokio, por ejemplo, presta servicios al 40% de las pymes japonesas. Es importante destacar que el país en los últimos 20 años ha vivido en un contexto de continua deflación⁶⁴.

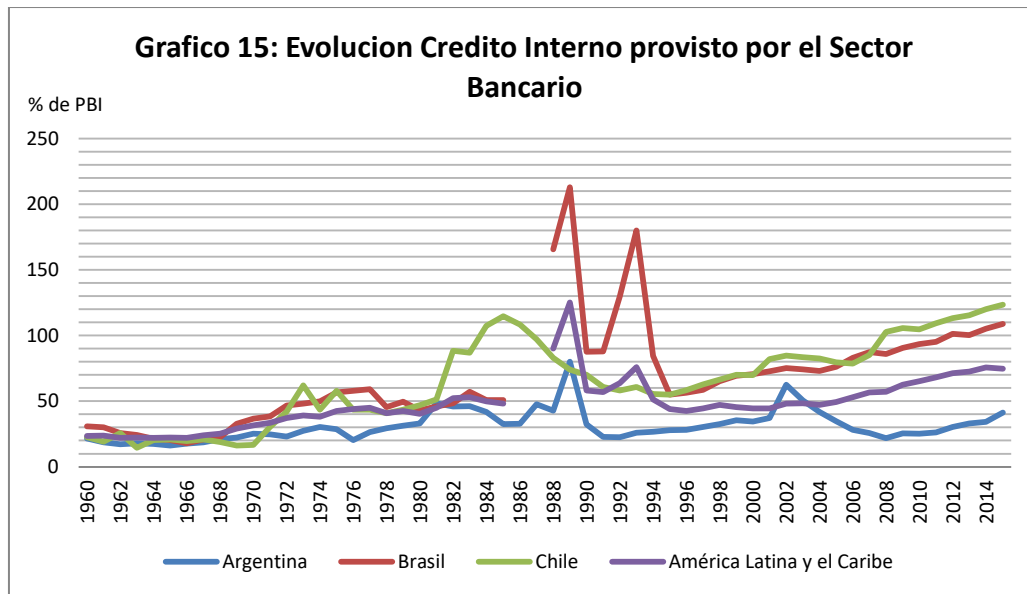
4.2.4 Sistema Financiero de Brasil: a pesar de la baja dinámica de la economía en los últimos años, el sistema financiero se encuentra en una tendencia de crecimiento, que se concreta sobre todo a través del aumento de los créditos. El sistema financiero brasileño cuenta con bancos (comerciales, de desarrollo, inversión, federales, etc.), sociedades de crédito, cooperativas de crédito y sociedades administradoras de consorcio. Actualmente la operación está concentrada en dos grandes conglomerados financieros constituidos por Bradesco y el grupo económico Itaú Unibanco. Prácticamente 70 por ciento del crédito de largo plazo a las pymes de Brasil proviene de los tres grandes bancos públicos. El Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social, (BNDES), Banco Do Brasil y Calle Económica Federal, otorgan el 70 por ciento del crédito a las pymes y el restante 30 por ciento del crédito a largo plazo es facilitado del sector financiero privado.

4.2.5. Comparación entre países latinoamericanos

Como resumen, la región muestra un cuadro de situación marcado por una baja participación de las empresas pymes de los recursos bancarios. Este se comprueba en la pobre dinámica en el stock de crédito privado de este segmento de empresas (ver gráfico 15), usado como principalmente vía de financiamiento el uso capital propio o proveedores, tanto para inversiones de corto como de largo plazo. La explicación se podría enmarcar desde el lado de la demanda en el bajo nivel de oferta de garantías y tasa de interés elevadas (el único países que está exceptuado de esta situación es Chile) aunque también inciden en este comportamiento, la disponibilidad de recursos propios y las dificultades asociadas a los trámites burocráticos en la gestión de financiamiento.

⁶³El NLFC es una institución creada en 1949, 100% pública, cuyo objetivo específico es proveer financiamiento a la Pyme que no califique en el esquema general de las instituciones financieras privadas. NLFC posee un estatus especial similar a otras entidades de carácter nacional, no se encuentra sujeta a los códigos de provisiones de los bancos comerciales y somete sus planes de negocios y de fondeo a la aprobación del Ministerio de Finanzas

⁶⁴ Lewis, Leo; (2016).



((De elaboración personal en base a estadísticas Evolucion Credito Interno provisto por el Sector Bancario Año 2016 del Banco Mundial y archivos de datos sobre cuentas nacionales de Argentina de la OCDE.))

4.3. Opciones de Financiamiento

En la actualidad la pymes pueden obtener fondos mediante por medio de tres sectores en Argentina como lo son: Financiamiento Bancario, Financiamiento Privado y el Público.

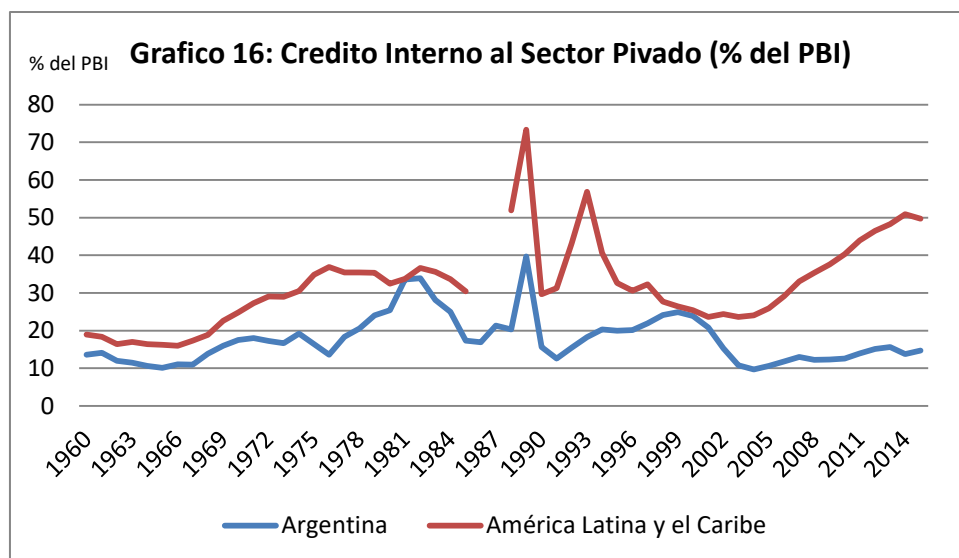
4.3.1 El Crédito Bancario en Argentina

Al hablar del mercado financiero en Argentina, la gran mayoría de las personas comprende rápidamente que el mismo se encuentra poco desarrollado y el nivel de otorgamiento de préstamos al sector resulta muy limitado, tanto en comparación con otros momentos históricos como así también comparándolo con los demás países de la región y el mundo (ver gráfico 16). Prueba de esto, es el hecho que en los últimos 50 años el crédito al sector creció solo un 3% p.p. Esto es el correlato de la baja participación del ahorro privado el cual ronda en promedio el 25% del PBI en las últimas tres décadas. Esto indefectiblemente limita la posibilidad de expansión del financiamiento.

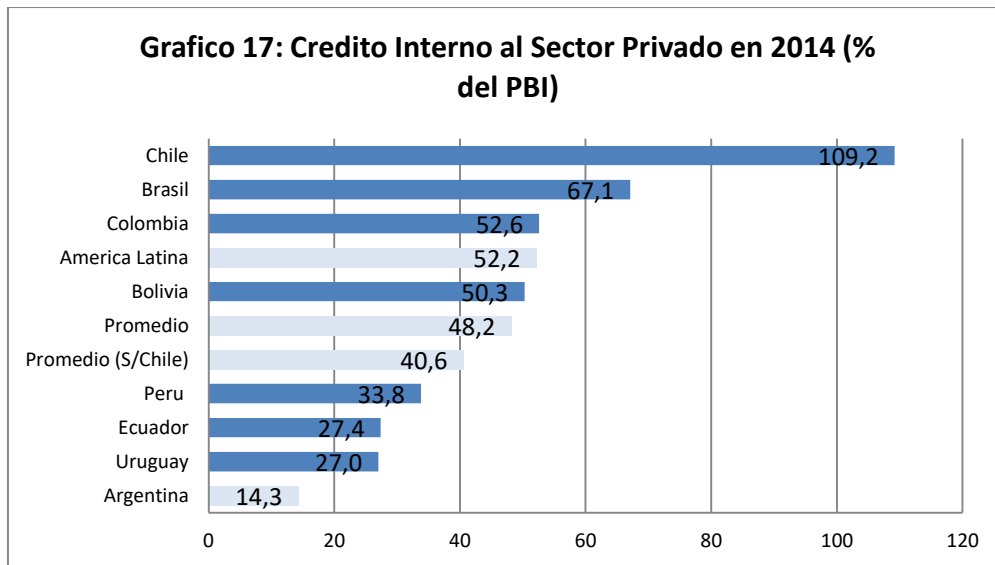
La banca minorista a su vez presenta un claro foco en préstamos al consumo y no hacia sectores productivos ya se producción o servicios de empresas, recordemos que estos últimos para operar de forma más eficiente requieren indefectiblemente de contar con financiamiento competitivo y a plazos mayores a un año lo que luego impacta sobre el grueso de la economía desde el lado de la oferta. El foco puesto por la banca no hace más que estimular la demanda vía consumo.

Existe una división también entre bancos públicos y privados donde los primeros muestran ser más propensos a financiar pequeñas empresas con requisitos más laxos tanto en el análisis como en el seguimiento lo que provoca un mayor riesgo de incobrabilidad Mian (2005). Sin embargo, Fajfar (2003) encuentra para la Argentina que la irregularidad media de la cartera de préstamos es menor en los bancos públicos que en los privados (esto se podría explicar en primer medida por un menor porcentaje de sus cartera estar dirigidas de financiar este segmento como también a mayores requisitos), y al analizar el historial crediticio de las empresas con calificaciones vigente no existe una tendencia que indique que las asistidas por bancos públicos frente a los privados tengan mayores indicadores de mora.

La banca pública muestra dos roles importantes, actuar por un lado frente a las falla de mercado y por otro estimular el desarrollo. Ambos tiene vital incidencia sobre el desarrollo de las pymes, a estos puntos llegaron como conclusión Kampel y Rojza (2004). En el caso de las falla de mercado son producto de problemas como asimetría de información, el racionamiento del crédito y la segmentación de forma deficiente. Estas deficiencias tienen a potenciarse cuando existe poca competencia y dan sustento al argumento de que la intervención desde el sector público mediante instituciones financiera y regulaciones son positivas primeramente cubriendo las fallas y luego estimulando el desarrollo.



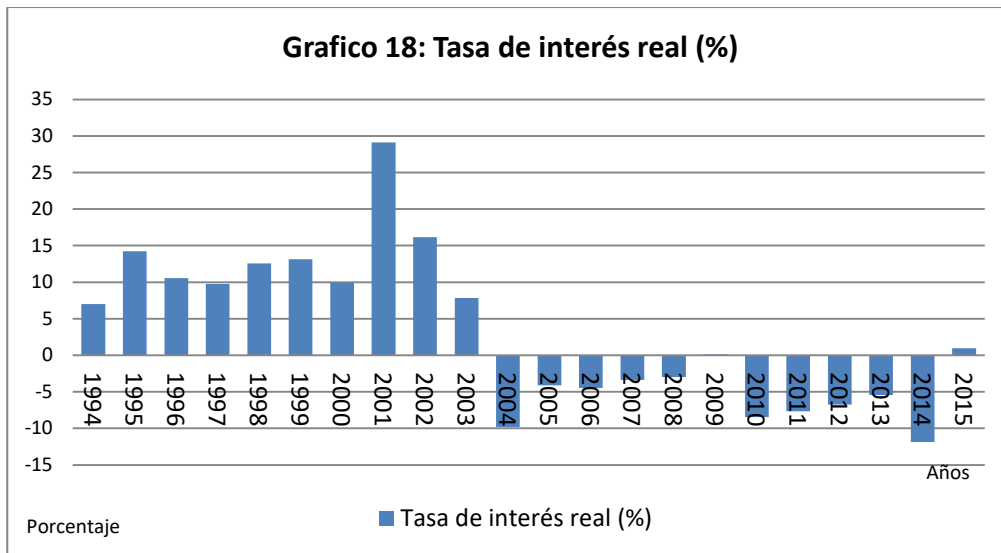
(Elaboración personal sobre datos del Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional, Estadísticas financieras internacionales y archivos de datos y estimaciones del PIB del Banco Mundial y la OCDE al año 2014.)



(Elaboración personal sobre datos del Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional, Estadísticas financieras internacionales y archivos de datos y estimaciones del PIB del Banco Mundial y la OCDE al año 2014.)

En cuanto a la relación al producto bruto interno PBI, el crédito para el sector privado en las últimas cuatro décadas muestra una relación promedio del 17,5% (ver gráfico 16) cuando en la región este porcentaje se eleva hasta el 33,4%. Donde la participación de los bancos privados en el otorgamiento de créditos apenas llegó al 20% en relación a países como Brasil o Chile, que en los años setentas estaban en igual porcentaje que la República Argentina.

Esto es producto en nuestra opinión, uno de los principales problema que muestra el sistema financiero desde hace décadas y es el bajo nivel de depósitos que nunca sobrepasó el nivel del 25% del PBI. Este bajo nivel de ahorro doméstico es producto de la poca confianza que existe sobre el sistema financiero y del peso como reserva de valor debido a las contaste cambios de precios, volatilidad económica e inseguridad jurídica que produjeron por ejemplo entre otros consecuencias restricción financiera, caída de oferta de financiamiento por nombrar algunos. Dieron como resultado un marcado aumento de los costos de intermediación y reducción de la oferta de crédito. En un contexto donde las tasas de interés reales en el mundo se muestran positivas pero en niveles cercanos a cero además de un fuerte flujo de capitales internacionales hacia mercados emergentes. En Argentina se mostró en los últimos 10 años un ciclo constante de tasa negativas (ver gráfico 18).



65

(Elaboración personal sobre datos del Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional, Estadísticas financieras internacionales y archivos de datos y estimaciones del PIB del Banco Mundial y la OCDE al año 2014.)

Que se caracterizó además por la falta de financiamiento de largo plazo para el sector pyme. Con la finalización del proceso de convertibilidad se rompió la mayoría de los ciclos de intermediación financiera lo que agravó este problema histórico. Actualmente el financiamiento para inversión pyme es reducido en el mercado de crédito, y está caracterizado por:

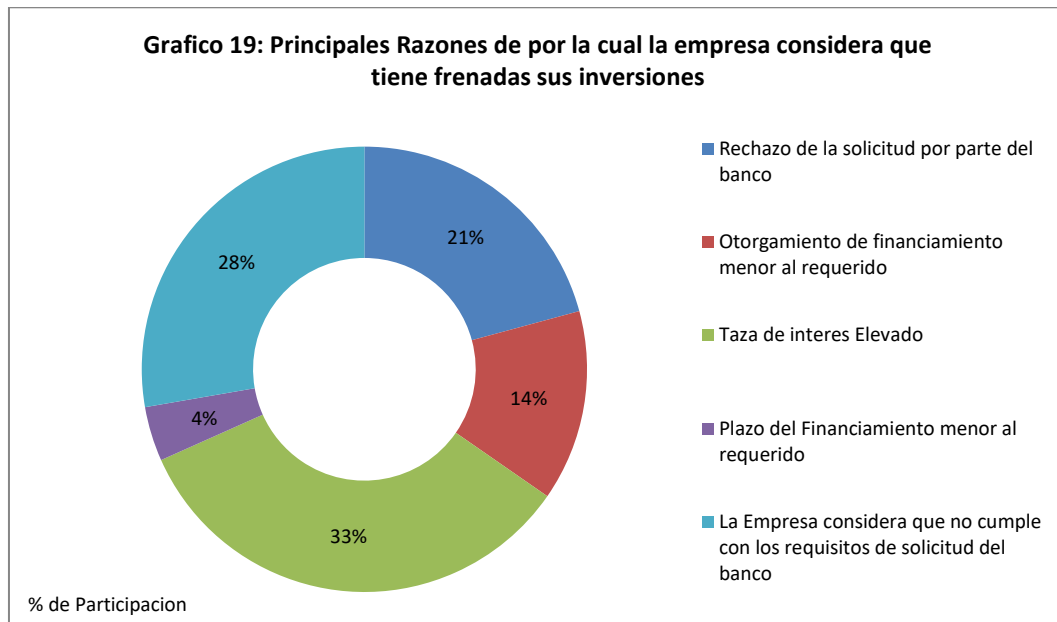
- Falta de Políticas Públicas
- Baja preponderancia en los ingresos del sector financiero en el relación al nivel de participación en la economía de este segmento de empresas
- Poca experiencia en Unidades de Cuenta de Largo Plazo UVA (Unidad de Valor Adquisitivo)⁶⁶.
- Nula participación de fuentes de fondeo de largo plazo
- El sistema bancario mostró recurrentes crisis a lo largo de los años.
- Estrategia de los Banco post crisis del 2001 presenta fuerte aversión al riesgo pymes.

⁶⁵ Se entiende por Tasa Activa, es sinónimo de Tasa Activa para Operaciones de Descuento de Documentos a 30 días, por vencidos. Para la Tasa Pasiva, es la que paga el BNA para Depósitos a Plazo Fijo 30-35 días.

⁶⁶ En abril de 2016 Banco Central de la República Argentina dispuso la implementación de Los instrumentos bajo esta nueva modalidad están denominados en Unidad de Valor Adquisitivo (UVAs). El valor inicial de una UVA al 31 de marzo de 2016 se fijó de manera tal que fuera equivalente a la milésima parte del costo promedio de construcción de un metro cuadrado testigo, basado en las cifras conocidas para inmuebles de diverso tipo en las ciudades de Buenos Aires, Córdoba, Rosario, Salta y zona del Litoral (Santa Fe de la Vera Cruz-Paraná), ponderados por población. Como este metro cuadrado testigo se ubicaba en \$14.053, el valor inicial de la UVI fue de 14,053 pesos (14 pesos con 53 milésimo).

- Bajo nivel de eficiencia y estímulo de parte de la banca pública en estimular la inversión de pymes.
- Baja calidad de información sobre pymes.

Un informe presentado por Fundación del Observatorio pymes, indica que existen varias razón por las cuales las pymes encuentran frenados sus proyectos (ver gráfico 19).



(Observatorio PyMes, sobre encuesta realizada a Empresas PyMes en el año 2015.)

Frente a estos puntos mencionados se observa que la gran mayoría de las líneas de financiamiento de pymes presente:

- Corto Plazo con altas tasas
- Elevados niveles de garantías.
- Elevados ratios de cobertura de parte de los banco frente al Riesgo PyMe.
- Fuerte Requisitos de entrada.

Al mes de julio de 2016 las opciones de financiamiento para las pymes de parte de los principales bancos oscila entre el 0% (Banca Pública) y el 33% anual, en cuanto a los plazo los mismo se extiende desde los 12 hasta los 84 meses y finalmente los montos de las línea alcanza en promedio los \$10 millones y comienzan en \$100.000 pesos⁶⁷.

⁶⁷ Los bancos mejoran su oferta de créditos para industrias y pymes; Agencia Télam; Fecha: 2 de septiembre de 2016

4.3.2. El Papel de la Banca Pública

El sector público en el país busca jugar un rol de suplir las fallas de mercado y tratar de ejercer la función de motor del desarrollo. La intervención estatal es notoria cuando se observa que el primer y cuarto banco del ranking provisto por ABA son bancos públicos como ser el Banco de la Nación Argentina y el Banco de la Provincia de Buenos Aires⁶⁸. Esto es producto que al no estar obligado a maximizar sus rentabilidad puede direccionar préstamos hacia actividades productiva⁶⁹ y de más largo plazo en detrimento de actividades financiera más rentable de corto plazo. Prueba de esto es que en el periodo 2011-2015 la tasa de interés activa promedio de la banca pública fue 6 p.p. menor que la de la banca privada⁷⁰. La misma vale recordar actuó de forma contracíclica en la crisis del 2001 y en la crisis del año 2008.

Desde el sector público, más precisamente desde la secretaría pymes se promocionan las siguientes líneas y beneficios: *cupo prestable de la Línea de Créditos de Inversión Productiva del 14 al 15.5%. Un incremento de \$63.000 millones en el segundo semestre de 2016 y a su vez se amplió al 50% el acceso al financiamiento de corto plazo a través del Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE), ofreciendo líneas denominada Primer Crédito Pymes a una tasa variable de 16% máximo y con un plazo de hasta 7 años, para montos entre \$500 mil y \$5 millones*⁷¹.

Líneas de Inversión Productiva⁷², fue una estrategia que obligaba a los banco a prestar a las pymes y que se reglamentó por el BCRA y busco expandir el universo de potenciales cliente con el objetivo de beneficiar a las pymes. La mediada forzó a los bancos que tengan captado más del 1% de los depósitos privados del sistema a transformar al menos el 14% de esos recursos en nuevos préstamos hasta el 30 de junio del 2016 con una tasa menor a la del mercado.

En cuanto al Banco Nación, el mismo presenta opciones de financiamiento hasta cinco años con tasa fijas del 22% anual. Estas líneas tiene montos máximo de financiamiento de \$10

⁶⁸ Ranking provisto por ABA (Asociación de bancos de Argentina) Ranking sobre préstamos totales al sector privado no financiero. Fecha marzo de 2016.

⁶⁹ Villar Lucía y otros; (2016)

⁷⁰ De elaboración personal en base a datos del informe mensual BCRA

⁷¹ Secretaría de pymes del Ministerio de Producción de la Nación.

⁷² Comunicación "A" BCRA 6120. Con plazos de 12 / 36 / 48 meses con una Tasa Fija del 17,00% TNA; Bajo el supuesto de un Préstamo, sistema Francés, a un plazo de 36 meses con amortización mensual de capital e interés. TNA: 17,00%, TEA: 18,39%

millones y hasta el 80% del valor de bien a adquirir y hasta el 20% del importe de un proyecto de capital asociado a inversiones. Además determinados sectores económicos como son el automotriz, autopartes, agroindustrial, biotecnologías, farmacéuticas e industrias de manufacturas que requiera mano de obra calificada como podrían ser agroindustria, productos médicos, software, servicio audiovisual, servicios profesionales y de investigación clínica. Esta estrategia que coloca la tasa final en torno al 16%, es extensiva también alcanza a los sectores productivos aeronáutico, aeroespacial, naval y ferroviario, foresto industrial, incluyendo muebles, biomasa y dendroenergía (biocombustibles), y turismo. Dentro del Plan Belgrano Productivo, el gobierno federal subsidia dos puntos más a empresas que están radicadas o cuenten con proyectos productivos o de inversión en el norte del país.

En el caso del Banco Provincia, el mismo cuenta con seis líneas de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas, con tasa promedio entre 16% y el 32% y plazo desde un años hasta los 5 años. Las distintas líneas varían en cuanto al destino y el tamaño de la compañía. Para capital de trabajo, el Bapro ofrece préstamos de 12 y 24 meses, uno a tasa fija entre 28% y 31% anual; y otro con un interés variable, de aproximadamente 32%.

4.2.Demandas Financieras:

Las demandas primordiales de financiamiento que atraviesan las pymes durante sus diferentes etapas de negocios se orientan a: El manejo del capital de trabajo⁷³ (punto que mencionado en el primer capítulo) de forma de evitar descalces entre los ingresos y egresos que permitan el correcto ciclo del negocio; La reestructuración de sus pasivos, modificando sus perfiles de deuda, con la presencia de vencimientos concentrados en los siguientes 12 meses (corto plazo) frente a compromisos de más de 12 meses que proporcionen a la compañía de mayor flexibilidad. El financiamiento de proyectos de inversión, con altas tasa de rendimiento y con impedimento de ser financiadas por entidades financieras tradicionales;

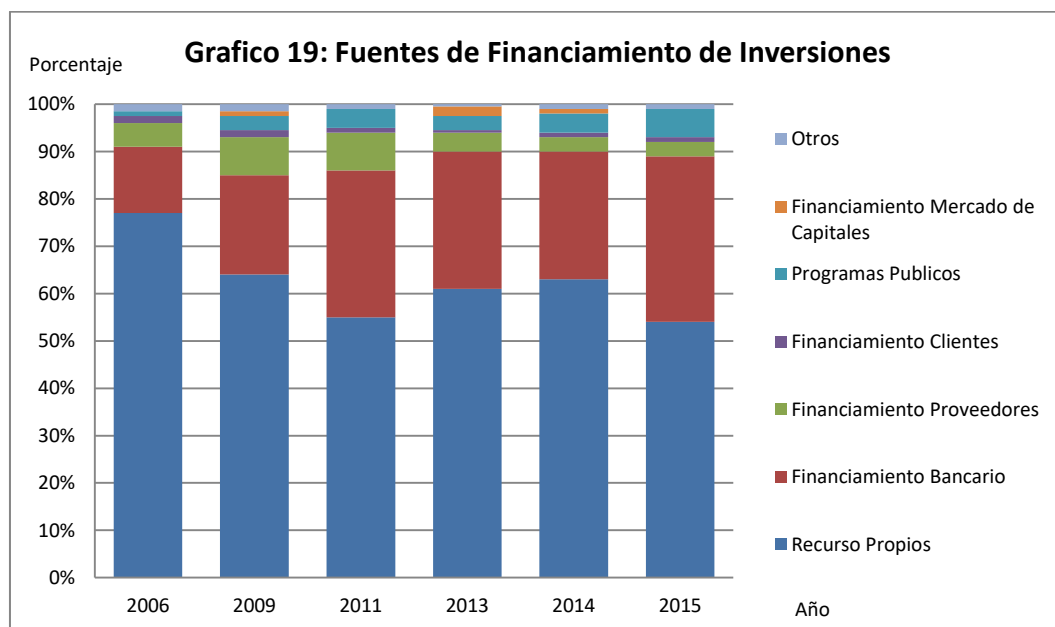
Por lo que se desprende que para lograr un crecimiento viable es indispensable contar con capacidad financiera acorde, esto se produce con oferta de financiamiento a tasas lógicas ya que es primordial para el management de las empresas, que tiene que lidiar a diario necesidades

⁷³ El capital de trabajo (también denominado capital corriente, capital circulante, capital de rotación, fondo de rotación o fondo de maniobra), que es el excedente de los activos de corto plazo sobre los pasivos de corto plazo, es una medida de la capacidad que tiene una empresa para continuar con el normal desarrollo de sus actividades en el corto plazo. Se calcula restando, al total de activos de corto plazo, el total de pasivos de corto plazo.

de liquidez para mantener un buen funcionamiento de su ciclo de caja en sus diferentes momentos de la operación y del año.

4.3. Fuente de Financiamiento

Al momento de analizar las fuente de financiamiento se puede observar diferente orígenes que resultan con diferente importancia, según el seguimiento que viene realizado la Fundación del Observatorio pymes (ver gráfico 19) la principales fuente de financiamiento son los recursos propios, en el caso de las principales economía del globo según un análisis realizado por Mayer Colin (1990), se llega a la misma conclusión donde la principal vía son las utilidades, seguido por los préstamos bancarios. Lo que cobra relevancia y sorprende es la baja incidencia que presenta el financiamiento vía el mercado de capitales.



(De elaboración personal a partir de encuesta realizada por la Fundación del Observatorio de Empresas entre los años 2006 y 2015)

La decisión de las pymes de optar por el financiamiento con recurso propio y descarta otras como el financiamiento bancario ya se por elección propio o exclusión el sistema sorprende a la vez impide de avanzar en proyecto que otorguen crecimiento a las empresas. Es necesario realizar la salvedad que para poder realizar esta estrategia de inversión se requiere de contar con sobranes de generación de caja provenientes del su Resultado Operativo. Situación que revela dos hechos importantes el primero demuestra que muchas pymes han logrado rentabilizar nichos de mercado obteniendo ciclo de caja positivo como resultados operativos

de más de un dígito y por otro, el fuerte retraso que se observa en los niveles de inversión y edad de los equipos industriales que por la falta de financiamiento y al optar por los recursos propios es un dato de la situación actual en la que está inmerso un gran porcentaje de la pymes en Argentina (según un estudio de la fundación FIEL en el año 2004 la edad promedio de los equipos industriales en el país era de 9,8 años).

Participación de las diferentes fuentes de financiamiento en el Mundo

Fuente	Alemania	Canadá	EEUU	Francia	Italia	Japón	UK
Retención de Utilidades	70,9	76,6	66,9	61,4	51,9	33,7	72
Transferencia de Capital	8,6	0,8	0,4	2	7,7	5,7	4,1
Títulos de Corto Plazo	0,01	15,2	23,1	0,1	1,3	0,1	1,7
Préstamo Bancario	12,1	4,4	1,4	37,3	27,7	50,4	2,4
Crédito Comercial	2,1	8,5	11,6	0,6	0	18,8	2,8
Bonos	1	2,5	1,1	1,6	1	3,1	3,2
Acciones	0,6	1,3	16,9	6,3	8,2	3,5	13,4
Otros	10,9	1,2	-6,1	0	1	0,7	2,2
Ajuste Estadístico	-6,21	-10,5	-15,3	-9,3	1,2	-16,0	-1,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0 ⁷⁴

Finalmente cuando observamos el cuadro de las compañías que encuestadas BSR que alcanza aproximadamente 300 empresas las fuentes muestran guarismos similares a los relevados por la encuesta del Observatorio Pymes lo que indicaría que la principal fuente de financiamiento es el uso de utilidades seguido del sector bancario.

Fuente de Financiamiento	%
Uso de Utilidades	73%
Aporte de los Socios	15%
Proveedores	45%
Financiamiento Bancario	68%
Otros	10%

De la misma muestra encontramos que la estructura de capital promedio entre estas pymes muestra la siguiente estructura:

Fuente	%
Deuda Financiera	12,6
Deuda Comercial	28,0
Otras Deudas	11,4
Total Pasivos Corriente	52%
Pasivo No Corriente	23%
Patrimonio Neto	25,0
Total	100%

⁷⁴ Mayer Colin (1990)

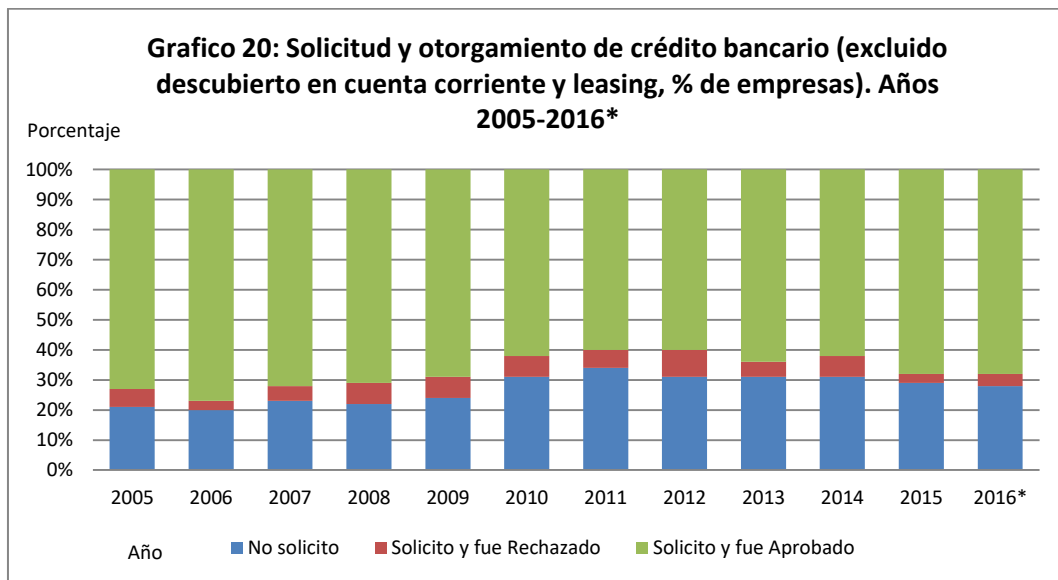
Esto produce un racionamiento en el acceso al financiamiento bancario a las pymes, el racionamiento que se produce puede mostrarse de tres maneras como son primeramente las tasas superiores al resto del mercado, seguido por montos menores a los solicitados y finalmente cuando se acortan los plazos con financiamiento de corto plazo. Lo que produce una serie de consecuencias para las mismas en mayores costos financieros que acotan margen de rentabilidad, inviabilidad de proyectos, mayor dependencia de crédito de corto plazo, financiamiento de parte de proveedores. La mayor oferta de préstamos de corto plazo tanto en el circuito formal como el informal impide principalmente el financiamiento de proyectos de inversión de mediano y largo plazo producto de la reducción de la capacidad de repago y la pérdida de competitividad.

De las consecuencias mencionadas en el párrafo anterior el sistema financiero presenta ciertas regulaciones y particularidades al relacionarse con el segmento pymes como son:

- La banca comercial minorista que se relaciona con este segmento está dirigida a préstamos de consumo, por lo que préstamos de mayor plazo que permiten motorizar proyectos de inversión son contrarios por los requerimientos de fondeo (más largo plazo). La banca pública está presente en este segmento con ofertas más competitivas pero el proceso de otorgamiento resulta prolongado y existe cupos en las líneas.
- Se presentan limitaciones de financiamiento por el patrimonio de las compañías, región geográfica de ubicación o industria.
- La estrategia de negocios de la banca y el mercado financiero en general en mercados emergente como el de Argentina priorizan el corto plazo. Gran parte de su rentabilidad proviene de servicios diversos, que poco tienen que ver con préstamos para inversiones productivas.
- Los procesos de otorgamiento de financiamiento altamente burocratizado, sin ayuda de credit scoring inteligente en la mayoría de la banca. Esto extiende los plazos de otorgamiento acortando el accionar de las pymes.
- Por el lado de las pymes gran parte de ellas presenta información deficiente o de baja calidad solo por mencionar las que se encuentran dentro del sistema formal. Según

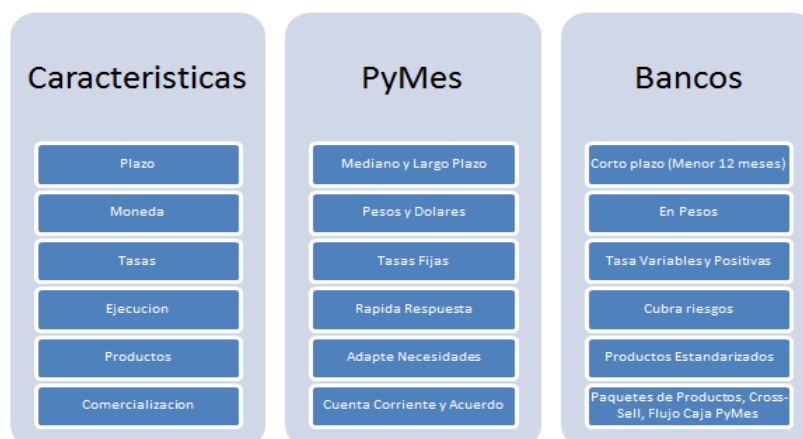
estimaciones del Observatorio pymes, aproximadamente el 30% de la actividad se realiza de forma informada lo que acota las capacidades prestables⁷⁵.

Podemos concluir que por los bajos niveles de uso del financiamiento bancario por parte de las pymes que se adjudica los elevados costos del financiamiento, a las exigencias de los bancos y a la insuficiencia de garantías de las empresas. Siguiendo con el análisis del Informe del Observatorio pymes, hasta 2016 casi el 30% de las pymes con cuentas operativas en el sistema financiero no solicitan asistencia y un 5% en promedio resulta rechazo⁷⁶ (ver gráfico 20).



(De elaboración personal en base a datos Encuesta Estructural a PyMe industriales 2005-2015 de la Fundación Observatorio PyMe y datos provisorios a tercer trimestres 2016.)

Relación entre Oferta y Demanda en el Sistema Financiero Argentina



⁷⁵ Extraído de informe del Observatorio Pymes (2015)

⁷⁶ La diferencia informada frente a la informada por el sistema financiero radica en que Observatorio Pyme no considera financiamiento de largo plazo como se prendario o préstamos mayores a 12 meses.

4.4. Racionamiento del Crédito

El racionamiento del crédito ocurre cuando el mercado no es capaz de otorgar apoyo financiero a un proyecto de inversión o a la actividad propiamente dicha de las pymes que presenta ratios o indicadores similares y resignados frente a otro de mayor envergadura a pesar de que estas estén dispuestas a tomar líneas como mayores costos financieros. En consecuencia de este hecho, estarían conviviendo en un mismo mercado sociedades y proyectos con rentabilidades esperadas similares, algunos con apoyo bancario y otro restringiendo su capacidad de autofinanciamiento o de los recursos obtenidos por otra vía de financiamiento ya sea comercial o informal.

Las posibles situaciones de racionamiento de crédito como las mencionadas en el párrafo anterior son resultado de que los bancos y los demandantes de préstamos no disponen de la misma información, situación denominada en la jerga financiera como información asimétrica e inciden en los hechos conocidos como selección adversa y riesgo moral los cuales van a ser ampliados en puntos subsiguientes.

4.5. Asimetría en la Información

En los mercados financieros las asimetrías informativas pueden tomar diferentes formas como son: costo de monitoreo, selección adversa y riesgo ético. Por el costo de monitoreo se entiende cuando el deudor busca realizar una acción de ocultar, utilizando para esto su privilegio informativo declarando por ejemplo ganancias menores a las obtenidas. En el caso de la selección adversa se produce cuando no es posible diferenciar proyectos con distintos niveles de riesgo en los momentos que se establecen los créditos. En un contrato de este tipo y con el mismo valor esperado, el acreedor selecciona los proyectos más seguros frente al deudor que selecciona los que presentan mayores riesgos pero mejores retornos. Con este escenario el empresario cuenta con mayores oportunidades de esconder o disimular el verdadero fin u objetivo del proyecto, utilizando de esta forma la desinformación con que cuenta el acreedor.⁷⁷

Cuando el deudor utiliza los fondos obtenidos para un fin distinto al predeterminado con el acreedor a esto lo denomina riesgo ético, esto se produce por poseer información el deudor que el acreedor desconoce.

⁷⁷ Mishkin (2008)

4.6. Costo de la Información

En cuanto a la falta de información se observa carencia tanto en proyecto como en los niveles de ventas, estimaciones de crecimiento, baja calidad de balances contables. Todo esto genera dificultades en las mediciones y estimaciones de riesgo por parte de los bancos. Finalmente se observa una baja economía de escala en los análisis de riesgo, generando mayores costos de operación. Como resultado las instituciones terminan exigiendo la entrega de garantías para morigerar los niveles de riesgo y mantener los costos financieros.

4.7. Garantías

Una de las forma de mitigar los problemas de riesgo moral, selección adversa y racionamiento de crédito es mediante la constitución de algún tipo de garantía por parte de los accionista o propietarios pymes, ya que esto permite reducir del leverage. Además de ser un aliciente para el empresario que busca financiamiento para sus empresas tomen decisiones menos riesgosas en la gestión de su compañía como proyectos más realistas y de menor riesgo. Ya que en caso de incurrir en un pérdida sería ellos lo que tendría que afrontar una parte de los costó del quebranto y demuestra además al solicitante del crédito que su proyecto va a alcanzar los objetivos planteados.

El hecho de solicitar algún tipo de garantía también facilita los problemas que generan la selección adversa y el riesgo moral en el caso de producir información asimétrica. En el primer caso, la selección adversa. Ante una pedido de mayores garantías admite que la tasa de interés actúa de forma más directa y anule exceso de demanda, mientras que en el segundo, montos mayores de garantía abunda en un beneficio mutuo para las partes (oferta y demanda) disminuyendo posibles futuros conflictos.

En el caso de garantías sobre porcentaje del total (producto de que el demandante no cubre el total o el oferente solicita solo una parte) estas permiten cumplir el objetivo anteriormente mencionado de lograr mayor compromiso de parte del empresario mitigaran los problema de riesgo moral y selección adversa de forma parcial. Según una encuesta realizada por FUNDES⁷⁸, el 87% de las pymes cuentan con problemas de garantías, ya que considera que sus requerimientos son excesivas o no alcanza a cubrir los montos solicitados con los activos

⁷⁸FUNDES es una organización internacional que promueve el desarrollo competitivo de las pymes en América Latina a través del fortalecimiento de las micro, pequeñas y medianas empresas.

disponibles⁷⁹. La solicitud de garantías hace posible realizar, en forma ágil, la selección de deudores aunque, por otro lado, deja afuera a muchas empresas que no pueden satisfacer este requisito.

Ahora bien, frente a la disponibilidad de activos para ofrecer como colateral, indefectiblemente las empresas más pequeñas son las que se ven afectada al no tener activos de calidad para ofrecer por lo que son más propensas a ser excluida de la posibilidad de lograr financiamiento a pesar de presentar proyectos de inversión con tasa de repago apetecibles. Esto produce un doble cuestión por un lado genera exceso de oferta de financiamiento para proyecto menos rentable pero con mayor niveles de garantía y por otro restringe el crecimiento de empresa que cuenta con buenos proyectos.

4.7.1. El Rol de Sociedad de Garantía Recíproca

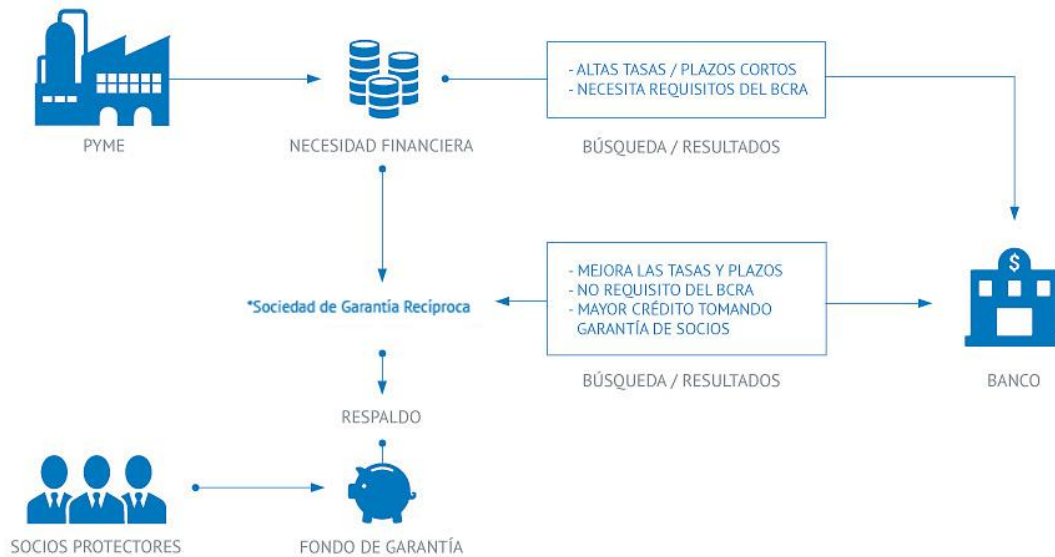
Este tipo de sociedades viene a dar respuesta a la falta o carencia de colaterales por parte las pymes, las misma está operando en el país desde la sanción de la Ley 24.467 del año 1995, su misión es la de otorgar avales y garantías a las pequeñas y medianas empresas, por medio de la constitución de contratos de garantía recíprocas. La emisión de este tipo de garantías líquidas le permite a las pymes por sobre todas las cosas acceder o mejorar sus condiciones de financiamiento.

Simultáneamente las SGR⁸⁰ les otorgan a los socios también la posibilidad de contar con asesoramiento técnico, económico y financiero en forma directa. Por lo que estas sociedades son una muy buena herramienta que pueden utilizar las pymes para garantizar sus obligaciones.

⁷⁹Brugger, Ernst y otros (2015)

⁸⁰ Las SGR están integradas por pymes que se denominan Socios Partícipes, y por Socios Protectores que por lo general son grandes empresas que aportan dinero para constituir un Fondo de Riesgo destinado a la cobertura de los avales otorgados a los Socios Partícipes

Esquema 3: Esquema de Funcionamiento de las Sociedad de Garantía Recíprocas



(Extraído del site de SGR Garantizar; Site: www.garantizar.com.ar)

La Cámara que agrupa a las SRG denominada CASFOG informa que hasta la fecha de su último informe en el mes de diciembre de 2015 más de 4000 pymes se benefician con este sistema, otorgando garantías por un monto aproximado de USD 4000 millones. También es importante remarcar que la ley que rige a las SRG presenta un inciso en el que permite incentivos de tipo fiscales a las grandes empresas que deseen participar.

No cabe duda de las bondades del sistema de SRG que permiten a las pymes contar con otra herramienta de financiamiento, sin embargo este sistema muestra a la fecha dos debilidades importantes. Por un lado el bajo nivel de penetración dentro de este segmento de empresa, por otro, una baja educación financiera de los empresarios o poca difusión por parte de las SGR sobre las bondades del sistema. La segunda debilidad es que existe una fuerte acción hacia la especulación por parte de alguna compañía que tratan de obtener un rédito fiscal con el usos del sistema.

4.7.2. Experiencia Internacional

Existen en la actualidad tres diferentes sistemas de garantía a nivel global los cuales son: Los Fondos de Garantías (tanto públicos como privados, los apoyados por organismo bilaterales o multilaterales y nacionales o internacionales) y los sistemas de sociedades de garantías, esto

presenta la vertiente mutualista (donde los empresarios son parte de la sociedad) y la versión corporativa (forma por instituciones públicas, bancos u organizaciones financieras)

La presencia de sistemas de garantía es ampliamente difundida en el mundo desarrollado con fuerte presencia en Norteamérica y Europa, estos programas están por lo general administrados por agencias gubernamentales, sociedades de garantías o por garantías mutuas. En el caso de Latinoamérica la mayor difusión la tienen las sociedades de garantías recíprocas pero con un menor desarrollo aunque también se utilizan el sistema de esquema de garantía complementado por programa de garantías (siempre baja supervisión de organismos públicos, pudiendo ser tercerizado el servicio).

Entre los principales a nivel global podemos mencionar en el caso de Europa el del Reino Unido que se denomina Sistema de Garantía de Préstamos que está operando desde la década del 90' y actúa sobre sectores específicos de la economía o pymes en dificultades de financiamiento, falta de garantías o antecedentes crediticios, mientras que la ayuda es provista en conjunto con bancos y otros prestamistas. Para el caso de Alemania el mecanismo más utilizado es el programa espacial europeo denominado European Recovery Programme (ERP), que se inició luego de la finalización de la segunda guerra mundial con los programa de post guerras. El riesgo de default y el costo del subsidio de tasa de interés corren por cuenta del gobierno federal. Además hay otro programa denominado de capitalización donde los fondos surgen mediante el mercado de capitales. Este programa apoya con hasta el 40% de los requerimientos de financiamiento. Finalmente, estas las KGG asociaciones de garantía crediticia que son organismos mutuales que dan soporte mediante garantías colectivas sobre préstamos. Donde la entidad bancaria asume el riesgo por el 20% del financiamiento emitido y el gobierno federal y el estado emiten una contra garantía por hasta el 70% del valor final de préstamo.

En Canadá, su programa principal es el Small Business Loans Act el cual está activo desde el año 1961, sufrió varias modificaciones desde su inicial y en la actualidad cubre créditos garantizados. Existe también otro programa para el sector agrícola. En los Estados Unidos cuenta también con un programa federal mediante el programa mencionado anteriormente SBA (Small Business Administration). También existen programas estatales que actúan sobre las propias industrias. A la fecha quince estamos cuentan con estos programas de garantías del cual cobra mayor relevancia es el del estado de California.

El país azteca, México requiere de una aclaración. Si bien muestra grande similitudes con los de EE.UU y Canadá. Se desarrollan varios programas articulados a través de entidades del sector público, sin tener una agencia centralizada como en los casos citados anteriormente, lo cual nos permite diferenciarlo en cuanto a las tipologías de empresas por su tamaño y característica dando como resultado un mix diferente al resto de los países latinoamericanos⁸¹.

Habiendo analizado las fuentes de financiamiento tanto en el mundo como en el país con sus características, ventajas y desventajas solo nos queda por hacer un análisis más detallado de las opción de financiamiento mediante el mercado de capitales, hecho que se realizara en el capítulo siguiente.

⁸¹Herrero Alfredo y Pombo Pablo Herrero Alfredo (2001)

METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN

Habiendo realizado tanto la introducción como el marco teórico que dieron el sustento al trabajo como así también los capítulos II, III y IV que mostraron el estado de situación de las pymes como de sus opciones de financiamiento tradicionales. En esta última sección y no menos importante se realizó el capítulos contendiente al análisis de los resultados obtenidos de a partir de la información recolectada en fuentes secundarias que permitieron el análisis de situación y comparación de los diferentes mercados de capitales y sus instrumentó focalizados en el segmento pymes.

Es importante recordar que el universo pymes presenta un gran heterogeneidad y volumen como ya lo hemos mencionado por lo cual el análisis realizado se enfocó en el análisis el problema y las posibles opciones de financiamiento para empresas de mediano tamaño con un estructura de capital y experiencia en la utilización de instrumentos financieros.

CAPÍTULO 5

EL MERCADO DE CAPITALES

5.1. Mercado de Capitales en el Mundo

A partir de la década de 1990, los mercados bursátiles internacionales se han convertido en una fuente importante de financiamiento para las empresas. Se entiende a estos últimos como un conjunto de instituciones, regulaciones y prácticas que guía a individuos que forma un sistema en el cual tanto los oferentes como demandantes de los recursos pueden interactuar libremente. Este flujo de capitales que interactúa y se moviliza desde los individuos que originan fondos hacia los que requieren financiamiento Álvarez (2008).

En el Argentina, sin embargo, este mecanismo no es una práctica habitual, puesto que las empresas se financian primordialmente mediante el endeudamiento con terceros (préstamo bancario) o la reinversión de utilidades como se observó en el capítulo anterior. Volviendo el mercado internacional el financiamiento para las pymes en el mundo muestra la existencia de varios mercados denominados “Alternativos”. Entre los que podemos mencionar los de Inglaterra, Chica, Corea del Sur, Canadá y España. Estos mercados muestran diferentes características y particularidades que se adaptan a la dinámica de las pymes. Y están estructurados para cubrir las necesidades de las pequeñas y medianas empresa, entre los más importantes podemos mencionar:

País	Mercado Alternativo	Año de Inicio	Empresa Listadas	Mercado Principal	Año de Inicio	Empresa Listadas
Inglaterra	Alternative Investment Market (AIM)	1995	982	London Stock Exchange (LSE)	1698	2267
Canadá	Toronto Stock Exchange Venture (TSXV)	1997	2277	Toronto Stock Exchange (TSX)	1861	1524
España	Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	2008	21	Bolsas Y Mercados Españoles (BME)	1831	130
Polonia	New Connect (NC)	2007	397	Warsaw Stock Exchange (WSE)	1991	434
Corea del Sur	KOSDAQ	1987	785	KOSPI	1956	1031
China	Chinext	2009	332	SME Board	2004	683
Australia	Australian Securities Exchange (ASX)				2006	2211 ⁸²

La diferencia de estos mercados frente a los tradicionales radica en que la gran mayoría de estos países, presenta una mayor cantidad de elementos de autorregulación y están diagramadas para

⁸² De elaboración personal en base a información del Financiamiento para pymes en el Mercado de Capitales a través de acciones; Reporte del grupo de trabajo experiencias internacionales

este segmento de compañía; Su régimen de Contratación e Información también es específico; Busca darle transparencia a los inversores tanto institucionales como privados con oferta propias para cada segmento; Presentan estructuras de asesoramiento en los procesos de IPO que aseguran tener precios de referencia y lograr niveles satisfactorios de liquidez. Hablando propiamente de la cotización, estos mercados en la gran mayoría presentan reglas que según el informe del Financiamiento para pymes en el Mercado de Capitales se componen: *“los mercados para cotización, muestran: free float mínimo; dispersión por número mínimo de accionistas y de acciones; rentabilidad; histórico de la empresa (incluyendo el número de balances auditados) y el tamaño/capitalización. En algunos países, como Canadá, los mercados principal y alternativo adoptan reglas cualitativas sectoriales, es decir, reglas de admisión que varían según el sector económico en que las empresas se enmarcan, por ejemplo, recursos financieros, capital circulante, propiedad, plan de negocios y laudos. En el caso del mercado principal, estas reglas son más rígidas en comparación con el mercado alternativo”*⁸³.

En cuanto al apoyo desde el sector público existe la presencia de incentivos impositivos para los inversores, se estimula la creación de vehículos particulares para estos mercados. En cuanto a la cuestión legal, se enuncian normas que faciliten el acceso a las compañías incluyendo normas de disclosure y finalmente el apoyo con financiamiento en los procesos de lanzamiento. Para los inversores los incentivos tributarios en Inglaterra-AIM, Canadá-TSXV, ChinaShenzhen/Chinext; y Corea-KOSDAQ son por ejemplo la disminución parcial o total del impuesto a la renta sobre las empresas que cotizan, la ganancia de capital obtenidos por la venta de acciones o ganancia por dividendos percibidos y la exención sobre el impuesto de transferencia de acciones como herencia; A veces, existe la condición de una permanencia mínima como inversor de la empresa (lock-up).

Desde 2007 y luego de la crisis del 2008 se observó una fuerte merma en el número de IPO⁸⁴ a nivel mundial, tanto para mercados principales como alternativos. Donde los costos directos

⁸³Financiamiento para pymes en el Mercado de Capitales a través de acciones; Reporte del grupo de trabajo experiencias internacionales

⁸⁴ Una oferta pública de venta (OPV o en inglés Initial public offering (IPO)) es una operación que se realiza a través del mercado bursátil, mediante la cual un ofertante pone a la venta algún activo financiero de una empresa o una sociedad. La oferta pública de venta comprende la oferta pública general (la que se dirige al público en general) y la oferta pública restringida (la que se dirige a determinados grupos restringidos).

que enfrentan las compañías no son un factor preponderante sino el aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores frente a este tipo de inversiones.

5.1.2. Caso de Chile

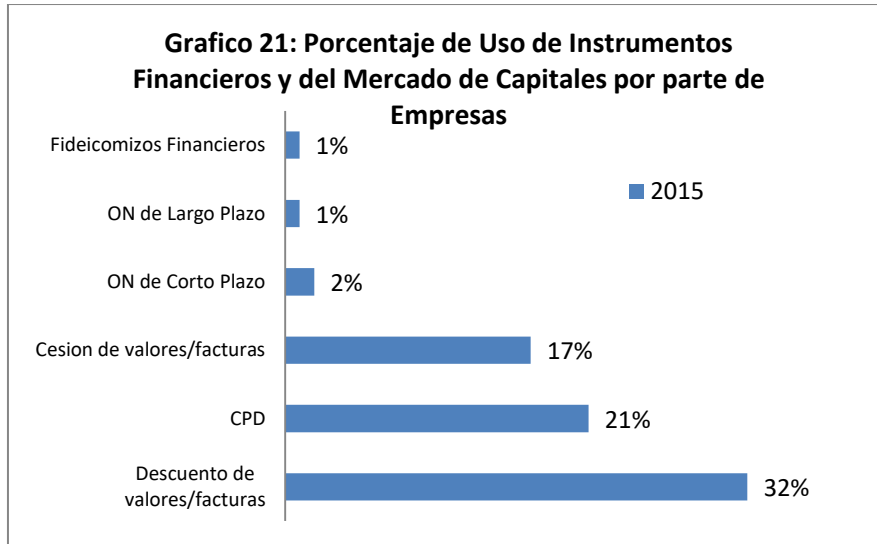
El Mercado Venture es una iniciativa desarrollada en conjunto entre la Bolsa de Santiago de Chile y el TSX Venture Exchange canadiense, a partir del acuerdo suscrito entre las partes en 2014 y que comenzó a operar en mayo de 2015, que permite aprovechar la experiencia canadiense en facilitar la formación de capital de las empresas en fase de desarrollo inicial, proveyendo además la oportunidad para los emisores de TSXV de listarse en su bolsa de origen y a la vez en el nuevo Mercado Venture de la Bolsa de Santiago. Esta iniciativa está enfocada en el sector minero y sería una posibilidad de análisis para las empresas del sector agropecuario en Argentina

5.1.3. En Argentina

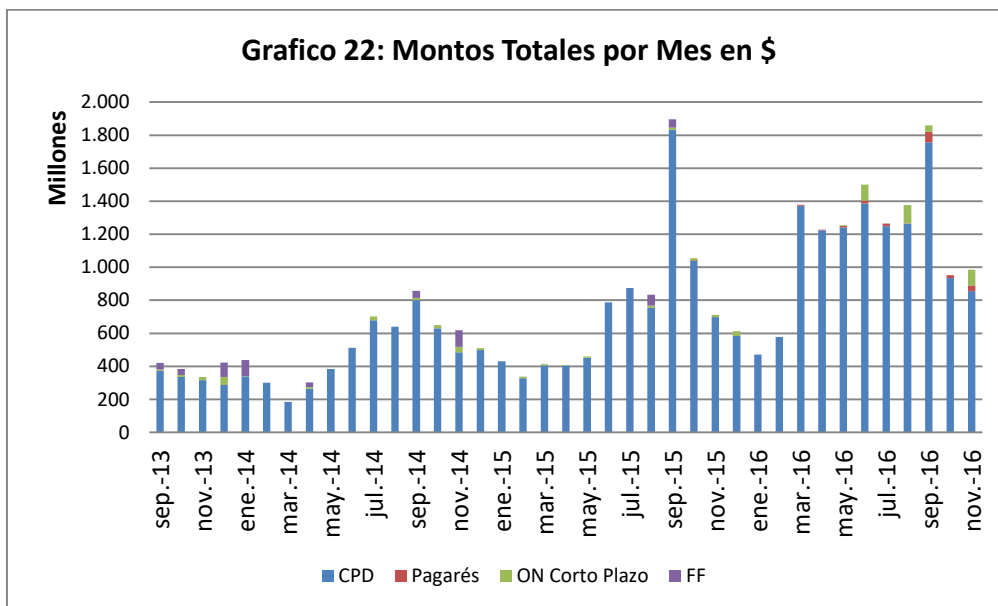
El mercado de capitales en Argentina en el último tiempo mostró una evolución considerable aunque en relación a la economía muestra una acotada participación si se lo compara con otras economías productivas (ver gráfico siguiente) en nuestra opinión de las recurrentes crisis que ha vivido la economía del país y elevada volatilidad política por nombrar algunos de los más importantes. Esto produjo un gran desequilibrio entre la oferta y la demanda, falta de rubros de la economía en cotización en los diferentes paneles y mercado muy concentrados.

Ranking	País	Valor de Cap./PIB %	Ranking	País	Valor de Cap./PIB %
1	Hong Kong	1,087	10	Australia	95
2	Singapur	258	12	Chile	92
3	Suiza	248	13	Japón	88
4	Inglaterra	153	15	España	84
5	EUA	148	20	Brasil	46
6	Suecia	139	21	México	39
7	Canadá	114	25	China	26
9	Corea	101	27	Argentina	10

Si observamos la participación pymes y qué instrumentos utiliza se observa que tienen preponderancia el descuento de valores y la constitución de fideicomisos financieros (ver gráfico 21 y 22). Donde se utilizan fundamentalmente para fondeo de caja para cubrir necesidades de corto plazo y no para financiamiento de largo plazo.



(De elaboración personal en base a datos de Resumen Mensual Bolsa de Comercio de Buenos Aires)



(De elaboración personal en base a datos de Resumen Mensual Bolsa de Comercio de Buenos Aires)

5.1.4. Beneficios

Podemos mencionar alguno de los beneficios que logran las compañías y las pymes propiamente dichas en el mercado de capitales son:

- Financiamiento de forma constante, incluso en momento de elevada volatilidad. Producto de la presencia de una amplia gama de inversores con diferentes aversiones al riesgo.

- La oportunidad de diversificar oferta de financiamiento.
- Flexibilidad, ya que se puede estructurar diferentes instrumentos financieros de acuerdo a los flujos de efectivo y las necesidades de caja de la propia compañía.
- Sistemas con operación online que permite su monitoreo tanto para las pymes como el inversor.
- Publicación trimestral más hecha relevante por parte de la compañía a fin de cumplir con los requerimientos de la CNV.
- Publicidad no tradicional al momento de cotizar que posibilitan nuevo negocios.
- Mejora la imagen institucional.

La incursión de las pymes en el mercado de capitales como opción de financiamiento, es a la fecha y observando la realidad del país, en nuestra opinión con mayores estímulos una opción factible para las pymes de financiar su operación.

5.1.5. Régimen Pymes

Este nuevo régimen se enfoca en las Pequeñas y Medianas Empresas tiene la finalidad de generar un mayor acceso al Mercado de Capitales bajo el régimen PYME CNV, con la resolución 659/2016 de las CNV (Comisión Nacional de Valores)⁸⁵ en el mes de abril de 2016, que determinó que las compañías con los siguientes máximos de facturación por año fiscal: Para el sector agro se fijó en \$160 millones de pesos, para servicios de \$180 millones de pesos, \$270 millones de pesos para la construcción, \$540 millones pesos para industria y minería y de \$650 millones para el comercio. Los nuevos toques, en tanto, resultan mucho más productivos que los anteriores y procuran aumentar la participación de las compañías en el Régimen Pyme de la Comisión Nacional de Valores:

⁸⁵ La Comisión Nacional de Valores (CNV) es el organismo oficial que se encarga de la promoción, supervisión y control de los mercados de valores de toda la República Argentina. La CNV es un organismo autárquico actuante en la órbita de la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas. Concentra el control de todos los sujetos de la oferta pública de valores negociables, a fin de promover y fortalecer la igualdad de trato y de participación, creando mecanismos que permitan garantizar la eficaz asignación del ahorro hacia la inversión. La CNV es la encargada de otorgar la oferta pública, velando por la transparencia de los mercados y la correcta formación de precios en los mismos, así como la protección del público inversor.

Ingresos totales anuales para acceder al Régimen PYME CNV					
Comisión Nacional de Valores					
Abril 2016					
Sector de Producción	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Ventas totales anuales, hasta (\$)	\$160.000.000	\$540.000.000	\$650.000.000	\$180.000.000	\$270.000.000

8687

Mediante su Norma (T.O. 2013) demarca un nuevo marco regulatorio para las pymes que deseen incursionar en la emisiones de valores negociables representativos de capital o deuda. Lo que le permite tener un régimen de OP especial, denominado “Régimen PYME CNV”, que presenta beneficios y ventajas que buscan impulsar el financiamiento productivo, así como acompañar el proceso de crecimiento de la empresa dentro del ámbito de la oferta pública.

Requisitos Legales⁸⁸

- *Texto vigente de los estatutos certificado por escribano.*
- *Acta de resolución del órgano de gobierno o asamblea que dispone la oferta pública.*
- *Acta de resolución del órgano de administración que dispone la emisión y sus condiciones.*
- *Estados contables anuales últimos 3 ejercicios.*
- *Informe de Contador Público de empresa en marcha, que cumple con los requisitos del régimen PYME CNV y que posee una organización administrativa que le permita atender adecuadamente los deberes de información propios de dicho régimen*
- *Nómina del órgano de administración y fiscalización. Indicar las líneas Gerenciales en su caso.*
- *Descripción de la composición del capital social (con y sin oferta pública).*
- *Designación y datos de los auditores contables profesionales (titulares y suplentes).*

⁸⁶ Portal de la Comisión Nacional de Valores.

⁸⁷ Se entenderá por ingresos totales anuales, el valor de los ingresos que surjan del promedio de los últimos tres (3) estados contables y deducidos los ingresos provenientes del exterior que surjan de los mencionados estados contables hasta un máximo del cincuenta por ciento (50%).

No serán consideradas PYMES CNV las entidades bancarias, los mercados autorizados a funcionar por esta Comisión y las entidades que brinden servicios públicos.

Tampoco serán consideradas PYME CNV aquellas que reuniendo los requisitos previos estén controladas o vinculadas a otra empresa o grupo económico que no revista condición de PYME CNV. En caso de entidades controladas, el veinte por ciento 20% o más del capital y/o de los derechos políticos de las entidades incluidas en la nueva definición de PYMES CNV no deberán pertenecer a otras entidades que no encuadren en las definiciones legales de PYMES CNV.

⁸⁸ Extraído del portal pymes de la CNV; Sites <http://www.cnv.gob.ar>

- *Prospecto de emisión*
- *Documentación necesaria para tramitar credenciales de operador y firmante (art. 4° y 5° Título XV de las Normas N.T.: 2013 y mods.).*

5.2. Instrumentos de Inversión



5.2.1. Cheques de Pago Diferido (CPD)

Este sistema permite al que posee valores a plazo pueden descontarlos o venderlo en el mercado lo que le permite hacerse de fondos líquidos, la compra de estos valores a cambio de una tasa de interés futura. Esto le permite a las empresas lograr según CNV pueden obtener el importe que resulte, neto de costos, y así conseguir capital de trabajo⁹⁰. Se define el cheque como una orden de pago con una fecha de emisión y una fecha de cobro.

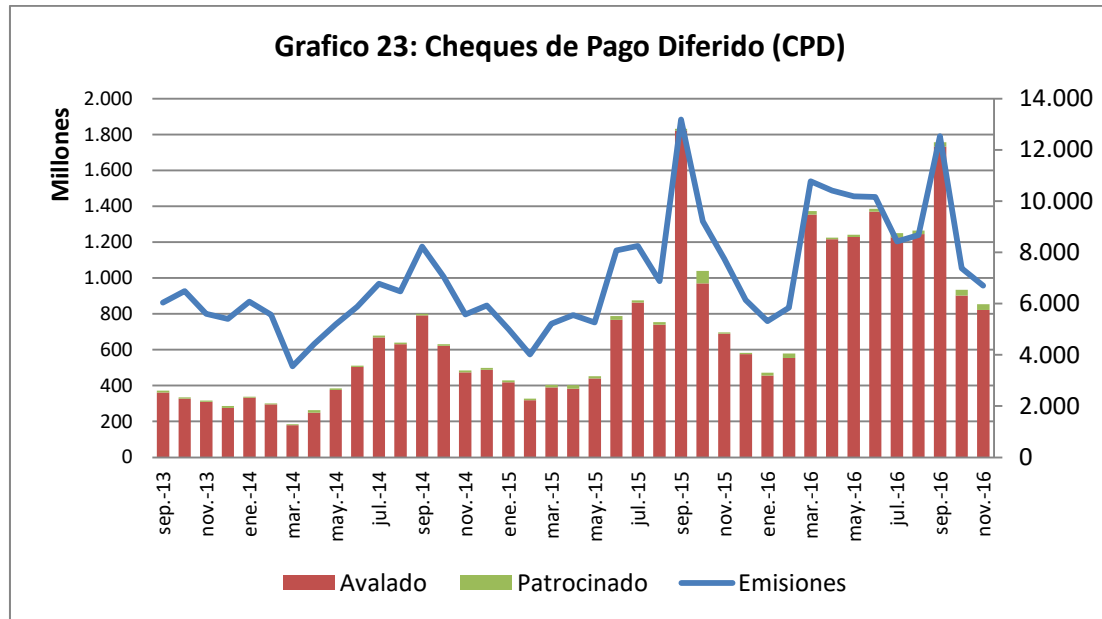
Estos valores se puede negociar mediante dos sistemas: el patrocinado y el avalado. En primero requiere que la empresa se listan primeramente en el mercado para poder luego negociar los valores en favor de sus proveedores para el pago de servicios. En el caso del avalado las pymes tanto físicas como jurídicas pueden descontar sus valores tanto propios como de terceros mediante una SRG (punto que describí en el capítulo anterior). La SRG autoriza a que los valores de sus socios pueden ser descontados y garantiza el pago mediante un aval.

Este es el instrumento de ingreso para la mayoría de las pymes al mercado de capitales, ya que resulta de sencillo comenzar operar con los CPD. Según datos surgidos de las alternativas de financiamiento en el Mundo PyMe *“De las 15.252 pymes que entre enero 2002 y octubre 2016*

⁸⁹ Portal pymes; Instrumentos; Site de la Comisión de Valores; Sites <http://www.cnv.gob.ar/>

⁹⁰ Portal pymes; Instrumentos; Site de la Comisión de Valores; Sites: <http://www.cnv.gob.ar/>

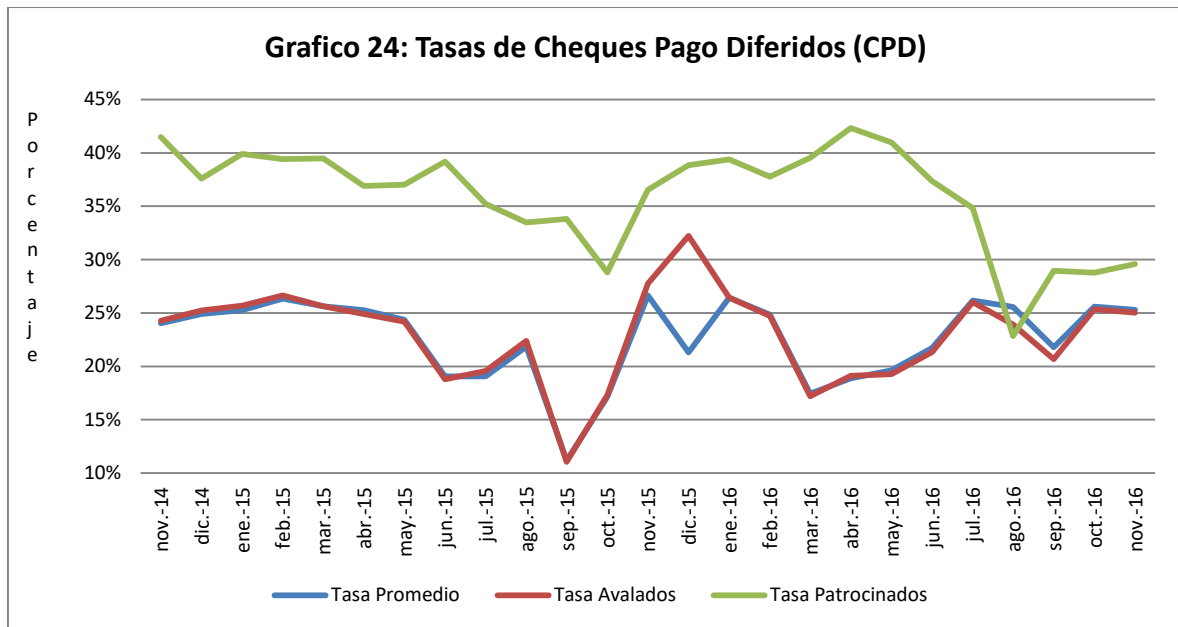
se financiaron a través del Mercado de Capitales, 15.774⁹¹ lo hicieron por medio del Cheque de Pago Diferido (CPD)”. Lo que representa aproximadamente el 2,6% están registradas del total de compañías pymes para operar en mercado de capitales.



(De elaboración personal en base a informe Mensual Pymes de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.)

Los datos hasta noviembre de 2016, muestran que el monto acumulado a lo largo del 2016 en financiamiento realizado mediante CPD alcanzó los \$12.332 millones correspondiendo el 97,6% a valores avalados y el 2,36% restante a patrocinados. Esto representa un crecimiento del 54,1% frente igual periodo de 2015 en monto, en cuanto a las cantidades la suba llegó hasta el 22,9%. La caída registrada en los últimos tres meses que se observa es producto de la tasa de interés que debieron abonar las pymes donde se registraron caídas de 41,1% en el mes de oct-16 frente a sep-16 y del 9,0% en el mes de nov-16 en relación a oct-16 (ver gráfico 23 y 24).

⁹¹ Reporte pymes Mensual del Mes de Noviembre de 2016; Bolsa de Comercio de Buenos Aires

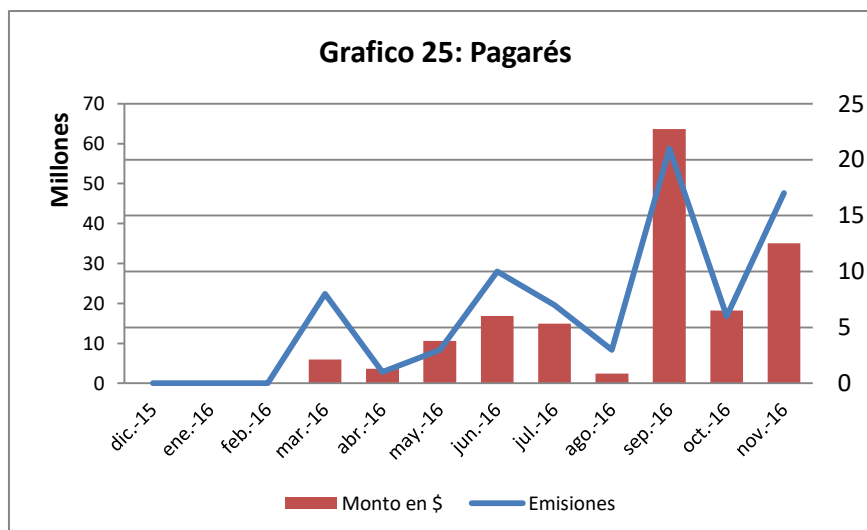


(De elaboración personal en base a informe del IAMC; Site: <http://www.iamc.com.ar/informes/>)

Mediano Plazo

5.2.1. Pagaré

Resulta un instrumento de mediano y corto plazo que una fácil implementación, tiene la particularidad que se puede utilizar entre los 180 días hasta los 3 años. Y lo diferencia de los CPD que estos se puede emitir en moneda extranjera por ejemplo dólares estadounidenses, lo que les permite a las pymes utilizar en operación para prefinanciar exportaciones. El Pagaré Bursátil (en once primeros meses del año 2016, se negociaron 76 pagarés por un valor nominal de \$ 171,3 millones, mientras en todo 2015 se transaron 14 pagarés por \$ 3,65 millones) (ver gráfico 25).



(De elaboración personal en base a informe del IAMC; Site: <http://www.iamc.com.ar/informes/>)

5.2.2. Obligaciones Negociables

Son un instrumento que funciona como un bono privado que representa deuda de la empresa que la emite. Esto no supone la participación societaria alguna y el inversor es un mero acreedor.

Las pymes están habilitadas para emitir este tipo de valores negociables mediante el régimen simplificado⁹² que le permite realizar ofertas públicas y listarse. Según el Site de CNV *“Este sistema fue creado a efectos que las pymes accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos, ya sea para la realización de inversiones o el refinanciamiento de deudas. Muchas empresas recurren a estos bonos para ampliar capital, mejorar tecnología o implementar proyectos de investigación”* (Ver formulario en Anexo).

En cuanto a los montos de emisión de ON en el caso de las pymes se puede elevar hasta los \$15 millones de pesos por compañía. La reglamentación indica que el emisor podrá pedir la autorización para listar el programa de emisión de la colocación de la o las series en un plazo máximo de dos años de otorgada la autorización. Se podrán colocar series sucesivas parciales siempre y cuando la suma total no exceda el tope de \$15 millones de pesos detallado anteriormente. Pero, desde entonces, merced al Decreto 598/2016 del Poder Ejecutivo, se actualizó este monto a \$ 100 millones de pesos.

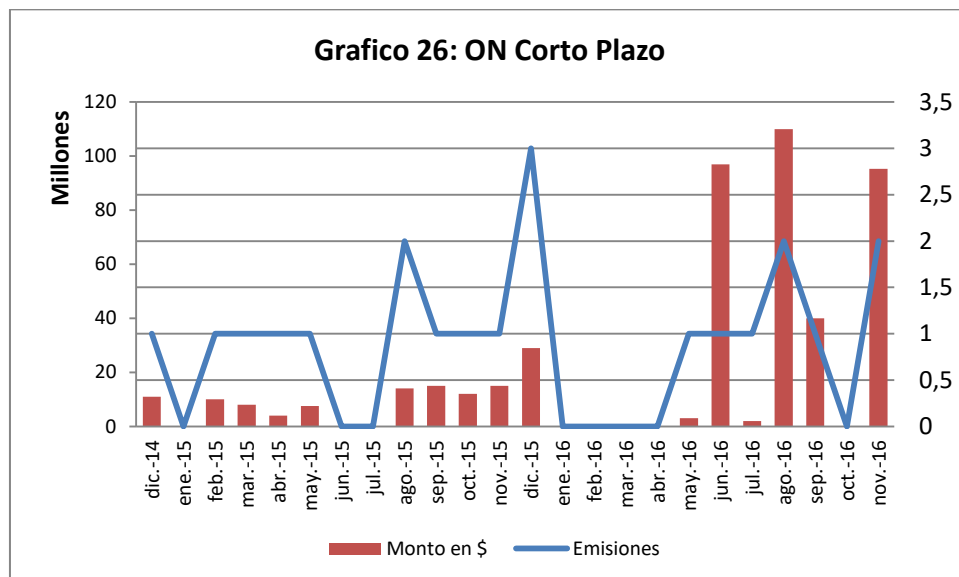
En cuanto a las ventajas que presenta una emisión de ON para las pymes se podría detallar en la presentación de información contable básica, menor costo financiero frente a otras alternativas del mercado, un amplio acceso a portafolios de inversores, un nuevo canal de financiación. Además como mencionan desde CNV *“en momentos difíciles de la economía, un sistema de financiación transparente en el que se conoce claramente los componentes esenciales; por ejemplo, la tasa final de una emisión de deuda, la posibilidad de estructurar la emisión en función del flujo de fondos y demás necesidades de la empresa, el acceso a nuevos clientes, proveedores y otras fuentes de financiación, como los bancos, que trae como consecuencia la exposición que adquiere la empresa al participar del mercado de capitales”*.

⁹² El mismo se encuentra regulado bajo la denominación de Tratamiento prioritario por parte de la CNV, acorde al Decreto 1087/93.

El precio de colocación

El valor de colocación al momento de emitir una ON se puede determinar de diferentes maneras aunque finalmente el mercado es el que decidirá mediante la relación de oferta y demanda. Pero la principalmente utilizado para determinar el precio de inicio son por medio de un precio fijo producto del criterio de emisor y este puede ser a la par, bajo o sobre la par; También puede ser mediante un Book Building que se constituye un precio a partir de la construcción de una curva a en base a la opinión de los interesados y permite tener un precio de corte.; Finalmente el ultimo método utilizado puede ser el de subasta holandesa donde por medio de la manifestación de los interesados se colocan las ON comenzando por el que realiza la mayor oferta hasta el menor hasta cubrir el monto de emisión. También es factible realizar un combinar de estas tres.

En cuanto a número de ON emitidas durante el año 2016 se realizaron 8 emisiones por un monto total de \$347,3 millones frente a 9 de año 2015 que alcanzaron los \$85,5 millones de pesos. (Ver gráfico 26).



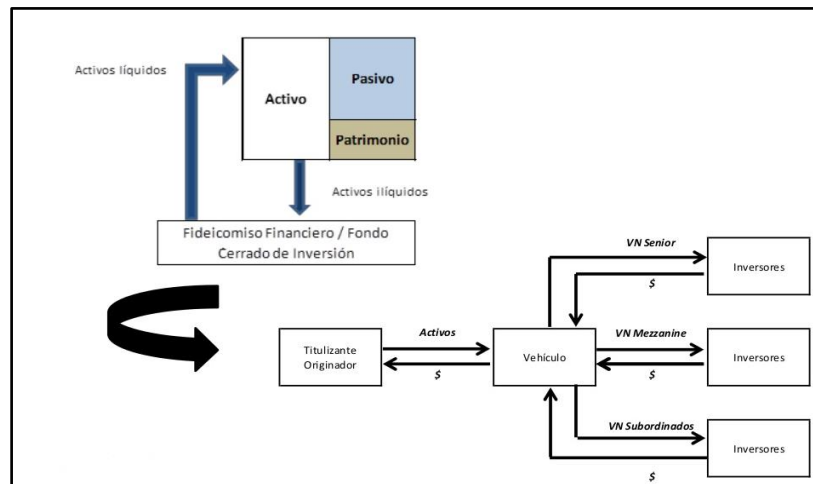
(De elaboración personal en base a informe del IAMC; Site: <http://www.iamc.com.ar/informes/>)

5.2.3. Fideicomisos Financieros

Es una herramienta que le permite a las pymes fondear, separando un activo (ya sea real o financiero) de su patrimonio y cediendo a un administrador, esta herramienta es óptima para transformar activos de baja liquidez en altamente líquidos, gran parte de sus éxito en el mercado

de capitales por parte de las pymes es que permite la posibilidad de agrupar o asociar empresa con el fin de poder disminuir costos y finalmente lo más importante el riesgo.

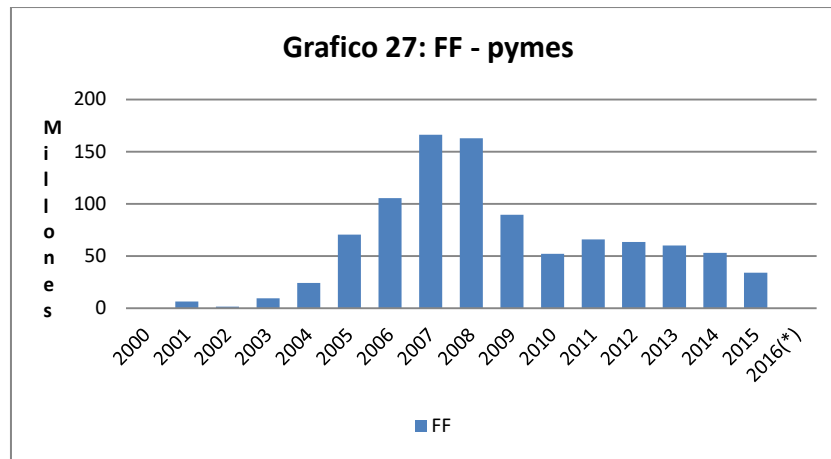
Figura 4: Estructura de Fideicomiso Financiero



(Extraído del site Tarallo Socieda de Bolsa; Site: <http://www.tarallo.com.ar/>)

Los Bienes Fideicomisitos quedan exentos de las eventuales acciones de los acreedores y los inversores no se perjudican antes posibles inconvenientes y las pymes y su patrimonio quedan por fuera de este instrumento. De esta forma, aun mostrando problemas o dificultades, cualquier compañía con buenas perspectivas de futuros negocios podría incorporarse al sistema.

Según la CNV *“El hecho de que los bienes fideicomitados quedan separados del riesgo comercial de la empresa, hace que ésta pueda acceder a mejores calificaciones de riesgo y emitir títulos valores garantizando su pago con el flujo de fondos generado por esos activos específicos. La mejor calificación de riesgo y las mejores garantías implican un menor costo de financiamiento para la emisora. Además, los costos para grupos de empresas son menores a los de una emisión individual”*. Finalmente los FF son una excelente herramienta para bajar riesgos y como consecuencia lograr menores tasas en el costo del financiamiento frente a otros instrumentos bancarios.



(De elaboración personal en base a informe del IAMC; Site: <http://www.iamc.com.ar/informes/>)

Como se observa en el (gráfico 27) la evolución de los volúmenes emitidos alcanzan su pico máximo entre los años 2007 y 2008 convirtiéndose en la segunda herramienta más utilizada y nunca más volvieron a recuperarse, esto se explica por un lado por mayor aversión al riesgo del lado del inversos y de lado de los emisores por la baja práctica de uso de mercado de capitales como por los costos de los mismo. En el ejercicio 2015 alcanzaron solo el 2% de la participación sobre el monto total de emisión de empresas pymes.

Largo Plazo

5.2.4. Acciones

Para las pymes existe el denominado régimen simplificado de oferta pública y cotización, creado a los fines de que este segmento de compañías puede conseguir el financiamiento requiero para el desarrollo de sus planes de inversión y proyectos. Presenta la particularidad de ser el único instrumento detallado hasta este párrafo que no representa una promesa de pago por parte de la empresa (ya sea que realice un emisión de acciones preexistente o ampliando el capital social).

En el caso de Argentina a la fecha de realizar el presente trabajo solo tres compañías estaban listadas en el panel pyme de la Bolsa porteña⁹³⁹⁴ Insumos Agroquímicos S.A: (INAG), empresa dedicada a la venta de productos agroquímicos; Meranol (MERA) que produce y comercializa

⁹³ Las acciones pymes sólo pueden ser adquiridas por inversores calificados, según lo regulan las normas de la CNV (ver Resolución General 579/2010).

⁹⁴ Resumen Semana Bolsar

producto químicos y finalmente Ovoprot International S.A (OVOP) que fue la última en realizar una oferta pública por 3,3 millones de acciones en el año 2011 .En la actualidad se encuentran en trámite para realizar su oferta pública las siguientes pymes: Avícola Telos S.A., Cartasur Cards S.A., Del Fabro Hnos. y Cía. S.A., GUBA S.A., Infracom S.A, Novagro S.A., Planobra S.A., Zolmaco S.A.⁹⁵

Ahora bien para poder listarse las pymes requieren de realizar los pasos y disposiciones que solicitar la Comisión Nacional de valores CNV y a su vez también los requisitos del régimen accionario Pyme del mercado⁹⁶.

Fondos Asistir: Este fondo asiste a las pymes que desean incursionar en el mercado de capitales en su primera colocación, financiar los costos asociados a la primera emisión en el mercado de capitales de pymes. Además de asegurar la colocación firme (underwriting) en el mercado primario hasta 100% de cada emisión primaria. Esto significa que el fiduciario previamente mencionado, Nación Fideicomisos S.A., asegura la compra de los valores negociables que emite la pyme a través de una suscripción.⁹⁷

Dentro de las ventajas de operar en el mercado de capital, las emisiones pymes le permiten a estas compañías no asumir deuda e incorporar un socio. Logrando tasa de financiamiento del orden del 0% permite a la pyme encarar negocios que sin la incorporación de socios-inversores lo que podría lograr una valoración objetiva de la empresa⁹⁸ además de dotar a la compañía de mayor transparencia y un marco publicitario no tradicional bajo costo.

El Costo del IPO

En cuanto al costo de realizar un IPO (Initial public offering) según estimaciones realizadas por el escuela de Economía de la Universidad de Múnich sobre 950 operación de salida a bolsa de menos de 100 millones euros entre los año 1999 y 2008, el costo promedio de la emisión puede alcanzar el 10% del capital captado⁹⁹. El mismo informe señala que las compañías no

⁹⁵ Extraído de informe CNV

⁹⁶ Requisitos y demás reglamentación para la emisión y listado de acciones de pequeñas y medianas empresas se encuentran en la Resolución de Consejo Nro. 2/2002

⁹⁷ Site Portal pymes de Comisión Nacional de Valores; <http://www.cnv.gob.ar/>

⁹⁸Sainz Juan; Análisis Fundamental de Forex; Site Investing.com; sin fecha de publicación

⁹⁹ MAB: Un pastel de 150 millones de euros para colocadores y asesores; Site Expansion.com; Fecha: 17 de febrero de 2010.

tienen una media pero su valoración oscila entre los 50 y 75 millones de euros y sacan a oferta pública el 30% del capital en promedio. De este modo para una pyme el costo alcanza entre 1,5 y 2,5 millones de euro en promedio.

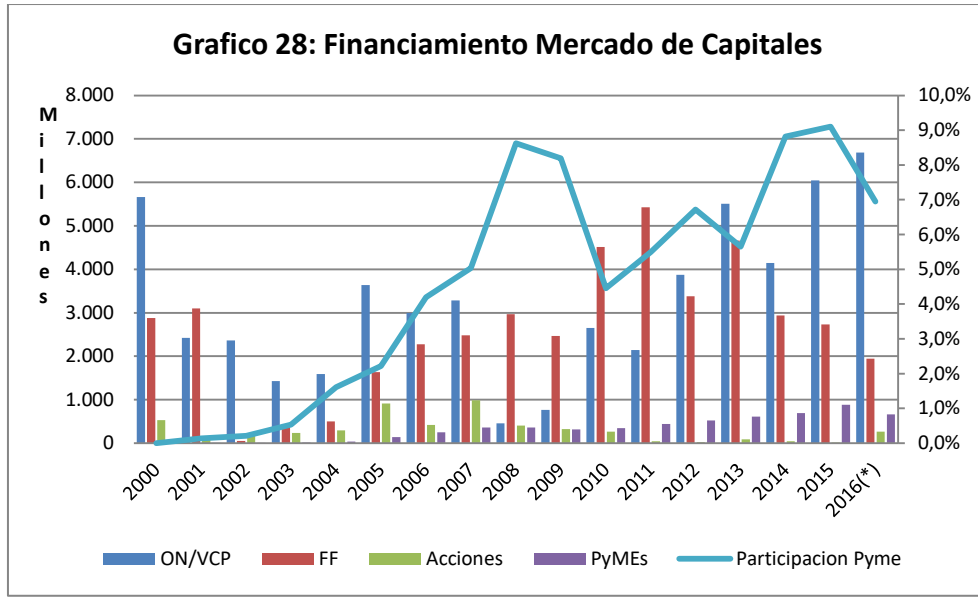
A esto hay que sumarle los siguientes conceptos: comisión a la calificadora, colocación, gastos de publicidad y asesoría legal, costes de auditoría, costes del asesoramiento y costes de incorporación a la bolsa de valores¹⁰⁰. De estos costos el principal es el del asesor, en cambio la admisión y el mantenimiento son relativamente bajos.

La definición del precio la realiza el colocador a partir de una valoración de la empresa analizada sus activos, los beneficios actuales y la proyección de ingresos para el futuro. La empresa y el agente colocador acuerdan normalmente un valor inicial de las acciones, que a menudo surge de dividir la cifra en que se ha valorado la compañía por el número de acciones que han decidido ponerse a la venta. Luego de esto se inicia un proceso de suscripción de por lo menos 15 días, en esta etapa existe también modificaciones en el valor de referencia. Terminado este tiempo de suscripción y antes de la emisión se fija el precio inicial que luego es sometido al proceso de oferta y demanda¹⁰¹.

Como conclusión podemos inferir que las pymes solo tiene acceso a una mínima parte del financiamiento de existe dentro del mercado de capitales. Los datos relevados por el IAMC muestran que en promedio entre los años 2000 y 2016 el 94,9% de los fondos fueron captados por las grandes empresas y solo 5,1% fueron destinados a las pymes (ver gráfico 28).

¹⁰⁰ Sainz Juan; Análisis Fundamental de Forex; Site Investing.com; sin fecha de publicación

¹⁰¹ Cómo se fija y cómo varía el precio de las acciones bursátiles; Site Gedesco.com; Fecha 29 de agosto de 2012.



(De elaboración personal en base a informe del IAMC; Site: <http://www.iamc.com.ar/informes/>)

La baja participación que se observa tiene un matiz mayor al observar la elevada participación CPD, hecho mencionado en el anteriormente.

CONCLUSIONES

En la actualidad no caben dudas de la importancia de las pymes en el desarrollo de la economía las cuales no solo permiten generar empleo, ser proveedores de grandes empresas y como así también dinamizadoras de diferentes segmentos del mercado. Pero esta virtudes se ven frenadas de alguna manera por un acotado nivel de opciones de financiamiento que limitan su campo de acción ya sea por fallas del mercado, limitada oferta como así también falta de ajuste las demandas de la pymes.

Por el lado de estas últimas se observa deficiencia en la calidad de información como así también elevada informalidad, sumado al hecho de presentar bajos niveles de garantías tanto por parte de las propias compañías como la de sus accionistas. Por lo que en su mayoría financian sus requerimientos de inversión con recursos propios producto de sus propios aportes o reinversión de utilidades, (donde depende de su propia realidad y la dinámica de la industria donde compite). También es importante mencionar el elevado nivel de proyecto frenados por no contar con financiamientos acordes. Finalmente resulta llamativo el gran número de pymes no solicitan asistencia financiera a los bancos y utilizan los recurso propios como son la reinversión de utilidades.

Si bien desde el sector público en los últimos años se han realizado una serie de medidas de estímulo positivas como son las líneas de inversión productivas o la nueva Ley pymes que permiten mejorar las condiciones de las empresas por medio de estímulos fiscales y de financiamiento. Sin embargo ambas medidas no alcanzan ya que no existe una correcta interrelación entre los diferentes organismos y programas sin tener en cuenta lo heterogéneo y diverso del segmento pyme. Sería provechoso incentivar la reinversión de las utilidades generadas por el segmento a través de la desgravación del impuesto a las ganancias o esquemas de amortización acelerada y de esta manera incentivar la inversión para modernización de plantas y equipos industriales de las pymes como realizan otros países de la región.

El sistema financiero por su parte muestra un tamaño reducido si lo comparamos a países de la región como Brasil y Chile lo que limita aún más el desarrollo de las empresas, esto limita su nivel de competitividad frente a las de los países vecinos como así también sus posibilidades de inversión producto de poseer costes financieros más elevados y plazo de pagos menores situación que les quita competitividad. Esto es producto en gran medida por no contar con una

moneda que resulte como instrumento de valor y unidad de cuenta, este hecho genera que el problema de financiamiento continuará presente y todas estas medidas mencionadas anteriormente solo atenúan las condiciones. Frente a esto hecho en el último año se observa un cambio de tendencia donde se realizaron una serie de medidas y correcciones que allanaron el camino para lograr un cambio de tendencia y lograr estabilidad monetaria que en el mediano y largo plazo puede dar sus frutos aunque todavía es prematuro para observar esos resultados.

Por lo que un sistema de garantía que es en nuestra opinión una excelente herramienta de financiamiento para los pymes aunque la entrevista que realizamos se dejó en evidencia, que solo requeriría de una mayor publicidad y ajuste en cuanto a los procesos y requisitos para ser una opción viable para todas las pymes que no cuenta con algún tipo de garantías y dejar de ser una opción similar a un banco.

Todo lo mencionado anteriormente condiciona el accionar de las pymes y como resultado directo en el grueso de la economía. Por lo que estimular el desarrollo del mercado de capitales para estas empresas mediante estímulos fiscales, proceso de registración y listados más sencillos, serían altamente provechosos tanto a inversores como destinatario del financiamiento sería de una gran utilidad, generando una nueva herramienta de fondeo con tasas competitivas y mayores plazos. Una forma de realizarlo sería desde mi punto de vista emulando el modelo de la bolsa chilena que utilizó las alianzas como mucho éxito logrando ampliar el abanico de inversores que puede ser replicado perfectamente en sectores altamente dinámicos y competitivos como son el agropecuario o biotecnología en Argentina.

Se podría concluir que la suma de incertidumbre en las condiciones macroeconómicas que caracterizan al país, la elevada informalidad laboral, estrategias de corto plazo de las pymes y el escaso desarrollo financiero de la mayoría de este tipo de compañías conspira contra el acceso a cualquier tipo de instrumentos que ofrece el segmento bancario por que vuelvo a remarcar la importancia de desarrollar un mercado financiero adaptados a las pymes no es un opciones sino una necesidad en la actual coyuntura.

BIBLIOGRAFÍA

- Allami y Cibils (2011). El financiamiento bancario de las pymes en Argentina (2002-2009). Revista; Problemas del Desarrollo.
- Álvarez Mariano y Durán Lima José (2009); Manual de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa; Publicación CEPAL.
- Ascúa Rubén (2005). “Instrumentos híbridos de financiamiento para empresas pymes. El caso de Alemania”.
- Banzas, Alejandro (2005). “Sociedad de garantía recíproca, Una herramienta para el desarrollo del crédito PyME”.
- Bavera Patricio (2007). Una alternativa de financiación para pymes “La Sociedad de Garantía Recíproca”.
- Braun, Miguel y Llach Lucas (2014); Macroeconomía Argentina; 2 ed. Cap 16.
- Brugger, Ernst y otros; Impacto de los programas de garantía de FUNDES sobre pequeñas empresas en América Latina; Fundación FUNDES; Serie Diálogo Nro. 9
- Chan Kim W.y Mauborgne Renée (2015) La Estrategia Del Océano Azul. Crear Nuevos Espacios De Mercado Donde La Competencia Sea Irrelevante; Ed Profit.
- COMUNICACIÓN “A” 5874; Línea de financiamiento para la producción y la inclusión financiera. Banco Central República Argentina; Fecha: 31 de diciembre de 2016.
- Cristini M y Bermúdez G (2004); Las PYMES argentinas: ambiente de negocios y crecimiento exportador; Fundación FIEL; Documento de Trabajo N° 80.
- Dumrauf, Guillermo (2010); Finanzas Corporativas; 3 ed; Ed. Alfaomega.
- Estrategia para Financiamiento de las PYMES y el Emprendimiento (2015); Informe Final; CONSEJO DE FINANCIAMIENTO DE PYMES Y EMPRENDIMIENTO.
- Fajfar, P. (2003). Las pequeñas empresas y el crédito bancario en la Argentina: un estudio entre la banca pública y la privada. En VIII Reunión Anual Red pymes. Mercosur, Rosario, Argentina.
- Ferraro Carlos y Otros (2011); Eliminando barreras: El financiamiento a las pymes en América Latina; Programa de Cooperación CEPAL-AECID.
- Filippo, A., Kostzer, D., y Schleser, D.(2004) Créditos a PyMe en Argentina: racionamiento crediticio en un contexto de oferta ilimitada de dinero. Santiago de Chile. Serie Desarrollo Productivo.
- Financing SMEs and Entrepreneurs 2015 An Scoreboard; OCDE

- FINANCING SMES AND ENTREPRENEURS 2016: AN OECD SCOREBOARD HIGHLIGHTS; OCDE
- Financiamiento para pymes en el Mercado de Capitales a través de acciones; REPORTE DEL GRUPO DE TRABAJO EXPERIENCIAS INTERNACIONALES
- Frank, Murray y Goyal, Vidhan K. (2011). "Trade-off y teorías Jerarquía de la deuda". Handbook of Corporate Finance Empírica Elsevier. pp. 135-202.
- Herrero Alfredo y Pombo Pablo Herrero Alfredo (2001); Los sistemas de garantías para la pyme en una economía globalizada.
- Informe Anual 2015 – 2016. Fundación Observatorio PyMe. (2016). Disponible en www.observatoriopyme.org.ar/publicaciones/.
- Informe Especial “Inversión y financiamiento de las PyMe manufactureras. Aspectos estructurales” (2016). Fundación Observatorio PyMe Disponible en www.observatoriopyme.org.ar/publicaciones/.
- Informe especial: acceso al crédito y crecimiento económico (2013). Fundación Observatorio PyMe. Disponible en www.observatoriopyme.org.ar/publicaciones/.
- Informe IV; Pequeñas y medianas empresas y creación de empleo decente y productivo (2015); Conferencia Internacional del Trabajo, 104.ª reunión, 2015.
- Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas, (2010) “Mercado de Capitales para pymes durante 2009”. Informe Técnico Número 1.
- La Coyuntura de las PyMe industriales en el Tercer Trimestre 2016; Fundación Observatorio PyMe. (2016). Acceso al crédito y crecimiento económico. Disponible en www.observatoriopyme.org.ar/publicaciones/.
- Las Pequeñas y Medianas Empresas en la Argentina (1996); Informe Fundación Fiel
- Levy Yeyati, E. y A. Micco (2003); Concentration and Foreign Penetration in Latin American Banking Sectors: Impact on Competition and Risk.
- Ley 24.467; Marco regulatorio de la Pequeña y Mediana Empresa.
- Ley 27.264; PROGRAMA DE RECUPERACIÓN PRODUCTIVA; Sitio Web: <https://www.boletinoficial.gob.ar>
- Lewis, Leo; Japón: la generación de la deflación; Site; www.expansion.com ; Fecha: 20 de enero de 2016.
- Luis Gerardo Gómez Jacinto; Información Asimétrica: Selección Adversa y Riesgo Moral; http://aempresarial.com/web/revitem/9_8729_12163.pdf.
- Marcó del Pont, M y otros (2008), El sistema de Garantías Argentino. Buenos Aires, ABAPPRA.

- Mayer Colin (1990); Cuaderno de Finanzas nro.38 SADAF
- Myers, Stewart y Majluf, Nicholas (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics 13 pag: 187 a 221.
- Mishkin (2008), “Moneda, banca y mercados financieros”; Editorial Pearson Addison Wesley; Octava edición. Capítulos 1, 3 y 12.
- Peer Stein y otros (2009); Guía informativa de banca PYME; SERVICIOS DE ASESORÍA DE IFC. Corporación Financiera Internacional (IFC)
- Ricardo N. Bebczuk; Información asimétrica en mercados financieros
- Guía informativa de banca PYME; SERVICIOS DE ASESORÍA DE IFC; Acceso al Financiero.
- Porter, Michael (2009); Estrategia Competitiva: Técnicas para el análisis de la empresa y sus competidores; Ed: Pirámide.
- Porter, Michael (2010); Ventaja Competitiva: Creación y sostenibilidad de un rendimiento superior; Ed: Pirámide.
- Scaling-Up SME Access to Financial Services in the Developing World; Financial Inclusion Experts Group; IFC International Finance Corporation; October 2010.
- Síntesis del Proyecto de Ley PyMe; Sites: Unión Industrial Argentina
- TRIBUTOS VIGENTES EN LA REPÚBLICA ARGENTINA A NIVEL NACIONAL; DIRECCIÓN NACIONAL DE INVESTIGACIONES Y ANÁLISIS FISCAL; SUBSECRETARÍA DE INGRESOS PUBLICOS; SECRETARIA DE HACIENDA (Actualizado al 30 de junio de 2016); (<http://www.mecon.gov.ar>)
- Villar, Luciana y Otros; El rol de la banca pública en el financiamiento a pymes. Estudio comparativo para la Argentina y Brasil; Revista Desarrollo y Sociedad Nro 76; Fecha: Primer Semestre de 2016

SITIOS WEB CONSULTADOS.

- Asociación de Bancos de la República Argentina
- Banco Central República Argentina
- Banco de la Nación de Argentina
- Banco de la Provincia de Buenos Aires
- Banco Mundial
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires
- Comisión Nacional de Valores
- Consejo de Financiamiento para las pymes y el Emprendimiento
- Corporación Financiera Internacional
- FIEL
- Ministerio de Producción de la República Argentina
- Observatorio PyMe
- Oficina Internacional Trabajo (OIT)
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)
- Secretaría de Emprendedores y pymes
- Subsecretaría Pyme de la Provincia de Córdoba
- Unión Industrial Argentina (UIA)

ANEXO

Entrevistas

Entrevista a un empresario argentino sector Agroindustrial.

- ¿Considera usted que los instrumentos financiero actuales cubren sus necesidades

A la fecha nos fondeamos principalmente con bancos públicos en líneas de mediano plazo y capital de trabajo por ser más accesibles, aunque operamos con banco privados de primera líneas ya que entendemos que son aliados importantes en ofrecer financiamiento a nuestros clientes. Observamos la falta de financiamiento de largo plazo, aunque hemos cubierto parte de esa falta con aportes de los socios o reinversión de utilidades. Aunque si las percibas de país cambiar requeriremos otro nivel de financiamiento de plazo.

- ¿La falta de financiamiento limitó su crecimiento?

No nos limitó, pero condicionó en cierto momento donde no podríamos instrumentar estrategias comerciales más agresivas en cuanto a los plazos y tasa de financiamiento.

- ¿Es estrategia de financiamiento utiliza actualmente?

Actualmente estamos financiando nuestro capital de trabajo con préstamos de corto plazo, además de estar iniciando el proceso para la emisión de FF con valores y facturas de nuestros clientes.

- ¿A qué se debe su incursión en el mercado de capitales?, a que se debió no ingresar explorarlo anteriormente?

Surgió la posibilidad producto de una consulta con el estructurador en una charla en la bolsa de comercio de Rosario. Si bien inicialmente no presenta un porcentaje importante de nuestro financiamiento con el plazo del tiempo y un ajuste de tasa podremos avanzar en este instrumento

- ¿Esta estrategia de financiamiento que beneficios le traerá aparejado?

A hoy es una diversificación del financiamiento y entendemos que algo de visibilidad (publicidad)

- ¿El proceso de emisión de FF resultó sencillo?

El proceso resulto largo y engorroso ya que tuvimos que registrar a la empresa CNV, comenzar a publicar balances trimestrales, realizando algunos ajuste internos (menciona mejorando proceso), además de luego registrar el FF. Por lo cual el apoyo del estructurador resulto importantísimo como así también el de sus asesores legales.

- ¿Qué opinión le merecen los costos del FF?

Resultan elevados pero entendemos que por ser el primero y nuestra inexperiencia los mismos a lo largo del tiempo pensamos que tenderán a reducirse, hoy estamos alrededor del 10% del monto total de emisión.

- ¿Abriría el capital de su compañía al mercado de capitales?

Hoy no está en vista del accionista la apertura del capital, pero es una opción viable en el futuro de otorgarle mayor dinamismo a la compañía con una inyección de liquidez

Entrevista Área de Riesgo Banco Santander Rio BSR

- ¿Considera usted el sistema financiero argentino acompaña el crecimiento de las pymes?

Si, se avanzó muchísimo tanto de parte de los bancos principalmente privados, ya que los públicos apoya a la pymes desde hace largo tiempo. El cambio de gobierno también ayudó a potenciar al segmento

- ¿Qué opina usted de la nueva ley Pyme, Beneficiaria a las pymes en sus legajos de crédito?

La ley en sí va ayudar a las pymes por lo cual eso tendría que permitirle mejorar sus legajos de créditos. Aunque es prematuro todavía para observar mejorar

- ¿En cuánto a la evaluación de las pymes considera que el modelo actual de evaluación es el correcto?

El modelo siempre se puede mejorar, actualmente los analistas son los encargados de realizar el análisis y las líneas son consensuadas junto con el área comercial y la gerencia de riesgo. Es muy probable que en el corto plazo el uso de algoritmos y scoring como mayor capacidad de respuesta optimicen aún más el proceso y permita mejorar los tiempos de respuesta.

- ¿Qué opinión le merecen las normas de BCRA?

Ninguna, son las normas que rigen al sistema y hay que respetarlas

- ¿Qué factores son relevante a la hora del análisis crediticio de una pyme?

En cuanto a las pymes se observa además de los números propiamente dicho, el carácter del o los accionista, además del mercado donde participa. En la actualidad existen mercados con una rápida recuperación (caso del sector agropecuario y obra pública) o otros con una marcada recesión (retail y consumo masivo)

- ¿Qué impresión tiene sobre la calidad de información que presentan las pymes, los requisitos son acordes?

Los empresarios han comprendido en el último tiempo la importancia de la calidad de la información y sabes cuales son los requisitos usuales que solicitamos los bancos, aunque todavía se observa unos elevados niveles de informalidad, bajo uso de software de gestión. Los

requisitos son prácticamente los mismo en casi todo el sistema financiero puede ocurrir que alguna empresa se le solicite algo adicional pero ese va a depender del grado claridad que presente la información.

- ¿Utiliza credit Scoring para la aprobación de créditos pymes?

Si, en empresas con menos de \$5 millones de facturación se una modelo automático en empresa con mayor facturación se utiliza como herramienta secundaria de apoyo

- ¿Entiende que es correcto descentralizar el manejo del riesgo?

No, es fundamental tener concentrado en el mismo equipo las áreas de análisis, seguimiento y recuperación a fin de minimizar pérdidas y poder dar rápida respuesta ante situaciones de crisis en alguna área de la economía o un cliente puntual

- ¿Para usted crear un departamento que atiende al segmento es positivo?

Sí, sumamente positivo, ya que se logra una especialización, se permite customizar mejor los productos y llegar de mejor manera el cliente. Conocerlo en profundidad

- ¿Está de acuerdo con los programa de incentivo como ser créditos blandos y subsidios de tasas?

Si, ya que amplían el universo de financiamiento. Pero requiere que también el empresariado disminuya los niveles de informalidad

- ¿Cuál es el principal obstáculo al financiamiento a las pymes?

Principalmente los niveles de informalidad ya que muchas compañías no son aptas crédito por la baja participación en la economía real, suma el bajo nivel de garantía que pueden ofrecer los empresarios

- ¿Solicita colaterales para los créditos comerciales?

Sí, es una forma de mitigar riesgo y comprometer al empresario con el desarrollo de negocios

- ¿Cuál es el más comúnmente utilizado?

Normalmente la más utilizadas son las fianzas son los accionista que responden con su patrimonio, aunque también existe garantía como ser un plazo fijo o hipotecaria que se ven mayoritariamente en el sector agro

- ¿Recomiendan las SGR?

Sí, es un instrumento más que permite aumentar la operatoria del segmento pymes que ha crecido en el último tiempo aunque que todavía no representa una alternativa diferenciadora para las pymes frente a la banca tradicional ya que por proceso y requisitos son prácticamente idénticos.

- ¿Observa un elevado porcentaje de legajos rechazados?

No, lo que se si observa es una adecuación de las línea de créditos entre el área de riesgo y la comercial. Se ajusta lo que solicita el cliente o lo que puede ofrecer el banco

- ¿Por qué los bancos no ofrecen líneas de crédito a largo plazo?

En la actualidad el banco está ofreciendo líneas en U\$D para el sector agro a cinco año.

- ¿cree que pueden estandarizarse contratos para préstamos financieros?

Para las pequeñas empresas ya están estandarizados, en el caso de alguna mediana si se le realizan modificación en las garantías o el tipo de tasa para ajustarlo a las necesidades del cliente

- Cual considera el principal motivo del fracaso de las pymes

Creo que es una suma de factores, como ser una macroeconomía débil, fuerte vaivenes económicos. Empresarios con baja niveles de capacitación que ocupan diferentes tareas al mismo tiempo. Elevada presión impositiva.

- ¿Por qué es tan bajo el acceso de las pymes al mercado de capitales?

No sabría exactamente el motivo pero entiendo que requiere de altos niveles de formalidad y la presentación de información contable trimestralmente lo que entiendo genera la baja participación

- El sistema de información de las pymes ¿ayuda o perjudica su acceso al crédito?

Ayuda, ya que permite hacer más transparente el sistema, bajar costos de monitoreo y premiar a las buenas empresas con respuesta más rápidas a sus inquietudes o necesidades

- ¿Cuáles serían sus sugerencias para mejorar el acceso de las pymes al crédito en general (es decir tanto en mercado financiero como mercado de capitales)?

Mejor la calidad de información, entender cuáles son sus necesidades de financiamiento (capital de trabajo), entender que el banco es un proveedor más suyo. Estos son en nuestra opinión nuestras sugerencias.

Distribución por Tamaño de Empresa

Año	Grandes	Medianas	Pequeñas	Micro	Total	Variación
1996	5.954	19.099	90.627	292.463	408.143	
1997	6.558	20.999	96.113	294.466	418.136	2,4%
1998	7.136	22.777	98.733	298.261	426.907	2,1%
1999	7.042	22.494	97.302	286.752	413.590	-3,1%
2000	6.810	22.182	96.451	285.312	410.755	-0,7%
2001	6.669	21.599	93.840	273.252	395.360	-3,7%
2002	5.917	19.280	86.028	264.556	375.781	-5,0%
2003	6.362	21.015	92.699	284.602	404.678	7,7%
2004	7.192	23.825	103.998	329.362	464.377	14,8%
2005	8.286	26.352	113.775	352.797	501.210	7,9%
2006	9.148	28.887	122.058	374.830	534.923	6,7%
2007	9.942	31.128	129.866	390.273	561.209	4,9%
2008	10.518	32.580	139.139	400.575	582.812	3,8%
2009	10.243	31.760	136.959	407.832	586.794	0,7%
2010	10.535	32.320	137.683	413.256	593.794	1,2%
2011	11.079	33.765	140.110	419.573	604.527	1,8%
2012	11.292	34.066	139.646	420.580	605.524	0,2%
2013	11.377	34.027	138.941	421.291	605.636	0,0%
2014	11.526	33.784	137.336	418.661	601.307	-0,7%

Año	Más de 200	de 50 a 200	de 10 a 49	hasta 9	Total	Variación
1996	1.853	7.781	40.517	357.992	408.143	
1997	2.019	8.636	43.734	363.747	418.136	2,4%
1998	2.176	9.597	45.851	369.283	426.907	2,1%
1999	2.147	9.488	45.366	356.589	413.590	-3,1%
2000	2.103	9.256	44.641	354.755	410.755	-0,7%
2001	2.018	9.054	43.282	341.006	395.360	-3,7%
2002	1.777	8.202	38.936	326.866	375.781	-5,0%
2003	1.908	8.919	42.228	351.623	404.678	7,7%
2004	2.149	10.092	47.502	404.634	464.377	14,8%
2005	2.468	11.340	52.705	434.697	501.210	7,9%
2006	2.733	12.366	57.576	462.248	534.923	6,7%
2007	2.973	13.224	62.001	483.011	561.209	4,9%
2008	3.128	13.960	65.523	500.201	582.812	3,8%
2009	3.044	13.562	64.564	505.624	586.794	0,7%
2010	3.154	13.838	66.128	510.674	593.794	1,2%
2011	3.358	14.504	68.362	518.303	604.527	1,8%
2012	3.406	14.562	68.522	519.034	605.524	0,2%
2013	3.484	14.613	68.393	519.146	605.636	0,0%
2014	3.498	14.894	67.491	515.424	601.307	-0,7%

Distribución por Tamaño de Empresa (gráfico 2)

Año	Grandes	Medianas	Pequeñas	Micro
1996	1,46%	4,68%	22,20%	71,66%
1997	1,57%	5,02%	22,99%	70,42%
1998	1,67%	5,34%	23,13%	69,87%
1999	1,70%	5,44%	23,53%	69,33%
2000	1,66%	5,40%	23,48%	69,46%
2001	1,69%	5,46%	23,74%	69,11%
2002	1,57%	5,13%	22,89%	70,40%
2003	1,57%	5,19%	22,91%	70,33%
2004	1,55%	5,13%	22,40%	70,93%
2005	1,65%	5,26%	22,70%	70,39%
2006	1,71%	5,40%	22,82%	70,07%
2007	1,77%	5,55%	23,14%	69,54%
2008	1,80%	5,59%	23,87%	68,73%
2009	1,75%	5,41%	23,34%	69,50%
2010	1,77%	5,44%	23,19%	69,60%
2011	1,83%	5,59%	23,18%	69,41%
2012	1,85%	5,63%	23,06%	69,46%
2013	1,88%	5,62%	22,94%	69,56%
2014	1,92%	5,62%	22,84%	69,63%

Año	Más de 200	de 50 a 200	de 10 a 49	hasta 9
1996	0,45%	1,91%	9,93%	87,71%
1997	0,48%	2,07%	10,46%	86,99%
1998	0,51%	2,25%	10,74%	86,50%
1999	0,52%	2,29%	10,97%	86,22%
2000	0,51%	2,25%	10,87%	86,37%
2001	0,51%	2,29%	10,95%	86,25%
2002	0,47%	2,18%	10,36%	86,98%
2003	0,47%	2,20%	10,43%	86,89%
2004	0,46%	2,17%	10,23%	87,13%
2005	0,49%	2,26%	10,52%	86,73%
2006	0,51%	2,31%	10,76%	86,41%
2007	0,53%	2,36%	11,05%	86,07%
2008	0,54%	2,40%	11,24%	85,83%
2009	0,52%	2,31%	11,00%	86,17%
2010	0,53%	2,33%	11,14%	86,00%
2011	0,56%	2,40%	11,31%	85,74%
2012	0,56%	2,40%	11,32%	85,72%
2013	0,58%	2,41%	11,29%	85,72%
2014	0,58%	2,48%	11,22%	85,72%

Antigüedad de Empresas y Tipo Jurídico

Antigüedad de la empresa	
Nacimiento	49.067
1 a 3 años	113.237
4 o 5 años	57.511
6 a 10 años	139.588
Mas de 10 años	241.904

Tipo jurídico	
Personas Físicas	327.020
Sociedades Anónimas	83.572
Sociedades de Responsabilidad Limitada	88.187
Otras sociedades comerciales	32.769
Otras formas de asociación	69.759

Tablas Cheques Pago Diferido

Período	Cheques de pago diferido			Tasa	
	Emisiones	Monto en \$	Promedio	Avalados	Patrocinados
nov-14	5.571	484.941.457	24,0%	24,3%	41,5%
dic-14	5.931	498.161.163	24,9%	25,2%	37,6%
ene-15	5.005	429.732.530	25,3%	25,7%	39,9%
feb-15	4.021	327.000.842	26,3%	26,6%	39,4%
mar-15	5.217	404.410.060	25,6%	25,6%	39,5%
abr-15	5.549	402.723.405	25,3%	24,9%	36,9%
may-15	5.270	452.087.180	24,4%	24,2%	37,0%
jun-15	8.075	787.689.094	19,1%	18,8%	39,2%
jul-15	8.250	875.018.418	19,1%	19,6%	35,2%
ago-15	6.872	754.342.783	21,9%	22,4%	33,5%
sep-15	13.183	1.831.199.852	11,2%	11,0%	33,8%
oct-15	9.211	1.039.337.451	17,1%	17,3%	28,8%
nov-15	7.753	697.558.357	26,7%	27,8%	36,5%
dic-15	6.138	583.432.608	21,3%	32,2%	38,8%
ene-16	5.318	472.006.867	26,4%	26,4%	39,4%
feb-16	5.833	578.769.023	24,8%	24,7%	37,8%
mar-16	10.766	1.372.478.576	17,4%	17,2%	39,6%
abr-16	10.405	1.224.071.881	18,9%	19,1%	42,3%
may-16	10.186	1.240.781.877	19,6%	19,3%	41,0%
jun-16	10.155	1.385.875.852	21,7%	21,3%	37,3%
jul-16	8.429	1.249.333.676	26,2%	26,0%	34,8%
ago-16	8.671	1.263.987.478	25,6%	23,9%	22,8%
sep-16	12.528	1.756.188.576	21,8%	20,7%	28,9%
oct-16	7.371	934.462.325	25,6%	25,4%	28,8%
nov-16	6.706	854.488.471	25,3%	25,0%	29,6%
Promedio	7.055	716.478.088	22,6%	23,0%	36,0%

Evolución Mensual CPD Avalados y Patrocinados

Período	Avalado		Patrocinado		Avalado		Patrocinado	
	# Cheques	Montos	# Cheques	Montos	# Cheques	Montos	# Cheques	Montos
nov-14	5.436	474.474.485	135	10.466.972	97,6%	97,8%	2,4%	2,2%
dic-14	5.779	488.224.682	152	9.936.481	97,4%	98,0%	2,6%	2,0%
ene-15	4.849	419.154.475	156	10.578.055	96,9%	97,5%	3,1%	2,5%
feb-15	3.906	319.175.626	115	7.825.216	97,1%	97,6%	2,9%	2,4%
mar-15	5.018	389.752.770	199	14.657.290	96,2%	96,4%	3,8%	3,6%
abr-15	5.260	383.348.474	289	19.374.930	94,8%	95,2%	5,2%	4,8%
may-15	5.093	439.357.788	177	12.729.392	96,6%	97,2%	3,4%	2,8%
jun-15	7.877	766.959.050	198	20.730.043	97,5%	97,4%	2,5%	2,6%
jul-15	8.093	862.597.470	157	12.420.948	98,1%	98,6%	1,9%	1,4%
ago-15	6.681	739.014.764	191	15.328.019	97,2%	98,0%	2,8%	2,0%
sep-15	13.044	1.821.335.059	139	9.864.793	98,9%	99,5%	1,1%	0,5%
oct-15	9.045	969.870.474	166	69.466.977	98,2%	93,3%	1,8%	6,7%
nov-15	7.636	689.340.804	117	8.217.553	98,5%	98,8%	1,5%	1,2%
dic-15	6.022	575.239.264	116	8.193.345	98,1%	98,6%	1,9%	1,4%
ene-16	5.097	455.489.222	221	16.517.645	95,8%	96,5%	4,2%	3,5%
feb-16	5.549	554.155.426	284	24.613.597	95,1%	95,7%	4,9%	4,3%
mar-16	10.615	1.353.741.422	151	18.737.154	98,6%	98,6%	1,4%	1,4%
abr-16	10.301	1.216.167.518	104	7.904.363	99,0%	99,4%	1,0%	0,6%
may-16	9.997	1.228.531.148	189	12.250.729	98,1%	99,0%	1,9%	1,0%
jun-16	9.898	1.369.869.247	257	16.006.604	97,5%	98,8%	2,5%	1,2%
jul-16	8.216	1.226.025.072	213	23.308.604	97,5%	98,1%	2,5%	1,9%
ago-16	8.521	1.244.663.928	150	19.323.550	98,3%	98,5%	1,7%	1,5%
sep-16	12.464	1.732.317.451	64	23.871.125	99,5%	98,6%	0,5%	1,4%
oct-16	7.194	902.663.848	177	31.798.476	97,6%	96,6%	2,4%	3,4%
nov-16	6.547	822.299.648	159	32.188.823	97,6%	96,2%	2,4%	3,8%
Promedio	6.900	701.693.652	155	14.784.436	97,6%	97,6%	2,4%	2,4%

Financiamiento del Mercado de Capitales

Año	Grandes		Empresas		
	ON/VCP	FF	Acciones	TOTAL	
2000	5.665	2.876	529	9.070	100,0%
2001	2.425	3.096	137	5.658	99,9%
2002	2.362	50	167	2.580	99,8%
2003	1.430	442	235	2.106	99,5%
2004	1.588	501	292	2.382	98,4%
2005	3.637	1.634	912	6.182	97,8%
2006	2.993	2.275	420	5.688	95,8%
2007	3.281	2.482	986	6.748	95,0%
2008	454	2.966	405	3.825	91,4%
2009	764	2.470	325	3.559	91,8%
2010	2.649	4.512	265	7.426	95,5%
2011	2.146	5.428	43	7.617	94,5%
2012	3.870	3.383	21	7.274	93,3%
2013	5.508	4.659	91	10.257	94,3%
2014	4.146	2.941	42	7.128	91,2%
2015	6.045	2.728	15	8.788	90,9%
2016(*)	6.686	1.946	264	8.896	93,0%
TOTAL	55.649	44.388	5.148	105.185	94,9%

Año	PyMEs					Participación Pyme	TOTAL GENERAL
	ON/VCP	FF	Acciones	CPD	TOTAL		
2000	-	-	-	-	0	0,0%	9.070
2001	1,3	6,3	-	-	7,6	0,1%	5.666
2002	4,1	1,4	-	-	5,4	0,2%	2.585
2003	1,9	9,3	-	0,1	11,3	0,5%	2.117
2004	0,8	24,1	-	14,1	38,9	1,6%	2.421
2005	1,2	70,4	-	68,5	140,1	2,2%	6.322
2006	4,4	105,4	2,1	137	248,9	4,2%	5.937
2007	1,8	166,3	-	189,3	357,5	5,0%	7.106
2008	3,5	162,9	-	194,5	360,9	8,6%	4.186
2009	2,4	89,6	-	225,7	317,7	8,2%	3.877
2010	4,4	52	-	289,6	346,1	4,5%	7.772
2011	24,6	65,8	6,4	346,2	443	5,5%	8.060
2012	28,8	63,3	4,5	427,1	523,6	6,7%	7.798
2013	30	60	0	525	614,4	5,7%	10.872
2014	14,36	53	0	622	689,5	8,8%	7.818
2015	18,87	34	0	827	879,9	9,1%	9.668
2016(*)	20	0	0	645	665	7,0%	9.561
TOTAL	162	964	13	4.511	5.649	5,1%	110.835

Modelo de Credit Scoring

Los ratios o relaciones que forman parte de la ecuación son los siguientes:

FM/A: Fondo de Maniobra/Activo = Ratio de liquidez.

BR/A: Beneficio Retenido/Activo = Ratio de autofinanciación.

BAI/A: Beneficio antes de Impuestos/Activo = Ratio de rentabilidad económica.

FP/D: Fondos Propios/Deuda = Ratio de endeudamiento.

V/D: Ventas/Activo = Ratio de rotación.

SOLICITUD DE REGISTRO EN EL REGIMEN PYME CNV E INGRESO A LA OFERTA PÚBLICA

Datos de la empresa emisora

Denominación o Razón social: <i>(indicar nombre estatutario)</i>		CUIT N°:	
Sede inscripta: calle	n°	piso	depto.
Localidad:	Provincia:	cód. postal:	
Sede de la Administración: calle	n°	piso	depto.
Localidad:	Provincia:	cód. postal:	
Domicilio Constituido a efectos del trámite: calle	n°	piso	depto.
Localidad:	Provincia:	cód. postal:	
Teléfonos:	Fecha Cierre de Ejercicio:		
Página web:	Correo electrónico constituido:		
Actividad Principal (breve descripción):			
Clasificación Actividad Principal: (marque la opción que corresponda)			
Agropecuario <input type="checkbox"/>	Industria y Minería <input type="checkbox"/>	Comercio <input type="checkbox"/>	Servicios <input type="checkbox"/> Construcción <input type="checkbox"/>
Provincia/s en las que desarrolla su Actividad Principal:			
Bs. As. <input type="checkbox"/>	CABA <input type="checkbox"/>	Catamarca <input type="checkbox"/>	Chaco <input type="checkbox"/>
Chubut <input type="checkbox"/>	Córdoba <input type="checkbox"/>	Corrientes <input type="checkbox"/>	Entre Ríos <input type="checkbox"/> Formosa <input type="checkbox"/> Jujuy <input type="checkbox"/> La Pampa <input type="checkbox"/>
La Rioja <input type="checkbox"/>	Mendoza <input type="checkbox"/>	Misiones <input type="checkbox"/>	Neuquén <input type="checkbox"/> Río Negro <input type="checkbox"/> Salta <input type="checkbox"/> San Juan <input type="checkbox"/>
San Luis <input type="checkbox"/>	Santa Cruz <input type="checkbox"/>	S. del Estero <input type="checkbox"/>	T. Fuego <input type="checkbox"/> Tucumán <input type="checkbox"/>
Dotación total de personal:			
Patrimonio Neto de los últimos dos ejercicios:	(último ejercicio)	(anteúltimo ejercicio)	
Ventas/Ingresos (últimos 2 ejercicios económicos)	Año 201...	Año 201...	Promedio
- Pyme solicitante:			
- Otras empresas Grupo Económico (de corresponder):			
- Total Ventas /Ingresos Grupo Económico (de corresponder):			
Deuda Bancaria y Financiera Pyme solicitante:			
Resultado Operativo Pyme solicitante:			

Solicitud de Emisión

Solicitamos la autorización para el registro, bajo el régimen de PYME CNV, para hacer oferta pública de:

Instrumentos		Monto máximo en Pesos	Detalle de tipo, clase o serie, plazos según corresponda
Acciones			
Obligaciones Negociables (ON)			
Valores de Corto Plazo (VCP)			

Destino de Fondos de la Emisión:

Observaciones

Por la presente y en carácter de declaración jurada, afirmo que los datos consignados en el presente formulario, son correctos y completos y que esta declaración se ha confeccionado sin omitir ni falsear dato alguno que debe contener, siendo fiel expresión de la verdad, conociendo las penalidades que rigen para el fraude y las declaraciones falsas en documentos según los artículos 172 y 293, respectivamente, del Código Penal de la Nación Argentina. Adicionalmente se declara que la empresa no es controlada o vinculada por otra empresa o grupo económico que no encuadre como PYME CNV.

Firmante:

Nombre y Apellido:

Doc. Tipo y Nro.

Carácter en que suscribe:

Domicilio:

Nacionalidad:

Nro. Teléfono:

.....
Firma y Aclaración