



PROYECTO FINAL DE INGENIERÍA INDUSTRIAL

ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN PARA PYMES
BASADAS EN EL MERCADO DE CAPITALES

Autor: Juan Pedro Thibaud

Tutor: Ing. Martín Pérez de Solay

2005

RESUMEN EJECUTIVO

Las Pequeñas y Medianas Empresas representan el 99% de las empresas argentinas, contribuyen más del 70% del PBI, generan más del 80% del empleo y sin embargo reciben apenas el 60% de los préstamos del Sistema Financiero (SF) local a empresas, y el 19% de los préstamos totales. Para acentuar aún más esa disparidad frente a las grandes empresas, el financiamiento que reciben las PyMEs es principalmente a través de adelantos en cuenta corriente y descuento de documentos; ambas alternativas con altas tasas de interés y corto plazo. Las grandes empresas cuentan adicionalmente con acceso al SF internacional y a la emisión de obligaciones negociables y acciones mientras que las PyMEs dependen únicamente de sus proveedores y del SF local.

Esta tendencia histórica, que también se evidenciaba durante la década de los '90 se potenció y agravó con la crisis de 2001/2002. Los préstamos del SF como porcentaje del PBI cayeron del 24% en el año 2000 al 10% en el año 2004. Las PyMEs, siendo percibidas como particularmente riesgosas, sufrieron especialmente dicha caída. Más del 40% de las PyMEs que eran atendidas por los bancos en Diciembre 2000 habían sido marginadas del Sistema Bancario para Febrero 2004.

Las razones para explicar el problema de financiación de las PyMEs incluyen características propias de la estructura PyME *per se*, como el otorgamiento de préstamos en contextos de información asimétrica, mayores costos por peso prestado y la falta de garantías reales; pero también incluyen otras propias del caso argentino, como la informalidad de las empresas, las deudas impositivas y previsionales, la falta de profesionalismo en la presentación de proyectos y las necesidades del BCRA de mantener normas estrictas de provisionamiento contable para proteger al SF. Si bien estas complicaciones no son exclusivas de nuestro país, el caso argentino tiene ciertas connotaciones que lo hacen particularmente complejo.

Esta falta de financiación a través del sistema financiero obliga a las PyMEs con necesidades de fondos a recurrir a otras fuentes para continuar con sus operaciones, como por ejemplo el sistema financiero informal o a la financiación de proveedores.

El objetivo del presente informe es analizar a fondo las alternativas disponibles, explicarlas en lenguaje que cualquier empresario PyME pueda comprender y poder tomar decisiones en cuanto a la optimización de la financiación en dichas empresas.

Por limitaciones de tiempo se decidió acotar el alcance del estudio para concentrarlo principalmente sobre las características generales de las PyMEs, la situación actual del Sistema Financiero y las oportunidades en el mercado de capitales. Se analiza más en profundidad la modalidad de los cheques de pago diferido y se demuestra cómo pueden utilizarse para bajar el costo de financiamiento del activo de trabajo, lo que los convierte en una alternativa atractiva tanto para inversores como para las PyMEs.

EXECUTIVE SUMMARY

Small and Medium Enterprises (SMEs) represent 99% of all Argentine companies, contribute over 70% of GDP, generate over 80% of employment and yet account for less than 60% of all Financial System (FS) domestic company financings, which is reduced to less than 19% of all FS loans. To make matters worse vis-à-vis large enterprises, SME bank financing is usually through overdrafts and the discounting of non-secured documents; both alternatives bearing high interest rates and very short terms. Additionally, large enterprises enjoy access to the international FS, debt and equity capital markets whereas SMEs can only access domestic FS and their own supplier's financing.

This trend, present throughout the '90s, was deepened and aggravated by the 2001 economic crisis in Argentina. FS's financings as a percentage of GDP fell from 24% in 2000 to barely 10% by 2004. SMEs, perceived as especially risky, suffered that reduction the most. Over 40% of the SMEs that enjoyed bank financing in 2000 had lost that privilege by 2004.

Reasons to explain the SME financing problem include certain characteristics common to all SMEs around the globe, like asymmetric information lending decisions, higher operative costs per dollar lent and the lack of guaranteeing assets; however, they also include other reasons related to the Argentine case, like a high level of informality in the economy, fiscal and pension debts, lack of professionalism in project evaluation and management and the Central Bank's need to enact stiff accounting provisioning rules to maintain the FS's health. Although these phenomena are not endemic to our country, the Argentine case portrays certain features that make it particularly complex.

Lack of financing through the FS often forces SMEs strapped for cash to approach different sources to fund their operations including the informal financial system, supplier financing or having the controlling shareholder draft a personal loan to be used for the business.

This report's objective is to analyze available financing alternatives, explaining them in a language an SME owner might feel comfortable with and to empower those owners so that they may optimize their companies' financings.

Due to a time constraint the scope of this study was reduced to focus on SMEs' general characteristics, the present FS situation and the opportunities in capital markets. An in-depth analysis of deferred payment cheques is presented and a demonstration of their use in lowering working capital financing costs is provided, which makes this instrument an attractive opportunity for both investors and enterprises.

INDICE

1	INTRODUCCIÓN	1
2	LAS PYMES ARGENTINAS Y SU FINANCIAMIENTO	5
2.1	Definiciones de PyME	5
2.1.1	Definición según Legislación vigente.....	5
2.1.2	Definición según número de empleados.....	5
2.1.3	Definición según montos adeudados	6
2.2	Las PyMEs en la economía argentina.....	7
2.2.1	Según el Censo Económico de 1994.....	7
2.2.2	Según datos del CEPAL	7
2.2.3	La importancia de la economía informal	8
2.2.4	Acceso a financiaci3nes fuera del Sistema Financiero local	9
2.2.5	Resumen.....	10
2.3	Características de las PyMEs.....	11
2.3.1	Características Generales.....	11
2.3.2	Desafíos Financieros por la estructura de las PyMEs.....	11
2.3.3	Desafíos Financieros por el entorno argentino	12
2.4	Los efectos de la crisis: ¿por qué el Sistema Financiero no responde adecuadamente a las necesidades de las PyMEs?.....	15
2.4.1	Los efectos de la crisis en números	15
2.4.2	Cash-flow lending vs. Corporate Lending.....	18
2.5	¿Qué tiene para ofrecer el mercado de capitales?.....	20
3	ANÁLISIS DEL ESPECTRO DE ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN	23
3.1	Sistema Financiero.....	23
3.1.1	Adelantos en Cuenta Corriente.....	23
3.1.2	Factoring: modalidades recourse y non-recourse	24
3.1.3	Préstamo a Plazo.....	24
3.1.4	Leasing/Sale & Lease-Back.....	25
3.2	Mercado de Capitales.....	25
3.2.1	Negociación Bursátil de Cheques de Pago Diferido.....	26
3.2.2	Obligaciones Negociables.....	33
3.2.3	Fideicomisos Financieros	34

3.2.4	Emisión de Acciones	34
3.3	Private Equity	35
3.4	Otros mecanismos que no constituyen verdaderas alternativas de financiación 35	
3.4.1	Programas de Préstamos Subsidiados por el Estado	35
3.4.2	Ventas de Activos.....	36
3.4.3	Disminución de dividendos y Recapitalizaciones del Controlante	37
3.4.4	Futuros, Opciones y Swaps	37
4	CONCLUSIONES	39
5	RECOMENDACIONES	40
6	BIBLIOGRAFIA.....	41

1 INTRODUCCIÓN

El presente informe se presenta como parte del Proyecto Final de Ingeniería Industrial en el Instituto Tecnológico de Buenos Aires (ITBA) en el año 2005. El disparador para la elección de este tema fue la percepción de una dificultad significativa de las PyMEs argentinas para encontrar financiación adecuada para sus proyectos, y la conjetura de que parte del problema se debía a la falta de difusión de información sobre el tema. Luego de efectuada una revisión de la información públicamente disponible se llegó a la conclusión de que no existía un documento que analizara a fondo todas las alternativas disponibles, las explicara en lenguaje que cualquier empresario PyME pudiera comprender y permitiera tomar decisiones en cuanto a la optimización de la financiación en dichas empresas. Así, el objetivo del proyecto se convirtió en la confección de un documento de trabajo sumamente operativo e integrador que:

1. estudiara las características de las PyMEs en la argentina
2. ofreciera una descripción de cada modalidad de financiación disponible
3. desmenuzara todos los costos (tasas de interés, costo de estudios, costos por requerimientos de publicación de información) para el cálculo de un costo financiero total
4. estableciera cuáles son las situaciones de las PyMEs para las que un instrumento particular resulta idóneo

Originalmente el proyecto contemplaba el análisis de las siguientes alternativas:

- Sistema Financiero:
 - a. Adelantos en Cuenta Corriente
 - b. Factoring
 - c. Préstamo a término (variantes garantizadas: Prenda, Hipoteca)
 - d. Leasing y Sale & Lease-back
- Mercado de Capitales:
 - a. Negociación Bursátil de Cheques de Pago Diferido (variantes garantizadas: sistema avalado)
 - b. Obligaciones Negociables, Obligaciones Negociables Régimen PyME y Valores de Corto Plazo
 - c. Fideicomisos Financieros y Titulización
 - d. Emisión de Acciones (para las Medianas empresas más grandes)
- Inversores Privados:
 - a. Angel Investors, Venture Capital y Private Equity

Casi inmediatamente se llegó a la conclusión de que el proyecto resultaba demasiado ambicioso para el marco de tiempo asignado y se propuso acotar el alcance de este informe. Se decidió mantener el esqueleto del proyecto original para que si otros estudiantes quieren contribuir al proyecto global enfocando su Proyecto Final de Ingeniería sobre alguno de estos temas, pudieran hacerlo avanzando hacia el documento final.



Figura 1.1¹. Esqueleto del proyecto global con los temas de este informe resaltados

La Figura 1.1. resume los temas del proyecto global y detalla aquellos que van a ser cubiertos en este informe.

Resulta interesante destacar que el proyecto global representa un enfoque innovador ya que no existe actualmente un estudio a fondo en nuestro país de estas características. Si bien existen otros estudios sobre estos temas, muchos carecen de evidencias para sustentar las tendencias generales que insinúan y no son lo suficientemente operativos para poder tomar decisiones en base a ellos. Existiría una interesante oportunidad para que el ITBA publicara el proyecto global, aumentando su base de conocimientos, fortaleciendo su liderazgo intelectual y en consultoría a empresas y sirviendo además como una herramienta de ayuda para el Centro de Emprendedores, entre otros.

A primera vista el lector podría preguntarse cuál es la conexión entre este tema y la carrera del Ingeniero Industrial. En primer lugar, el proyecto integra conocimientos de materias como Finanzas de la Empresa, Economía Empresarial, Economía Nacional, y Proyectos de inversión, e inclusive está totalmente alineado con la descripción que el ITBA ha propuesto acerca del campo laboral de esta carrera como se puede observar en el párrafo a continuación:

¹ Elaboración propia.

“¿Dónde trabaja el Ingeniero Industrial?

Los profesionales recibidos en el ITBA se desempeñan en múltiples funciones tales como producción, **finanzas**, sistemas de información, marketing, recursos humanos y planeamiento estratégico.

Su futuro está en grandes Empresas Nacionales y Multinacionales, como así también en **PYMES, Financieras, Bancos Comerciales y de Inversión, Consultoras**, Servicios y todo tipo de organizaciones en las que tendrá reservados roles de conducción.”²

Por último, dada la delicada situación económica que atraviesa nuestro país, creo que este trabajo puede resultar un aporte claro a un mejor desarrollo de nuestro país, teniendo en cuenta que las PyMEs son el sector más dinámico de la economía. El impacto final de este proyecto global estará determinado en gran parte por la difusión que se le logre dar.

²Extraído de www.itba.edu.ar, Departamento de Ingeniería Industrial, Campo Laboral

2 LAS PYMES ARGENTINAS Y SU FINANCIAMIENTO

2.1 Definiciones de PyME

Ante todo es necesario definir qué se entiende por Pequeña y Mediana Empresa. Se utiliza en este informe una definición ligeramente diferente a la provista por la legislación nacional dado que la misma no es útil a fines de interpretación estadística y minería de datos. Existen otros criterios alternativos, utilizados en estudios de consultoras y organizaciones no gubernamentales, que se explican a continuación.

2.1.1 Definición según Legislación vigente

La Ley Nacional 24.467, también llamada Ley PyME; junto con la Resolución 675/2002 y la Disposición 303/2004 definen los criterios para definir a qué estrato pertenece una empresa. A continuación se presentan en la Tabla 2.1 los límites máximos de ventas ajustadas para cada sector de la economía y para cada estrato. Estas ventas ajustadas se calculan tomando el promedio de las ventas anuales de los últimos tres años, expresadas en pesos, excluidos el IVA y los impuestos internos.

Tamaño/Sector	Agropecuario	Industria y		Servicios	Construcción
		Minería	Comercio		
Microempresa	\$ 270.000	\$ 900.000	\$ 1.800.000	\$ 450.000	\$ 400.000
Pequeña Empresa	\$ 1.800.000	\$ 5.400.000	\$ 10.800.000	\$ 3.240.000	\$ 2.500.000
Mediana Empresa	\$ 10.800.000	\$ 43.200.000	\$ 86.400.000	\$ 21.600.000	\$ 20.000.000

Tabla 2.1. Montos máximos de ventas según la legislación vigente

Adicionalmente, la misma resolución trata el problema de aquellas empresas cuyas ventas estuvieran denominadas en moneda extranjera y por efecto de la fuerte devaluación sufrida por la moneda nacional, se encontrasen en un estrato superior al que les correspondía previo a la crisis. A tal efecto, la resolución indica en su artículo 2do que: “Aquellas empresas que excedan los montos establecidos en el artículo anterior y no califiquen como Micro, Pequeñas o Medianas Empresas, podrán peticionar por vía de excepción ante la Dirección Nacional de Asistencia Financiera dependiente de la SEPMEyDR, su inclusión en dicho estrato empresario. Dicha solicitud sólo procederá en caso que la interesada obtenga alguna parte de sus ingresos en divisas como resultado de exportaciones y siempre que su facturación, tras compensar (o descontar) la cifra que surge de la diferencia entre la depreciación del peso y los índices de precios combinados, se ajuste a los montos señalados en pesos.”

2.1.2 Definición según número de empleados

La razón por la que se debe recurrir a una definición alternativa es que las bases de datos del Banco Central de la República Argentina (BCRA) que se utilizan para realizar el análisis de la financiación de las PyMEs no discriminan si las empresas en sus registros son PyMEs o no. Es por eso que el Centro Económico para América Latina

(CEPAL) utilizó el criterio alternativo³ de definir las en función del número de empleados. Cruzando información del Sistema de Deudores del Sistema Financiero Argentino con información del Ministerio de Trabajo lograron estudiar los préstamos a empresas de distinto número de empleados. La clasificación en estratos se realizó según los criterios expuestos en la Tabla 2.2 a continuación:

Tamaño	Cantidad de Empleados
Microempresa	≤ 5
Pequeña Empresa	> 5 y ≤ 50
Mediana Empresa	> 50 y ≤ 250
Gran Empresa	> 250

Tabla 2.2. Cantidad de Empleados según metodología CEPAL

Los resultados del análisis con esta metodología se presentan más adelante en la sección 2.2.2.

2.1.3 Definición según montos adeudados

Existe un tercer criterio utilizado entre otros por la consultora Deloitte & Touche⁴, que clasifican a las empresas según el monto de sus deudas con el sistema financiero. El supuesto básico es que una gran empresa tendrá deudas de grandes montos mientras que las más pequeñas tendrán deudas menores. Esta metodología no analiza empresa por empresa sino que analiza préstamo por préstamo. Se presenta a continuación, en la Tabla 2.3, un cuadro que resume estas diferencias.

Tamaño	Monto del Préstamo
PyME	$\leq \$200.000$
Gran Empresa	$> \$200.000$

Tabla 2.3. Monto máximo de cada préstamo según metodología Deloitte & Touche

A modo de conclusión, se observa que todos los criterios son coherentes entre sí puesto que los resultados de estos estudios fueron muy similares. Sin embargo es necesario comentar que el criterio de la CEPAL resulta más robusto, dado que posee un trabajo de investigación considerablemente más profundo al analizar empresa por empresa y no el agregado de todos los préstamos y que

La principal razón por la que debemos apoyarnos en los estudios de estas 2 organizaciones es que la información a la que ellos tuvieron acceso no está

³ “Créditos a PyMEs en Argentina: racionamiento crediticio en un contexto de oferta ilimitada de dinero”, Filippo, Kostzer y Schlessner, Naciones Unidas-CEPAL, 2004.

⁴ “El Papel de los Bancos en el Financiamiento y Competitividad de las PyMEs” Miguel Arrigoni, Deloitte & Touche, 2001.

públicamente disponible o posee un costo demasiado oneroso como para justificar dicha inversión para este informe. Si se quisiera llevar este informe un paso más adelante correspondería obtener acceso a las bases de datos del BCRA y repetir dichos estudios, actualizándolos de paso.

2.2 Las PyMEs en la economía argentina

2.2.1 Según el Censo Económico de 1994

El Censo Económico Nacional es realizado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) cada aproximadamente 10 años. El último que está disponible es el correspondiente al año 1994, con el correspondiente a los años 2004/2005 aún siendo procesado. Las principales conclusiones que se extrajeron del Censo 1994 se presentan en la Tabla 2.4:

Tamaño	Proporción de Empresas	Proporción del Empleo	Proporción del Valor Agregado Bruto
Pequeña Empresa	96%	53%	41%
Mediana Empresa	3%	27%	30%
Gran Empresa	1%	20%	29%

Tabla 2.4⁵. Principales conclusiones del Censo Económico de 1994

El aspecto más interesante de este estudio puede resumirse en que las PyMEs representan cerca del 99% de las empresas argentinas, generan el 80% del empleo y cerca del 70% del Valor Agregado Bruto. Esto resalta la enorme importancia estratégica de apoyar a las PyMEs para que su crecimiento saludable sea el *driver* de la reducción del desempleo y a la vez resalta la relativa ineficacia de concentrar todos los recursos en la promoción industrial de los grandes grupos económicos cuando, en realidad, las PyMES contribuyen más del doble al PBI que dichos grandes grupos. Aparecen aquí dos explicaciones: en primer lugar es operativamente más fácil ayudar a pocas empresas grandes que a muchas pequeñas y en segundo lugar que los grandes grupos económicos son más efectivos en su *lobbying* que las asociaciones de PyMEs.

2.2.2 Según datos del CEPAL

El CEPAL publicó en Mayo del 2004 un estudio sobre datos extraídos en Diciembre 2001 del Padrón de empresas de la Seguridad Social, perteneciente al Ministerio de Trabajo de la República Argentina. Con dichos datos, y el CUIT/CUIL de cada empresa, consultó la base de datos del Registro de Deudores del Sistema Financiero Argentino, gerenciado por el BCRA y cruzando dichas bases de datos elaboró un complejo estudio que analiza las causas del racionamiento del crédito a PyMEs.

Los principales hallazgos que interesan para este estudio pueden resumirse en la siguiente Tabla 2.5.

⁵ Datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, Censo Nacional Económico 1994, extraído de la Presentación Institucional de Puente Hnos. S.G.R.

Estratos	Empresas	Empleos	Créditos (\$'000s)
Menos de 5	297.011	592.096	3.071.845
Entre 6 y 10	42.648	323.232	1.537.122
Entre 11 y 25	30.972	494.709	2.437.499
Entre 26 y 50	11.817	418.307	2.266.265
Entre 51 y 100	6.236	437.753	3.056.132
Entre 101 y 200	3.022	415.559	2.769.375
Entre 201 y 500	1.447	439.232	4.408.663
Entre 501 y 1000	448	309.062	2.935.739
Más de 1000	274	733.639	5.924.970
Total	393.875	4.163.589	28.407.610

**Tabla 2.5⁶. Empresas Privadas Aportantes a la Seguridad Social Por Empleados,
Al Último Trimestre 2001**

En base a esta información extraída del estudio de la CEPAL pueden hacerse ciertos cálculos que ilustran mejor cuál es la verdadera situación que enfrentan las PyMEs en nuestro país. La siguiente Tabla 2.6. condensa la información de la Tabla 1.5. agrupando los estratos de dicha tabla en Pequeña, Mediana y Gran Empresa. Es interesante compararla con la información de la Tabla 2.4. que contiene datos de 1994.

Tamaño	Proporción de Empresas	Proporción de Empleos	Proporción de Créditos
Pequeña Empresa	97,1%	43,9%	32,8%
Mediana Empresa	2,5%	25,8%	28,3%
Gran Empresa	0,4%	30,3%	39,0%

**Tabla 2.6⁷. Empresas Privadas Aportantes a la Seguridad Social y distribución del empleo y
créditos**

La Tabla 2.6 ya deja entrever la realidad del financiamiento de las PyMEs: representan casi el 100% de las empresas del país, generan el 70% de los empleos pero reciben apenas el 60% del crédito al Sector Privado No Financiero, proporción que cae al 19% si se incorporan los préstamos a todo el Sector Privado y al Sector Público⁸. Este punto se discute más a fondo en la sección 2.3 Características de las PyMEs

2.2.3 La importancia de la economía informal

Una de las principales debilidades de la metodología de la CEPAL radica en que sólo toma en cuenta aquellas empresas que están inscritas en el registro de la Seguridad Social, es decir que han declarado la contratación de sus empleados y pagan por ello contribuciones previsionales y cargas sociales. Es decir que dicha metodología no

⁶ Idem 2.

⁷ Elaboración propia en base a datos de la referencia 2.

⁸ Idem 3.

registra a las empresas de la economía informal, a las que se llama en lenguaje corriente “en negro”. Esto no plantea un problema fundamental para la determinación de la financiación de las PyMEs, dado que de todas formas una empresa de la economía informal no puede acceder a financiaciones en el Sistema Financiero formal. Sin embargo, es necesario mencionar esta deficiencia en esta sección dado que la gran mayoría de las empresas de la economía informal clasificarían como PyMEs: empresas con bajos volúmenes de ventas y pocos empleados. Esto se debe a que una gran empresa sería considerablemente más difícil de esconder frente al fisco que una pequeña operación informal. Esto implica que existe un gran número de empresas PyMEs que, de haber sido incorporadas en el estudio de la CEPAL, hubieran aumentado la proporción de cantidad de PyMEs, hubieran aumentado su contribución al PBI y hubieran aumentado su proporción de empleos pero que sin embargo *no hubieran producido variación alguna* en la proporción de acceso al crédito. Para cuantificar este problema se puede citar un estudio del Banco Mundial⁹ que afirmó que durante la década del '90 la economía informal representó en nuestro país un 21,8% adicional del PBI.

También posee el problema de poder subestimar el verdadero número de empleados de una empresa si no todos están declarados, que no es considerado en su estudio.

2.2.4 Acceso a financiaciones fuera del Sistema Financiero local

Como se mostró anteriormente las PyMEs reciben cerca del 60% de los préstamos que el Sistema Financiero local otorga a empresas no financieras. Sin embargo esta proporción no da cuenta de la distribución del acceso al crédito global entre grandes empresas y PyMEs porque no toma en cuenta importantes factores como:

- Acceso al sistema financiero internacional: según datos del BCRA, la deuda externa financiera del sector privada no financiero ascendía en 2001, año del informe de la CEPAL, a \$43 mil millones, lo que comparado con los \$28 mil millones de todo el Sistema Financiero Argentino representa casi las 2/3 partes del total. Si consideramos que difícilmente una PyME pueda convencer a un banco extranjero de otorgarle un crédito cuando ni los bancos locales quieren hacerlo, es razonable suponer que prácticamente la totalidad de la deuda externa del sector privado no financiero corresponda a grandes empresas. A continuación se presenta una figura del BCRA comparando la proporción y monto de las deudas de las empresas que marca la marcada preponderancia de las financiaciones del exterior en el total, incluso antes de que la devaluación distorsionara esa proporción elevando significativamente el valor en % del PBI de la deuda externa. En resumen, este acceso a los sistemas financieros internacionales no hace sino acentuar la falta de acceso al crédito de las PyMEs relativo a las grandes empresas. A continuación se presenta la Figura 2.1 que muestra la proporción entre deuda local y deuda extranjera

⁹ “Small and Medium Enterprises across the globe: a new database”, Ayyagari, Demirguc-Kunt y Beck, World Bank Policy Research Working Paper No. 3127, 2003

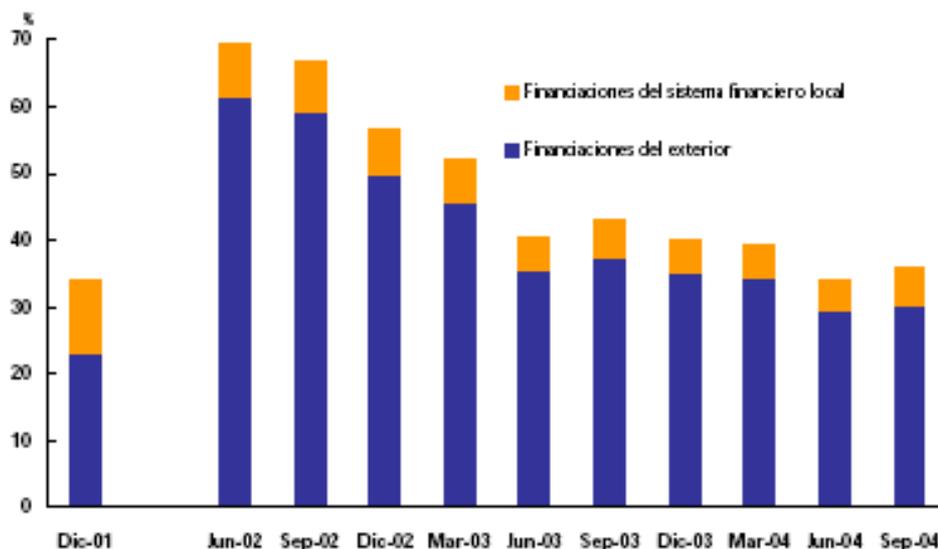


Figura 2.1.¹⁰ Deuda de las empresas en % del PBI

- Acceso al mercado de capitales: ya sea a trav3s de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires o en el extranjero y ya sea mediante colocaciones de t3tulos de deuda o de acciones, las grandes empresas han accedido a financiaci3n adicional por montos muy significativos. En general esos mercados tienen gran liquidez pero tienen altos requerimientos de informaci3n, lo que implica altos costos fijos que resultan prohibitivos para las PyMEs.

2.2.5 Resumen

Resumiendo esta secci3n, podemos ver la figura 2.2. que presenta el panorama general de esta secci3n:

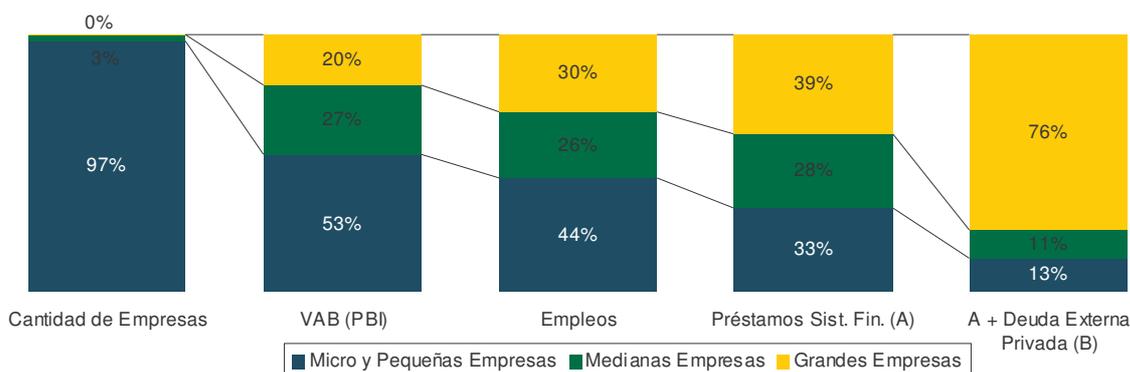


Figura 2.2.¹¹ Resumen de la importancia de las PyMEs en la econom3a argentina

¹⁰ Bolet3n De Estabilidad Financiera, Primer Semestre 2005, BCRA, p3g. 22.

¹¹ Elaboraci3n propia en base a datos de las referencias 2, 3, 4 y 9.

2.3 Características de las PyMEs

La descripción de estas características es principalmente cualitativa dado que no existen encuestas, estadísticas y bases de datos para sustentarlas.

2.3.1 Características Generales

- Las PyMEs se encuentran principalmente en sectores con escasa inversión inicial y bajas economías de escala. Se concentran especialmente en rubros como comercios minoristas e industrias de baja rotación
- Una gran proporción de las PyMEs son empresas familiares donde la sucesión no se determina por idoneidad profesional sino por herencia familiar. Aún en PyMEs con management profesional se verifica poca preparación y actualización del mismo
- Existe una marcada falta de habilidades de preparación, análisis y evaluación de proyectos de inversión
- Ciertas PyMEs encuentran un nicho como proveedores de grandes empresas, situación de la que quedan prácticamente cautivas
- Son más difíciles de controlar fiscalmente y por lo tanto puede existir un mayor nivel de evasión impositiva y previsional

2.3.2 Desafíos Financieros por la estructura de las PyMEs

- Existen fuertes asimetrías de información. Al existir poca organización administrativa en las PyMEs, es difícil para una institución financiera conocer verdaderamente la situación en la que se encuentra el sujeto de crédito más allá de lo que el dueño de la PyME pueda afirmar. Se dice que el otorgamiento de créditos es una toma de decisión en un contexto de información asimétrica dado que la propia PyME conoce mucho mejor que la institución financiera su propio flujo de fondos y su capacidad de repago y puede aprovechar esa información a su favor. La Teoría del Agente (Agency Theory) analiza los problemas de información asimétrica en general, y se da a continuación una explicación de dicho problema aplicada a la interrelación PyME-Sistema Financiero:
 - a. Adverse Selection: es la predisposición del sistema a que los sujetos de crédito que se acerquen a las instituciones financieras sean del tipo que es adverso o inconveniente para las mismas. El Sistema Financiero asume que las PyMEs son riesgosas y por lo tanto establece una alta tasa de interés para cubrirse de la ocasional insolvencia. Dado que la tasa es tan alta, las únicas empresas que aceptarán tomar dichos créditos son aquellas con proyectos con muy alto rendimiento y muy alto riesgo o empresas en situación patrimonial muy comprometida que enfrentarían la quiebra o el cese de actividades en caso de no aceptar el crédito. Así, el Sistema Financiero se condiciona a un mayor número de *defaults* en su

cartera PyME, por lo que aumentará aún más sus tasas de interés, exacerbando el problema hasta hacer desaparecer el mercado del crédito a las PyMES.

- b. **Moral Hazard:** es el problema que encuentra el principal (institución financiera) al no conocer la honestidad o voluntad de repago del agente (PyME o sujeto de crédito). Análogamente al ejemplo citado, un empresario que planea defraudar a la institución financiera y no tiene intención de devolver el crédito que le otorguen no estará particularmente preocupado por la tasa de interés acordada. Una vez más las altas tasas de interés atraen al tipo de tomadores de crédito que más problemas puede traer. Tienen dificultades para financiar aumentos de activo de trabajo y en muchas ocasiones deben renunciar a crecer o a expandirse a nuevos mercados por no encontrar financiación para sus inversiones en activo fijo
- Existe un Mayor Costo por Peso prestado dado que muchos de los costos de los bancos son fijos, especialmente los operativos como el estudio crediticio de la empresa. El prorrateo sobre montos menores genera un costo por peso prestado mayor que el banco traslada al cliente PyME en forma de un incremento en la tasa de interés.
 - Poseen Escaso Patrimonio y sufren la falta de garantías reales como bienes para constituir hipotecas y créditos prendarios. Al acceder solamente a adelantos en cuenta corriente y documentos a sola firma deben pagar tasas de interés más elevadas y plazos más restringidos.

2.3.3 Desafíos Financieros por el entorno argentino

- Por lo expuesto en 2.4.1 respecto de la tendencia a encontrarse en situación irregular, padecen la imposibilidad de financiarse en el Sistema Financiero formal dado que el Banco Central no permite prestar a empresas que registren deudas impositivas o previsionales. Adicionalmente, para las empresas que poseen parte de su facturación “en negro”, resulta imposible apalancarse legalmente contra flujos de fondos “informales”, es decir que el banco sólo puede prestar contra flujos de fondos que aparezcan en los estados contables de las empresas.
- Limitaciones Regulatorias del BCRA. Este punto merece prácticamente un capítulo aparte.

Uno de los principales problemas para el acceso de las PyMEs al crédito se encuentra en las normas de previsionamiento del BCRA. En la actualidad cualquier persona jurídica o física que haya tomado un crédito está inscrita en la Central de Deudores del Sistema Financiero Argentino, un registro dependiente del BCRA, donde cada institución financiera califica a los sujetos de crédito del

1 al 6, siendo 1 la categoría representativa de la mayor capacidad de repago y 6 la categoría correspondiente a los incobrables. Los bancos deben provisionar un determinado porcentaje de su cartera comercial en función de la calificación de cada deudor.

Este registro, que es a los individuos y empresas lo que las agencias de credit ratings como Standard & Poor, Moody's y Fitch son a las grandes empresas, tiene como objetivo proteger al Sistema Financiero (y a sus depositantes) del abuso de quienes no honran sus deudas o actúan en forma fraudulenta. Así, las regulaciones del BCRA obligan a los bancos a provisionar los créditos en su cartera irregular e impiden que los bancos presten a empresas en situación más comprometida, con historial de incumplimientos.

Lamentablemente esta regulación, que sirve para proteger los ahorros de toda la población garantizando la calidad de las carteras de crédito de las instituciones financieras, perjudica tanto a quienes registran quiebras fraudulentas como a quienes tuvieron incumplimientos producto de la crisis del 2001/2002. Muchas PyMEs debieron elegir entre pagar sus salarios o hacer frente a sus obligaciones financieras y eligieron mantener la continuidad del negocio y preservar las fuentes de trabajo según funcionarios de la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME).

El problema surge porque dichas deudas impagas, que ya han sido provisionadas y mandadas a pérdida por los bancos, hoy impiden que las PyMEs puedan acceder al financiamiento del sistema financiero. No se pretende implicar que las PyMEs no deban pagar dichas deudas atrasadas, pero muchos bancos prefieren mirar hacia adelante y concentrarse en el negocio actual en vez de seguir protestando por una crisis en la que todos los sectores de la sociedad perdieron, aunque quizás no todos por igual.

Por las normas de provisionamiento la diferencia entre la calificación otorgada por un banco no puede ser mejor que 1 nivel más arriba de la peor calificación que registre en el sistema. Ello implica que una PyME en situación de atrasos con un banco pero que tiene una situación normal con otro y muestra alta capacidad de repago futura debe ser tratado por ambos bancos como en situación de atraso o similar. Estas normas que por un lado protegen a los ahorristas por otro lado plantean serios interrogantes acerca de la viabilidad de las PyMEs en un contexto donde muchas están entre nivel 3 y nivel 4 y registran atrasos desde la crisis. Proponer soluciones a este problema macroeconómico sería tema suficiente para una tesis de Economía en sí mismo, y escapa al alcance de este informe, pero se deberá seguir cuidadosamente las iniciativas actuales del BCRA en este sentido que incluyen:

1. Posibilidad de clasificar como Situación 1 hasta fines de 2005, a deudores comerciales con alta capacidad de repago futura

2. Opción para otorgar nuevos créditos por encima del límite vigente del 300% del patrimonio del deudor hasta fines de 2005
 3. Autorización de Cajas de crédito regionales
 4. Creación de un índice o tasa de referencia PyME análoga a la PRIME
- La realidad de las PyMEs hoy, según lo evidencia una encuesta de la Confederación Argentina de la Mediana Empresa, en la Figura 2.3., es que apenas el 23% del universo de PyMEs consultadas manifestó utilizar el crédito bancario, siendo las $\frac{3}{4}$ partes de esa porción empresas que utilizan principalmente los Adelantos en Cuenta Corriente, la alternativa de financiación más cara pero muchas veces la única disponible para las PyMEs. Nótese que sólo el 1,3% del total de las empresas consultadas manifestó utilizar la modalidad de descuento de cheques de pago diferido, eligiendo descontarlos en los bancos en vez de la negociación bursátil propuesta en este informe. Del 77% que no se financia en los bancos, existe un 60% que no califica bancariamente por diversas razones, computándose aquella que el encuestado marcó como preponderante. Esta encuesta habla a las claras de una complejísima situación en donde las PyMEs no están participando activamente del Sistema Bancario y deja entrever el potencial que pueden tener las alternativas de financiación que no excluyan a quienes no califican bancariamente por estar en el Veraz o por no disponer de garantías suficientes.

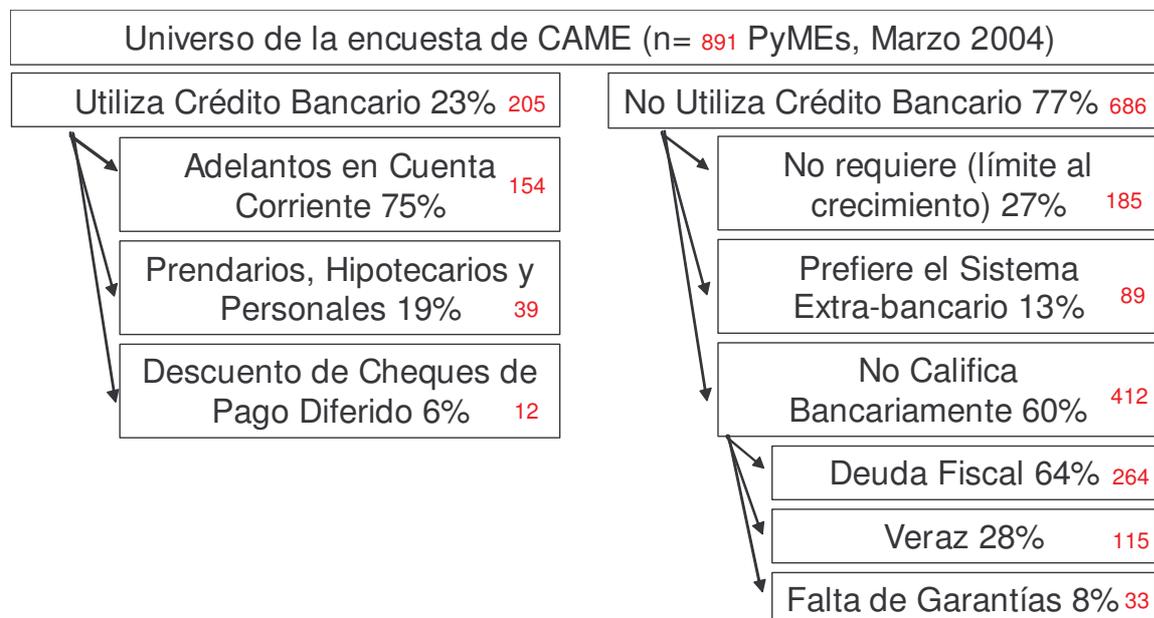


Figura 2.3.¹² Resultados de la Encuesta de CAME

¹² Encuesta de la Confederación Argentina de la Mediana Empresa, Comunicado de Prensa, 14/3/2004

- Los empresarios PyMEs denuncian a través de CAME un “sesgo anti-PyME” del Sistema Financiero y político argentino porque :
 - a. Critican la ineficacia de Políticas Públicas que los protejan de la entrada de importaciones que destruyan a la industria local
 - b. Reclaman mejores programas de bonificación de tasa de la Subsecretaría PyME (Ver 3.4.1)
 - c. Denuncian la existencia de una Presión Fiscal excesiva y de escasos planes para reincorporar al Sistema formal a las PyMEs que han entrado en situación de atrasos con el fisco. El Régimen de Asistencia Financiera Ampliado (RAFA) castiga con punitivos del 2% mensual o 48% anual a quienes se atrasen, por lo que se hace difícil restablecer la situación normal si no hay quitas o moratorias de por medio.
 - d. Crowding Out del Estado Nacional: al acaparar toda la oferta de crédito del mercado el Estado Nacional empuja a las PyMEs a pagar tasas mayores y sufrir racionamiento del crédito.

Estas características intrínsecas de las PyMEs o endémicas de nuestro país condicionaron que con la llegada de la crisis las PyMEs estuvieran entre las más afectadas.

2.4 Los efectos de la crisis: ¿por qué el Sistema Financiero no responde adecuadamente a las necesidades de las PyMEs?

2.4.1 Los efectos de la crisis en números

Los principales efectos que tuvo la crisis económica del 2001 sobre el Sistema Financiero fueron la caída de los depósitos y la interrupción de la cadena de pagos. Como consecuencia, el Sistema Financiero debió recortar rápidamente su exposición reduciendo drásticamente los préstamos otorgados y cancelando líneas de crédito.

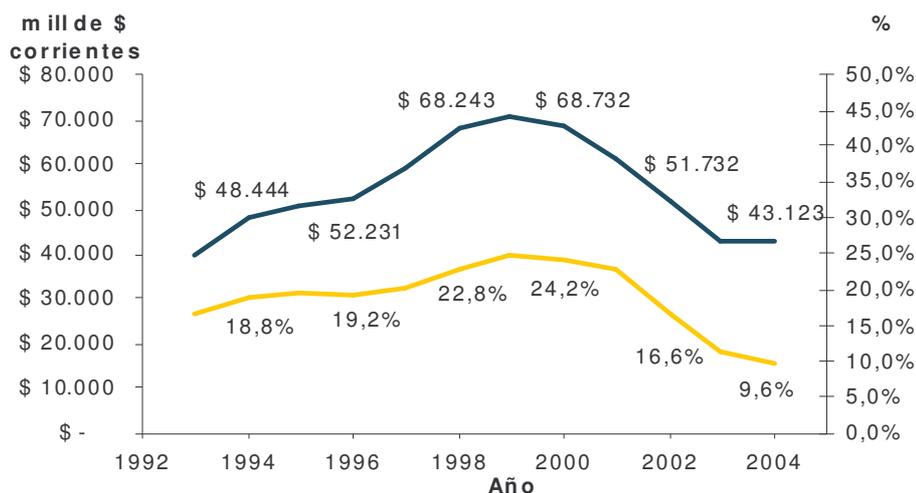


Figura 2.4¹³. Préstamos al Sector Privado en monto y como % del PBI

La Figura 2.4. muestra la fuerte caída de los préstamos al Sector Privado en monto y como porcentaje del PBI producto de la crisis. Si bien no se dispone de estadísticas precisas, los primeros clientes en ver reducida su capacidad de financiación fueron las PyMEs por la percepción de su mayor debilidad relativa frente a las grandes.

La Tabla 2.7. producto de una investigación de la consultora Deloitte & Touche muestra esta caída en la financiación de las PyMEs. Los casi 3 años que separan ambas encuestas mostraron una caída del 5% en el número de PyMEs, pero la caída en el número de PyMEs atendidas por bancos cayó mucho más fuertemente para totalizar un 41%.

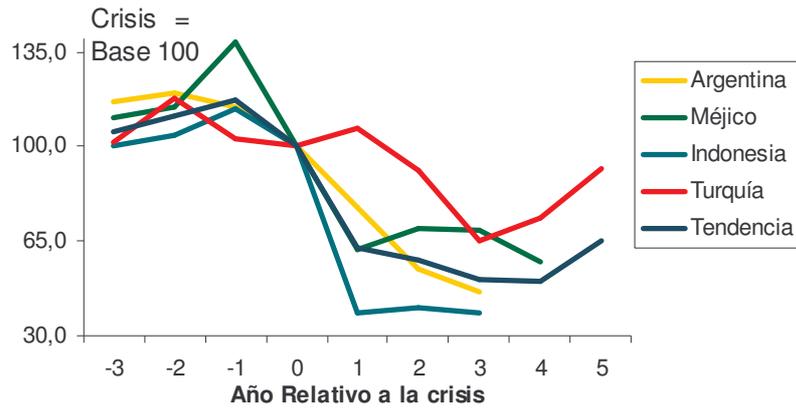
	Dic-00	Feb-04
Número de PyMEs	1.000.000	950.000
<i>Cambio (%)</i>		-5%
PyMEs atendidas por bancos	313.000	186.000
<i>Cambio (%)</i>		-41%

Tabla 2.7¹⁴. Evolución de PyMEs atendidas por el Sistema Bancario

Si bien la brusca caída hace pensar en el potencial de la recuperación, el siguiente Figura 2.5. muestra que la recuperación de los préstamos al Sector Privado como % del PBI 5 años luego de la crisis en diferentes casos como Méjico, Indonesia y Turquía hace presagiar que pueden pasar varios años más antes de que el Sistema Financiero recupere los niveles previos al 2001.

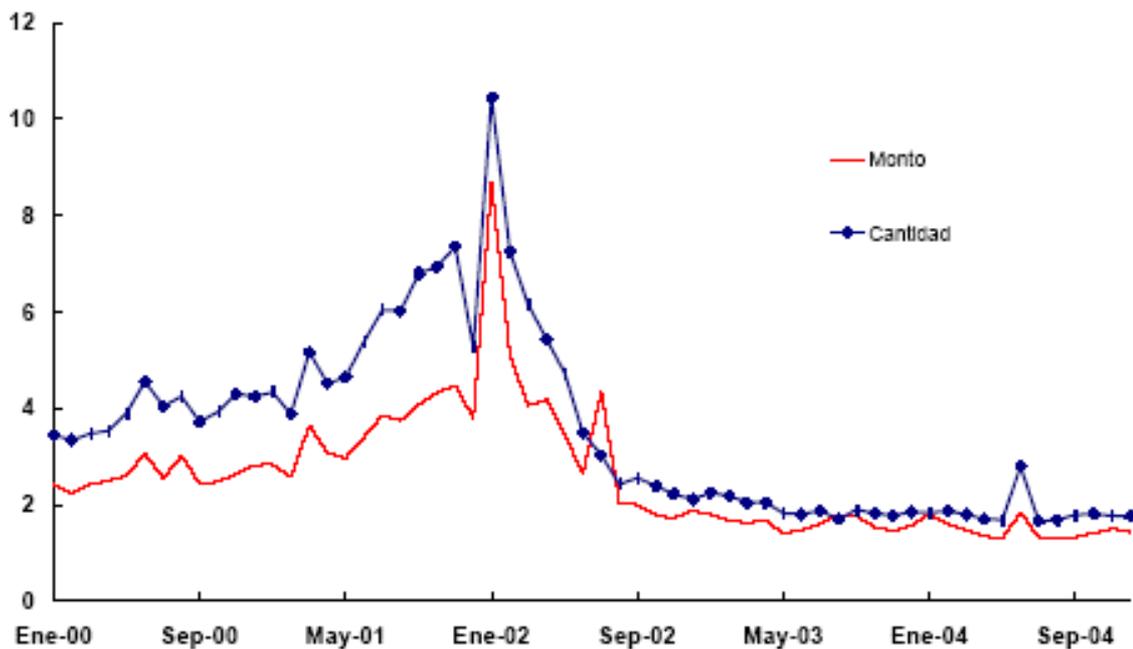
¹³ Elaboración propia en base a datos del BCRA.

¹⁴ “Seminario Estrategias de Ingreso al Sistema Financiero” J.L. Garófalo, Deloitte & Touche, 2004.



**Figura 2.5¹⁵. Evolución de Préstamos al Sector Privado como % del PBI
tomando al año de la crisis como base 100. Comparación Internacional**

Pese a que el Sistema Financiero se encuentre retraído y no muestre signos de volver a niveles pre-crisis, los intercambios entre privados, y en particular la cadena de pagos ya han vuelto casi a la normalidad, como lo evidencia la siguiente cuadro figura 2.6.



**Figura 2.6¹⁶. Evolución Documentos rechazados por falta de fondos como % de los documentos
compensados en las cámaras compensadoras argentinas.**

Puede apreciarse en la Figura 2.6. que los niveles de cheques rechazados crecieron significativamente en el momento de la crisis, clara señal de la interrupción de la cadena de pagos, pero que hoy se encuentran ya bastante normalizados y en niveles similares a aquellos de la era pre-crisis.

¹⁵ Elaboración propia en base a “La perspectiva de mediano y largo plazo” Todesca, Acosta Ormachea, Ministerio de Economía de la Nación, 2003 y datos del BCRA y del Banco Central de Turquía.

¹⁶ Boletín De Estabilidad Financiera, Primer Semestre 2005, BCRA, pág. 65

2.4.2 Cash-flow lending vs. Corporate Lending

Por las características del mercado argentino pero más especialmente con el advenimiento de la crisis las instituciones financieras dejaron de evaluar los proyectos de inversión que sus clientes les acercaban para pasar a evaluar únicamente las garantías con que contaban. La práctica de cash-flow lending se basa en analizar el flujo de fondos futuro de los activos de la empresa y prestar de acuerdo con la capacidad futura de repago mientras que la práctica de corporate lending se basa en asumir que el proyecto tiene una probabilidad de fracaso mayor que la que el tomador del crédito está dispuesto a admitir y por lo tanto prestar únicamente sobre la base de las garantías reales que el tomador logre constituir. Para mostrar esto, se cita a continuación un párrafo del paper publicado por la CEPAL donde discute los resultados de una encuesta con ejecutivos de bancos locales:

“Los bancos entrevistados aseguran que no se realizan operaciones, por rentables que parezcan, si no hay seguridad razonable de recuperación del dinero invertido ante imprevistos en ésta. Siguiendo con esa consideración, a la hora de otorgar un crédito, la evaluación de proyectos puntuales es una metodología poco frecuente en el sistema financiero, en el que se intenta un análisis más global, especialmente en aquellos casos donde el proyecto puntual define el éxito de la empresa solicitante del crédito

En el sistema financiero se plantean básicamente el problema de la ausencia de proyectos viables, así como la carencia de estudios puntuales que permitan fundamentar la viabilidad de proyectos que a primera vista son considerados como inviables por los funcionarios de la entidad financiera. La consecuencia inmediata es que lo que debería ser el último escalón en el análisis del riesgo, y que tiene que ver con la solvencia patrimonial de la empresa —medida en términos de garantías reales—, pasa a ser el principal factor limitante en la selectividad por parte de la institución financiera.

La totalidad de los funcionarios de los bancos entrevistados aseguraron haber tenido problemas con la información provista por un elevado número de las pyme, así como que su objetivo era prestar el dinero por tener un excedente de fondos (en especial entre 1997 y 2000) para aprovechar el abismal diferencial de tasas que se observaba entre los mercados centrales y nuestro país.”¹⁷.

A continuación se reproduce la Figura 2.7. que muestra las diferentes alternativas de financiación y las clasifica según su plazo y su tendencia a ser manejadas según las prácticas de cash-flow lending y corporate-lending. Nótese que independientemente del plazo cuanto más seguro es el instrumento (como estructuras legales el leasing y el fideicomiso son más seguros para el inversor que un préstamo a plazo a sola firma) más tendencia hay a evaluar el flujo de fondos. Esto es absolutamente crucial para las PyMEs que quieran encontrar financiación en estos tiempos de incertidumbre para nuestra economía:

¹⁷ Idem 2.

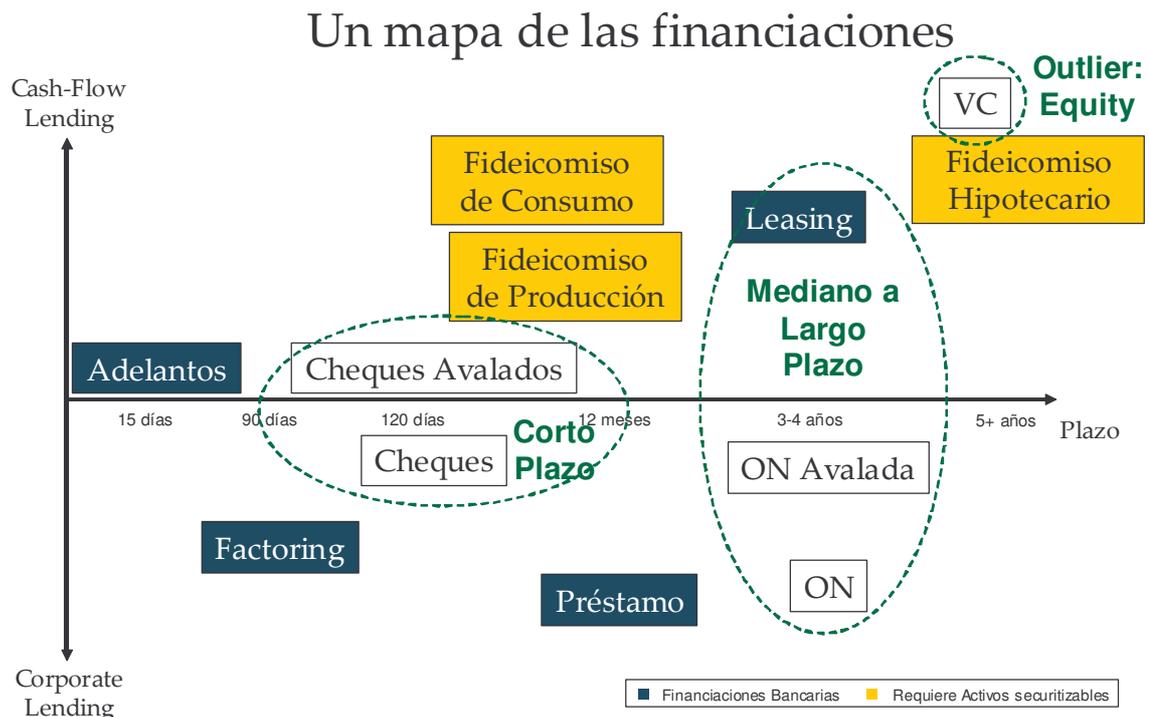


Figura 2.7.¹⁸ Mapa de las diferentes alternativas de Financiación

Por el mencionado retraimiento del Sistema Financiero aquellas alternativas marcadas en azul son difícilmente accesibles hoy en día para una PyME a tasas razonables (quizás con la posible excepción del leasing que otorga más seguridad a la institución financiera). Lo ideal sería utilizar fideicomisos financieros, salvo por el inconveniente de que se requieren activos securitizables que no todas las empresas poseen. El resto de las alternativas pueden dividirse en 3 clusters: Corto Plazo, Mediano Plazo y Equity. Las necesidades de financiación de capital de trabajo debieran ser cubiertas con cheques de pago diferido mientras que para las necesidades de inversión en activo fijo debiera evaluarse el leasing, o si el monto a tomar lo justifica, una Obligación Negociable. Estas alternativas se discuten más en profundidad en el Capítulo 3. ANALISIS DEL ESPECTRO DE ALTERNATIVAS DE FINANCIACION.

Por todo lo expuesto en esta sección 2.4. la crisis económica de 2001 ha tenido un muy fuerte impacto en el Sistema Financiero, creando una brusca disminución de la oferta del crédito, que afectó a todos los tomadores, pero muy especialmente a las PyMEs por su situación de especial vulnerabilidad.

¹⁸ Elaboración propia.

2.5 ¿Qué tiene para ofrecer el mercado de capitales?

El Mercado de Capitales es una institución financiera donde confluyen los excedentes de liquidez de los inversores y las necesidades de financiación de las empresas. La transparencia de la operatoria y en la difusión de la información garantiza un trato equitativo para todos los inversores.

Este mejor disclosure y transparencia en la información, otorga liquidez a los mercados esto conduce a obtener tasas de interés menores. Sin embargo, debe admitirse que el precio a pagar por dicha transparencia en la información son los altos costos fijos y aranceles de cotización.

Asimismo esta transparencia en la información hace que sea fácil encontrar diferencias de valuaciones relativas entre activos muy similares, si las hubiera. Vendiendo lo “caro” y comprando lo “barato” los *arbitrageurs* ganan márgenes muy pequeños sobre grandes volúmenes y hacen que lo caro se abarate y lo barato se encarezca, efectivamente eliminando el *spread* y mejorando el *pricing* del mercado. Este razonamiento también puede ser aplicado a PyMEs y grandes empresas. Ya se ha mostrado que el Sistema Financiero tiene una aversión especial al riesgo PyME al límite de poder estar haciendo un mal *pricing* de dicho riesgo. El mercado de capitales ofrece el potencial de un mejor *pricing* de este riesgo, lo que tendería a hacer desaparecer el llamado “sesgo anti-PyME”.

Los instrumentos tradicionales como la emisión de acciones y la emisión de obligaciones negociables no han demostrado en el pasado ser muy útiles para las PyMEs por los altos costos fijos, aunque el desarrollo de nuevos instrumentos como la negociación bursátil de cheques de pago diferido podría hacer cambiar eso.

La principal ventaja del mercado de capitales frente al Sistema Financiero es lo que se llama la “des-intermediación financiera”. Eliminando a las instituciones financieras el mercado de capitales puede lograr ofrecer mejores tasas de colocación a las empresas y mejores retornos a la inversión a los inversores.

En el contexto argentino el acceso a gran cantidad de fondos disponibles se da a través de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJPs), las Compañías de Seguros (CS) y los Fondos Comunes de Inversión (FCI). Dado que el pasivo de estas instituciones está denominado principalmente en moneda nacional, es lógico que deseen invertir en activos nacionales para reducir posibles descalces de moneda.

La Figura 2.8. a continuación muestra los principales activos de la cartera del sistema de AFJPs. Un rubro particularmente llamativo es el de los Plazos Fijos, que según el BCRA tienen una tasa de interés promedio del 4,7%. Nótese que al haber existencias de \$4500 millones cualquier mejoría en la tasa de interés podría significar beneficios muy sustanciales. Según la consultora Deloitte & Touche cada semana las AFJPs tienen un flujo neto positivo de \$300 millones de los aportantes, lo que implica que permanentemente estarán buscando oportunidades de inversión.

Rubro	Monto (\$bn)	Participación s/ total FJP
TÍTULOS PÚBLICOS EMITIDOS POR LA NACION	32,2	56,2%
ACCIONES DE SOCIEDADES ANÓNIMAS	7,4	13,0%
TÍTULOS VALORES EXTRANJEROS	5,7	10,1%
PLAZO FIJO	4,5	7,9%
FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN	3,1	5,4%
TOTAL	57,2	100%

Figura 2.8.¹⁹ Principales Activos en la cartera de las AFJPs

Adicionalmente, existen muy diversos estudios internacionales que describen la tendencia en los países desarrollados hacia la des-intermediación financiera y hacia la profundización de los mercados de capitales. Entre ellos se puede citar un estudio de la consultora McKinsey que muestra que globalmente los “tradable assets” están creciendo más rápidamente que los “non-tradable bank loans” (Crecimiento anualizado ‘93-’03: 8,7% vs. 7,8%)²⁰.

Sin embargo son pocas las empresas que acceden a estos beneficios en nuestro país parcialmente debido a que el mercado tiene un volumen muy pequeño y parcialmente debido al desconocimiento, como lo demuestra la encuesta del Instituto Argentino del Mercado de Capitales:

“El 77% de los encuestados admitió no conocer la dinámica del Mercado de Capitales ni la dinámica de su uso.”²¹

En resumen, el mercado de capitales puede resultar sumamente atractivo para las empresas dado que las pone en contacto con grandes cantidades de fondos que actualmente gozan de una rentabilidad baja. Existen oportunidades que no están siendo aprovechadas y que podrían ayudar a las PyMEs a reducir su dependencia del Sistema Financiero y lograr financiarse a mejores tasas

¹⁹ Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, Informes Periódicos sobre la cartera, 31/05/05

²⁰ “\$118 Trillion and Counting, Taking Stock of the World’s Capital Markets” McKinsey & Co., Febrero 2005

²¹ -Ing. Carlos Lerner, Presidente Dpto. PyMEs de la BCBA Noviembre 2004 a partir de una encuesta del IAMC con n = 400, extraído de LeoPyME Año 5 Nro. 39, Diciembre 2004, una publicación de la Asociación de Bancos Argentinos

3 ANÁLISIS DEL ESPECTRO DE ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN

En el presente capítulo se efectúa una muy breve descripción de las diferentes alternativas de financiación disponibles para el empresario PyME, agrupándolas en según pertenezcan Sistema Financiero, al Mercado de Capitales, u a otros tipos. Esta descripción podría servir como índice para que futuros ingenieros que estuvieran preparando su propio. Como se anticipara en la Sección 1. Introducción, se hace especial énfasis en la negociación bursátil de cheques de pago diferido por considerar que esta herramienta de corto plazo presentaba el mayor potencial para las PyMEs.

3.1 *Sistema Financiero*

Como se mencionó anteriormente el Sistema Financiero se encuentra retraído luego de la crisis por lo que la mayoría de estas vías de financiación se encuentran vedadas a las PyMEs o exigen tasas de interés tan elevadas que hacen imposible su uso. El objetivo de esta sección no es hacer un análisis profundo de cada alternativa y de su potencial, sino hacer un recorrido general de las distintas opciones para tener un panorama global de las alternativas disponibles.

3.1.1 Adelantos en Cuenta Corriente

Este mecanismo de financiación otorga la máxima flexibilidad para el tomador porque permite utilizar fondos hasta un límite máximo acordado previamente con el banco, a voluntad propia. La contracara de dicha ventajosa flexibilidad es que estos adelantos en cuenta corriente tienen una tasa de interés muy elevada. No constituye un préstamo a plazo con lo cual, si el banco juzga que el poder de repago de la empresa se mantiene vigente, ésta puede devolverlo cuando su flujo de fondos así lo permita. El problema para la PyME es que si el banco tiene dudas acerca de la capacidad de repago, puede congelar y bajar el límite máximo, exigiendo la “cobertura” del adelanto. La Figura 3.1. muestra el diferencial de tasa entre los adelantos en cuenta corriente y la tasa Prime, que es una tasa de referencia por un préstamo a 30 días a una empresa de primera línea. Puede observarse que durante el período 1993-2001 el *spread* promedio, es decir la diferencia de tasas promedio fue de 2000 *basis points*, equivalente a un 20%, mientras que en los 12 meses que anteceden a la fecha de publicación de este trabajo dicha diferencia se redujo a apenas 950 bps. Lo que a priori podría parecer una buena noticia para las PyMEs por una menor tasa de interés en su principal fuente de financiación formal, es en realidad todo lo contrario: esta reducción en el *spread* es indicativa de que muchas PyMEs e individuos que eran sujeto de crédito, luego de la crisis dejaron de serlo. Hoy en día las PyMEs difícilmente acceden a esta financiación por lo que ya no es necesario cobrar tasas de interés exorbitantes.

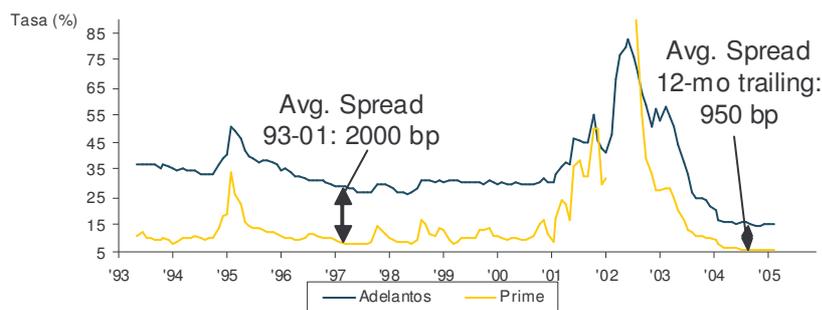


Figura 3.1²². Tasa promedio de Adelantos en Cuenta Corriente y Tasa Prime del Sistema Financiero entre 1993 y 2005

Habiendo dicho esto, los adelantos en cuenta corriente son y seguirán siendo una de las fuentes de financiación más importantes en el muy corto plazo por la flexibilidad que otorgan al tomador.

3.1.2 Factoring: modalidades recourse y non-recourse

El Factoring es la práctica de descontar en una institución financiera una factura de pago de un cliente. Al descontar la factura de pago el proveedor se hace del dinero en forma inmediata y se notifica al cliente que debe pagar la factura a la institución financiera en vez de a su proveedor. La diferencia entre las modalidades recourse y non-recourse radica en que en la primera si el cliente no paga la factura, la institución financiera puede reclamar al proveedor el reembolso del dinero mientras que en la segunda la institución financiera se hace cargo del riesgo crediticio de la empresa cliente a cambio de una tasa de descuento mayor.

En países como los EEUU ha tenido un éxito muy significativo por su simplicidad operativa y por el bajo riesgo que representa para las empresas especializadas que ocupan este nicho dado el contexto norteamericano donde la cadena de pagos tiene pocos quiebres. En nuestro país a causa de una legislación excesivamente rígida y la dificultad del empresariado argentino para adaptarse al cambio el sistema nunca cobró tanta relevancia como se podría haber esperado y eventualmente con la llegada de la crisis las empresas especializadas del extranjero que se habían instalado en nuestro país decidieron abandonar sus emprendimientos. Hoy en día este negocio ha quedado en mano de los bancos locales que poseen pequeñas oficinas dedicadas a esta operatoria. Es de esperarse que con el correr del tiempo el volumen de esta alternativa de financiación crezca, pero dada su mayor complejidad regulatoria frente a los cheques de pago diferido, es poco probable que se erija como la herramienta de corto plazo por excelencia a nivel nacional.

3.1.3 Préstamo a Plazo

El Préstamo a Plazo en su variante no garantizada toma en nuestro país la denominación de Documento a Sola Firma, mientras que aquellos garantizados se denominan

²² Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Hipoteca, en el caso de tener un bien inmueble como garantía; Prenda, en el caso de tener un bien mueble como garantía; o también Warrant cuando la garantía es un activo de trabajo.

Es la alternativa de financiación más difundida en el pasado y es relativamente simple: se establece el monto, el plazo, la tasa de interés y el calendario de amortización. Dependiendo del plazo podría utilizarse para financiar activo de trabajo o para adquirir bienes de uso. En general tiene tasas menores a las de un adelanto en cuenta corriente y sus variantes garantizadas, por dar mayor seguridad al prestamista, tienen tasas menores que el documento a sola firma.

3.1.4 Leasing/Sale & Lease-Back

El leasing es un contrato de locación con opción de compra. Aunque esta definición está ampliamente difundida en la literatura, resulta sumamente difícil encontrar información más profunda sobre esta alternativa de financiación. La operatoria permite a una empresa acceder al uso de un bien, a cambio del pago de un canon que incluye el concepto de alquiler y el concepto de la amortización del activo subyacente. Hacia el final de la duración del contrato el tomador tiene la opción, aunque no la obligación, de adquirir el bien a un precio sustancialmente reducido. Esta operatoria se utiliza por lo general para adquirir un activo fijo como un bien inmueble o una maquinaria productiva, aunque también se utiliza para automóviles y bienes muebles. Es una financiación de largo plazo que abarca desde contratos tan cortos como 1 año hasta contratos a 20 años, dependiendo del tipo de bien que se trate. Existen 2 modalidades llamadas leasing operativo y leasing financiero: en la primera el productor del bien otorga financiación a sus compradores mientras que en la segunda una institución financiera compra el bien y luego lo alquila.

Resulta sumamente atractivo como instrumento dado que la propiedad del bien permanece con el librador (la institución financiera o el productor del bien) hasta que el tomador elija hacer uso de su opción de compra. Esto resulta fundamental desde el punto de vista legal en caso que el tomador se atrase con los pagos del canon, lo que permite al librador retomar la posesión del bien por medios operativamente mucho más simples que si la operación se hubiera estructurado como una venta con financiación.

3.2 Mercado de Capitales

Como se mencionó anteriormente el Mercado de Capitales también se encuentra retraído luego de la crisis, aunque existe una gran oportunidad para captar los fondos de las instituciones financieras no bancarias (AFJPs, Compañías de Seguros y Fondos Comunes de Inversión) sin tener que pasar por los bancos, ofreciendo mejores retornos a dichos inversores y mejores tasas a los tomadores que logres solventar costos de entrada relativamente altos.

3.2.1 Negociación Bursátil de Cheques de Pago Diferido

3.2.1.1 Generalidades

La definición legal de cheque de pago diferido es “una orden de pago, librada a fecha determinada, posterior a la de su libramiento, contra una entidad autorizada en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto”.

La negociación bursátil de cheques de pago diferido es la alternativa de financiación que más se desarrollará en el presente informe. Existen 2 sistemas de negociación: en el sistema “patrocinado” la empresa emite un cheque cuyo beneficiario puede descontar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) a tasas menores que en una institución financiera mientras que en el sistema “avalado”, la PyME concurre a una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) que utilizará su capital de riesgo para avalar el pago del cheque, con lo que la PyME consigue mejores tasas en el mercado y paga una retribución a la SGR por dicho aval.

Este instrumento, que empezó a cotizarse bursátilmente a mediados de 2003, ha registrado en los 12 meses previos a la publicación de este informe un incremento del volúmen negociado de 12 veces para llegar a negociar \$11 millones en Mayo 2005, como lo muestra la Figura 3.2. Pese a ser este monto un número muy bajo para los mercados financieros lo importante es enfocarse en la tendencia al crecimiento y en el potencial que posee esta operatoria. Se dice que la liquidez es un fenómeno de profecía autocumplida: basta con que los inversores creen que un activo será líquido y por ende será fácil comprar y venderlo, para que ellos mismos lo compren y generen la liquidez que esperaban.

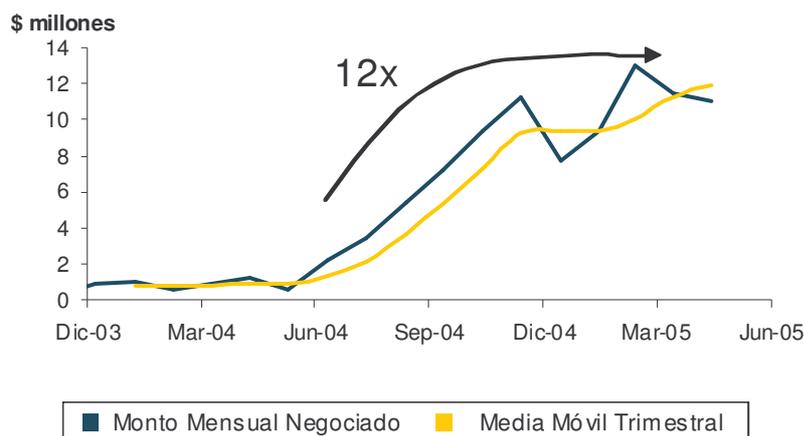


Figura 3.2²³. Montos Mensuales Negociados en BCBA de Ch.P.D.

Uno de los principales inconvenientes que a juicio del autor impiden el verdadero despegue de este instrumento es la necesidad de la BCBA de no hacer un *disclosure* total

²³ Elaboración propia en base a datos de mercado y “Banking – Newsletter de novedades de Mercado”, Deloitte & Touche, Enero 2005.

de lo que se negocia a través de esta operatoria. Se publica diariamente la cantidad de cheques operados, los montos y las tasas de interés mientras que por otro lado y sin posibilidad de cruzar dichas bases de datos en forma operativa, se publican las sociedades que han negociado cheques en el día. Sin la posibilidad de saber qué tasa de descuento corresponde a qué sociedad la BCBA está impidiendo uno de los más positivos atributos que disfrutaban los mercados de capitales que es la transparencia en la información.

Pese a esto el volumen crece mes a mes y los plazos de financiación se alargan cada vez más. La Tabla 3.1. muestra los atributos más relevantes de este mercado que son publicados por www.bolsar.com.

Ch. de mayor monto:
\$730.000 de Compumundo

Ch. de mayor plazo:
361d de Garantizar

Empresa más grande en participar:
Telefónica de Argentina

Denominación	Monto (\$ mill.)	Monto (%)	Pla. Pr.	Pond. Días
Garantizar SGR	9,9	26,9%		116
Puente Hnos SGR	8,6	23,5%		165
Compumundo S.A.	3,9	10,6%		98
Intergarantías SGR	3,8	10,3%		136
Magalcuer S.A.	3,2	8,6%		120
Garantía de Valores SGR	2,2	5,9%		87
Grimoldi S.A.	1,6	4,3%		80
Tot. Primeros 7 Coloc.	33,0	90,1%		126

■ Sistema Avalado (SGRs) ■ Sistema Patrocinado

Tabla 3.1²⁴. Montos y Plazos Promedios Ponderados por emisor

En cuanto a las tasas de interés que están pagando estos cheques, en la Figura 3.3. se presenta una curva de tasas de descuento promedio y cantidad de cheques por plazo obtenidos de un informe publicado por el Instituto Argentino del Mercado de Capitales.

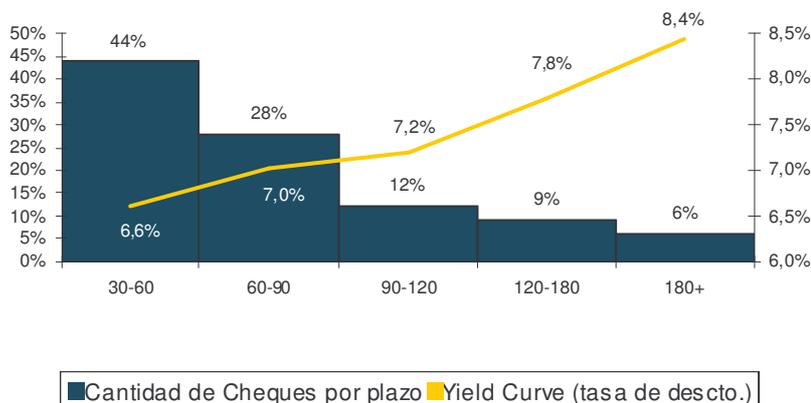


Figura 3.3²⁵. Cantidad de cheques negociados en BCBA por plazo y tasa promedio de descuento entre Dic-03 y Feb-04

²⁴ Elaboración propia en base a datos de mercado al 15/06/05.

Las tasas de interés informadas resultan del promedio de aquellas del sistema patrocinado y aquellas del sistema avalado, siendo las últimas por lo general entre 150 y 250 bps menores. Para saber si estas tasas de interés son beneficiosas versus otros tipos de financiación se utilizará el Ejemplo 3.1, que sigue a continuación

Ejemplo 3.1.:

Monto del cheque a emitir: \$100.000

Plazo: 180 días

TNA de descuento: 8%

Sistema de Negociación: Avalado (por una SGR)

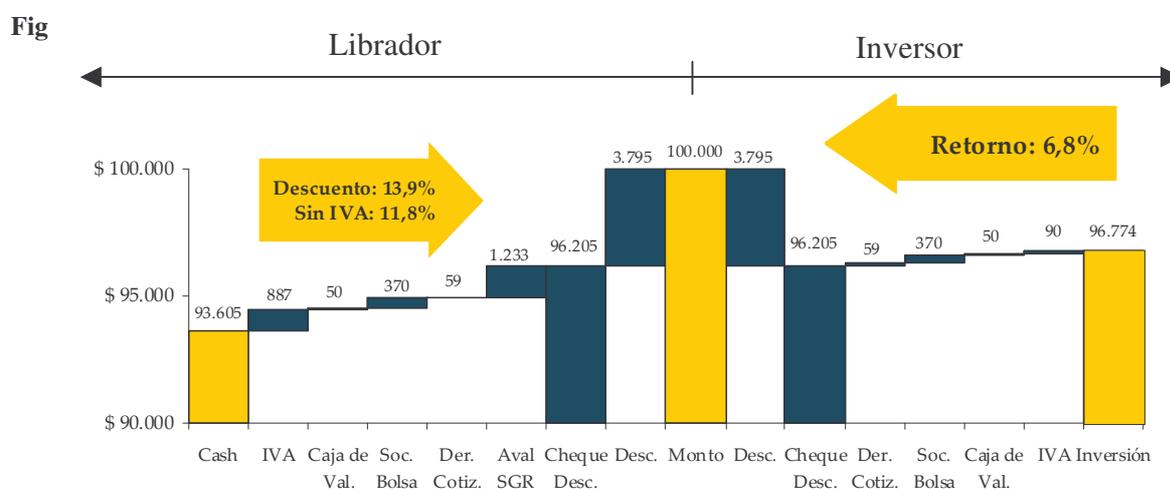


Figura 3.4²⁶. Gráfico Puente con los flujos de fondos correspondientes a una operación por sistema avalado correspondiente al ejemplo 3.1.

En el ejemplo 3.1 el monto, \$100.000 está en el centro de la Figura 3.4., el gráfico puente. Esa suma está ubicada en el tiempo t + 180d y el objetivo de este ejercicio es calcular la tasa de descuento all-in-costs o costo financiero total de esta financiación. Se recorrerá primero el gráfico hacia la izquierda. Del monto que deberá pagar en t+180d el librador recibiría luego de aplicar la tasa de descuento del 8% anual \$96.205. A ello corresponde descontarle un 2,5% anual que es el valor del aval, un 0,12% del total en concepto de derechos de cotización de la BCBA y un 0,75% anual en concepto de arancel de la sociedad de bolsa que subaste el cheque. Luego de pagar \$20 de arancel fijo y un 0,03% a la Caja de Valores por el servicio de custodia de los cheques sólo queda descontar el saldo del IVA que es del 21% del descuento operado más el 21% del arancel de sociedad de bolsa y derecho de cotización. La empresa que descontó el

²⁵ Elaboración propia en base a datos de “Negociación de Cheques de Pago Diferido durante 2004”, Instituto Argentino del Mercado de Capitales, Febrero 2005.

²⁶ Elaboración Propia en base a datos de Puente Hnos SGR.

cheque recibe \$93.605 para un costo financiero total del 13,9% anual incluyendo IVA o un 11,8% anual sin incluir el IVA.

Corresponde ahora recorrer el gráfico puente hacia la derecha. Aquí los costos se suman pues es dinero adicional que el inversor debe desembolsar en el instante $t = 0$. Las alícuotas de derecho de cotización, arancel de Sociedad de Bolsa, Caja de Valores e IVA son idénticas. La rentabilidad real luego de incluir todos los costos es del 6,8% anual.

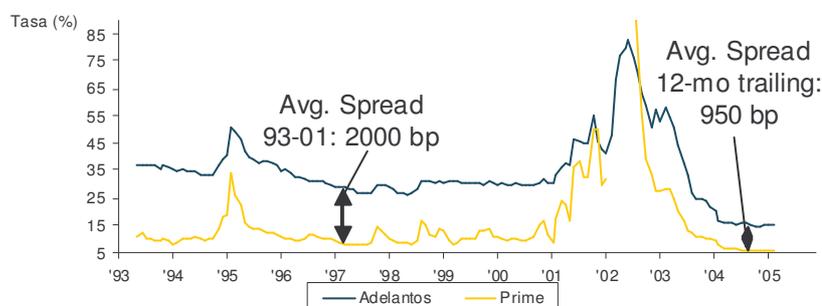
C.F.T.: 13,9% anual con IVA
C.F.T.: 11,8% anual sin IVA
Rendimiento para el inversor luego de costos: 6.8%

Además, esta operatoria está exenta del impuesto a los débitos y a los créditos bancarios, lo que implica un ahorro del 1,2% del total.

Ahora que se dispone de las tasas anuales puede procederse a compararlas contra las otras alternativas:

Para el librador:

Para muchas PyMEs la única alternativa viable es el adelanto en cuenta corriente como se apreció en la sección 2.3.3. Viendo la Figura 3.1. que se repite a continuación para comodidad del lector, puede apreciarse que dichos adelantos operan con una tasa entre el 15 y el 20% anual, lo que implica que para el librador esta operatoria el sumamente beneficiosa.



**Repite Figura 3.1²⁷. Tasa promedio de Adelantos en Cuenta Corriente y Tasa Prime del Sistema
Financiero entre 1993 y 2005**

Para el inversor:

Si se considera como se apreció en la sección 2.5. que los principales inversores en el mercado de capitales por la liquidez que tienen son las AFJPs, CS y FCI, se debe estudiar qué alternativas de inversión del mismo plazo poseen hoy día para colocar dichos excedentes.

²⁷ Idem 19.

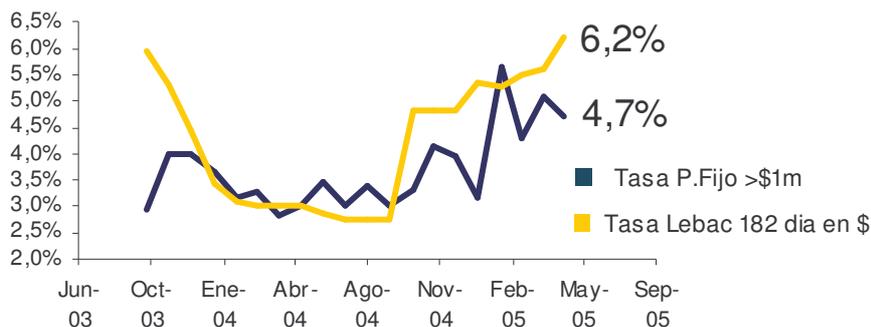


Figura 3.5²⁸. Tasa de una Letra del Banco Central (LEBAC) a 182 días y de un Plazo Fijo de más de \$1 millón

Las LEBACs poseen una tasa de interés menor, aunque la diferencia no es tan significativa. Si consideramos que el rendimiento citado de 6,8% el luego de todas las comisiones y gastos, puede asumirse que el 6,2% de las LEBACs evidenciado en la Figura 3.5. o el 4,7% de los plazos fijos de grandes montos puede resultar menos atractivo que la opción de los cheques de pago diferido.

En última instancia al ser las tasas de descuento de los cheques de pago diferido determinadas por el mercado por el mecanismo de subasta, los valores que se estén pagando reflejan el interés de los compradores por este título.

3.2.1.2 Aspectos Operativos

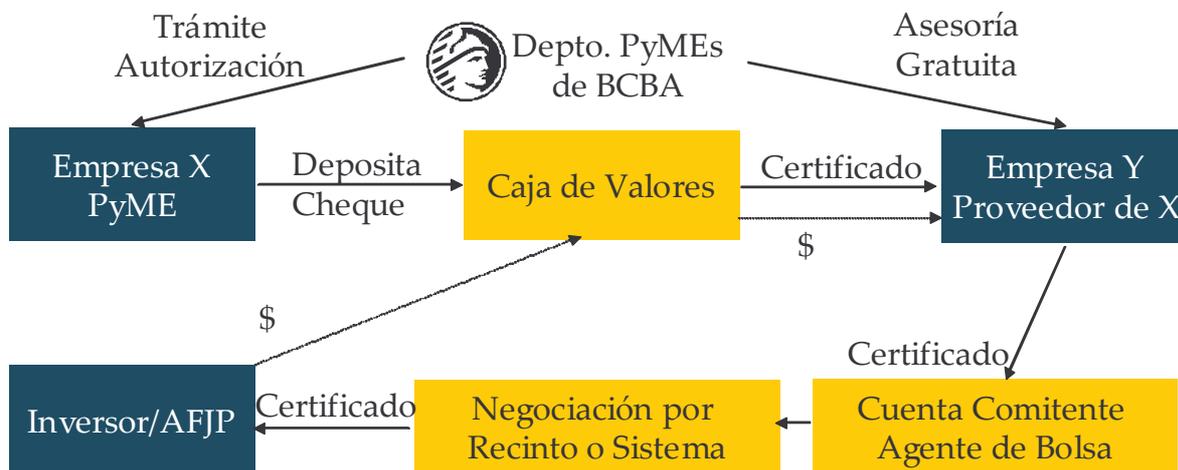


Figura 3.6²⁹. Negociación Bursátil de un cheque de Pago diferido

La Figura 3.6 muestra el circuito de una negociación bursátil de un cheque de pago diferido. La empresa PyME X se asesora en el Dpto. PyMEs de la Bolsa y obtiene la autorización para la cotización de sus cheques de pago diferido. Actualmente existe una

²⁸ Elaboración propia en base a datos de BCRA

²⁹ Entrevista con personal del Dpto. PyMEs de la BCBA

restricción de la BCBA que limita el monto global de cheques autorizados a cotizar bursátilmente al mínimo entre el 25% de las compras anuales de la empresa o el total de las cuentas a pagar que actualmente posea.

Logra convencer a su proveedor, la empresa Y, de aceptar el pago mediante el descuento en la BCBA del cheque con el que iba a efectuarse el pago. La PyME X lo deposita en la Caja de Valores, quien ofrece a la Empresa Y la posibilidad de retirar el cheque y hacer con él lo que desee o negociarlo en la BCBA. Si decide esta última opción, la Caja de Valores le extenderá un certificado que será depositado en una cuenta comitente que la empresa Y posea en un Agente de Bolsa. Este lo subastará en el recinto o por sistema y si algún inversor ofrece una tasa de descuento menor que la establecida por la empresa Y, se concretará la operación. De otra manera quedará desierta y puede volver a intentárselo al día siguiente por cuanto tiempo se desee o retirarlo. Si el monto del cheque una vez descontado es inferior a los \$100.000 la empresa Y podrá retirar hasta 2 cheques por hasta \$50.000 y cobrarlos directamente por ventanilla en la Caja de Valores haciéndose del efectivo en forma ágil, rápida y exenta del impuesto a los débitos y créditos bancarios.

Para el sistema avalado es aún más simple pues la PyME sólo debe encargarse de concurrir a la SGR u a otro avalista donde dicha entidad será la encargada de hacer toda la tramitación.

3.2.1.3 Ventajas del Sistema Patrocinado

Para las grandes empresas como por ejemplo Telefónica de Argentina, que emitió cheques por \$12 millones en 2004 no tiene sentido pagar un aval. Inclusive empresas de menor tamaño como Compumundo, Magalcuer, Grimoldi también se han acogido a este sistema. La principal desventaja que tiene es que existe actualmente una restricción que impide a empresas con facturaciones menores a los \$12.000.000 anuales operar por este sistema. Si la empresa ya ha superado dicha marca y cree que puede conseguir del mercado por sí mismo una tasa de interés menor a la que obtendría mediante una SGR sumada al costo del aval, entonces debería seguir adelante con el esquema operativo propuesto en 3.2.1.2.

Las principales ventajas del Sistema Patrocinado son:

- Prestigio de Cotizar en Bolsa
- Acceso a mejores tasas que las que se encuentran hoy en bancos
- Simplicidad operativa
- Agilidad

3.2.1.4 Ventajas del Sistema Avalado

El objetivo de esta sección no es hacer un estudio sobre las SGRs sino recordar al lector las principales ventajas de operar bajo el sistema avalado son:

- Se afianza la obligación de pago: ante incumplimiento del librador, la SGR responde por el monto del cheque
- Acceso a mejores Tasas de descuento utilizando la confianza que otorga el aval de la SGR a las que se accede hoy en Bancos una PyME
- Extensión de los plazos de financiación
- No aparece el nombre del beneficiario ni la del emisor del cheque. Cotiza la SGR.
- Aproximación al mercado de Capitales
- Las SGRs cuentan con beneficios impositivos que les permiten captar fondos de sus socios partícipes y sus socios protectores con rendimientos para los mismos sumamente interesantes, como se aprecia en la figura 3.7:



Figura 3.7³⁰. Flujo de Fondos de una inversión de 2 años en el fondo de riesgo de una SGR

- Sin embargo, para poder disfrutar de estos beneficios impositivos existen una fuerte restricción: para obtener el beneficio fiscal, el 80% del monto debe colocarse como aval durante un plazo no menor a 2 años
- Adicionalmente, existe otra limitación y es que la SGR debe exigir a sus socios partícipes contragarantías (entre 50 y 100% del monto total a pedir prestado).
- Como ventaja adicional, puede suponerse que a medida que crezcan las SGRs, sus costos operativos se verán prorrateados entre un mayor número de socios partícipes y resultará más económico participar. De hecho, una de las principales razones por las cuales las SGRs nunca despegaron en la Argentina es que son relativamente jóvenes como lo indica la Tabla 3.2.

³⁰ Elaboración propia en base a datos de Puente Hnos SGR

Principales SGR	Fecha de Constitución
Garantizar	Jun-97
Avaluar	Sep-98
Afianzar	Nov-99
Intergarantías	Jul-01
Garantía de Valores	May-04
Puente Hnos	Sep-04

Tabla 3.2³¹. Principales SGRs con sus fechas de constitución

Si se considera además que la ley 24.467 que reglamentó en nuestro país la operatoria de las SGRs es de 1995, y que entre esa fecha y la actualidad los países emergentes vivieron una serie de fuertes crisis como las de Ecuador, Rusia, Brasil, los tigres asiáticos y la propia de nuestro país no es de sorprender que una institución tan joven en un escenario de tanta turbulencia no haya podido establecerse firmemente.

3.2.2 Obligaciones Negociables

Las Obligaciones Negociables (ONs) son títulos valores que representan una porción de un empréstito a plazo. La principal ventaja para el inversor es que al existir un mercado secundario donde pueden comprarse y venderse estos títulos, éstos adquieren una liquidez mayor y representan un menor riesgo de quedar “atrapado” en una inversión determinada. Para las grandes empresas que ya han emitido ONs en el pasado esta alternativa suele ofrecer tasas de interés menores que la financiación bancaria. La principal desventaja de esta operatoria radica en que existen, independientemente de la tasa de interés, altos costos fijos que prorrateados sobre un monto pequeño representan un costo financiero total muy elevado para PyMEs.

Existen diferentes variantes, como el Valor de Corto Plazo (VCP), que es una ON con plazo menor a 365 días y algunos, aunque muy pocos, beneficios desde el punto de vista de requerimientos de información a los inversores; y también existe la ON PyME, que cuenta con mayores beneficios de requerimientos de información, pero mantiene aún altos costos fijos.

Cualquier ON puede tener como garantía la llamada “*full faith*” del emisor que significa que la ON está garantizada solamente con el activo de la empresa, o puede tener garantías adicionales explícitas, como una hipoteca en primer grado (una concesión de prioridad ante otros acreedores comunes). Estas garantías pueden ser por ejemplo, un compromiso de pago de una SGR o de cualquier institución financiera, es decir que de forma análoga a la operatoria de los cheques de pago diferido avalados, el garante se compromete a rescatar la ON de los inversores en caso de que exista un *default* del título, y recibe a cambio una prima por esa cobertura.

³¹ Presentación Institucional de Puente Hnos. S.G.R.

Con la llegada de la crisis y el *default* de los bonos del Estado Nacional se hizo muy difícil para las empresas conseguir emitir este tipo de deuda, aunque en 2003 y 2004 se han registrado emisiones pequeñas de empresas como Alvarez Hnos. S.A., productora y exportadora de especias; Mardi S.A., productora y exportadora de pescados y congelados; y ESAT S.A., productora y exportadora de pelotas de tenis. Las emisiones fueron predominantemente en dólares y se hace evidente el privilegio de las empresas exportadoras para emitir esta deuda denominada en moneda extranjera.

3.2.3 Fideicomisos Financieros

Un fideicomiso financiero es una entidad jurídica separada de la empresa o empresas participantes que se utilizará como vehículo para obtener financiación. Las empresas ceden activos al fideicomiso y éste último asume deuda, ya sea ONs o potencialmente préstamos bancarios, utilizando como garantía los flujos de fondos de los activos fideicomitidos. Con el dinero obtenido de los inversores el fideicomiso retribuye a las empresas el haber cedido sus activos pagándole lo que haya sido capaz de recaudar.

Lo interesante para el inversor es que al estar estos activos en un vehículo separado de la empresa, desaparece el riesgo crediticio de la misma y se considera únicamente la capacidad del flujo de fondos de repagar la deuda. A cambio de la pérdida de flexibilidad por parte de las empresas, ya que no pueden disponer de su activo como quisieran y que contablemente el activo desaparece de su balance, las empresas, especialmente las PyMEs obtienen tasas de financiación más convenientes.

Los fideicomisos financieros son una excelente alternativa de financiación para aquellas empresas que posean activos aptos: los bancos comerciales están aprovechando este instrumento para armar fideicomisos con carteras de créditos hipotecarios, las empresas de consumo y artículos para el hogar como Garbarino y Frávega están aprovechándolo para hacer lo propio con carteras de crédito de consumo (cupones de tarjetas de crédito) mientras que ciertos productores/exportadores han logrado armar fideicomisos con los contratos de exportación de sus productos, siendo el caso de la cooperativa salteña de productores de tabaco un ejemplo de ello.

Lo anterior deja entrever una limitación de este instrumento: sólo pueden acceder aquellas empresas con activos que pueden ser cedidos al fideicomiso. Un productor que no tiene contratos firmados con gran anticipación, o que no posee un activo con un flujo de fondos fácilmente previsible, simplemente no tiene cómo acceder a esta alternativa de financiación.

3.2.4 Emisión de Acciones

Es la alternativa de financiación con más altos costos fijos, lo que hace que sólo las grandes empresas puedan acceder corrientemente. Sin embargo la experiencia en otros países como EEUU y el Reino Unido muestra que las PyMEs son viables para emitir acciones, al menos en aquellos mercados. La razón por la que se incluye es principalmente para estudiar cuál es el umbral a partir del cual se justifica la emisión de

acciones, a fin de estudiar si una mediana empresa estaría en condiciones de utilizar esta alternativa.

3.3 Private Equity

Las empresas de Private Equity captan inversiones de individuos con alto patrimonio y AFJPs para constituir un fondo de riesgo que permita realizar inversiones estratégicas en empresas. El fondo de riesgo adquiere el capital de empresas generalmente en sectores de crecimiento con la esperanza de lograr un retorno a dicha inversión cuando venda esas acciones en un horizonte de tiempo de 3 a 6 años. Dado que el objetivo de estas empresas es de mediano a largo plazo las inversiones que haga serán principalmente para financiar activos fijos, es decir que es una alternativa poco eficiente para financiar un aumento en el activo de trabajo.

El aspecto más interesante de esta operatoria es que estas empresas suelen aportar el *management* o el *advisory* necesario para que una empresa PyME en expansión logre crecer adecuadamente. Poseen gran *expertise* técnico y luego de haber invertido en muchas empresas PyMEs y algunas grandes, han acumulado la experiencia para manejarse en entornos de incertidumbre.

Los llamados *angel investors* aportan capital a emprendimientos en etapas muy tempranas, teniendo muchos fracasos y sólo algunos éxitos muy rotundos, lo que en general se compensa para generar un retorno entre aceptable y muy bueno para el inversor, habida cuenta del riesgo que corre. Chrysalis Argentina es un ejemplo de este tipo de empresas.

Los llamados *private equity funds* aportan capital en etapas más evolucionadas del negocio y pueden ayudar a PyMEs a financiar su crecimiento. Ejemplos de estos fondos en nuestro país incluyen a los fondos Southern Cross, Pegasus, Exxel Group, aunque estos son los más conocidos por haber encarado adquisiciones de grandes empresas y quizás no tengan a las PyMEs entre sus objetivos de inversión.

3.4 Otros mecanismos que no constituyen verdaderas alternativas de financiación

El alcance del proyecto global no contempla un análisis profundo de las siguientes financiaciones por las razones que se explicitan en cada apartado:

3.4.1 Programas de Préstamos Subsidiados por el Estado

Existen diversos programas de préstamos para PyMEs subsidiados por el Estado Nacional, ciertos Estados Provinciales e incluso por gobiernos municipales, como por ejemplo la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. La mayoría de estos programas de “créditos blandos” se canalizan a través del Banco Nación, el Banco Provincia de Buenos Aires y el Banco Ciudad de Buenos Aires, y en menor medida a través de otros bancos públicos.

La excepción a esta regla son los programas de bonificación de tasa de la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa (SSEPYME), en los que generalmente se licitan entre diferentes bancos públicos y privados fondos para compensar a los bancos el interés que dejarían de percibir al cobrarle a las PyMEs una tasa menor a la que les cobraría el mercado.

La principal razón por la que esta alternativa de financiación no es de particular interés para este estudio radica en que los fondos son relativamente escasos, no siempre se adjudica el total del monto anunciado, y resultar seleccionado puede ser difícil. Tristemente esta práctica resulta distorsiva, permitiendo al Estado digitar a qué PyMEs elige favorecer con esta bonificación de tasa, lo que adicionalmente podría traer el inconveniente por búsquedas de rentas por parte de los responsables de la asignación de dichos fondos.

Habiendo dicho esto, si un empresario PyME puede hacerse de fondos a tasa bonificada, que no dude en hacerlo porque seguramente conseguirá dinero a tasas inferiores a las de mercado, aunque como visión sistémica se debe reconocer que estos programas resultan más un parche que una solución de fondo. Comparar estas tasas contra las del mercado y concluir que esta es una buena alternativa de financiación sería ingenuo, dado que de ninguna manera estos fondos pueden alcanzar para satisfacer toda la demanda de crédito de las PyMEs en nuestro país.

3.4.2 Ventas de Activos

Resulta bastante evidente que una empresa puede vender un activo fijo y utilizar el dinero proveniente de la venta para financiarse, por ejemplo para constituir activo de trabajo. No resulta viable como alternativa de financiación principalmente porque no todas las empresas disponen de activos que puedan vender y, aún más importante, no se puede vender indefinidamente todos los activos de la empresa.

Igualmente resulta interesante mencionarlo dado que una empresa PyME podría nunca haber considerado esta opción, como por ejemplo vender un galpón en desuso o, si está en uso, venderlo y alquilarlo. Nótese que esta venta + alquiler difiere ligeramente de una operación de sale & lease-back: en esta última opción en canon del leasing incluye la amortización del bien, de manera que hacia el final del leasing el tomador puede recuperar el activo a un costo mínimo, efectivamente recuperándolo. Es decir que si se compara el balance antes de iniciado el leasing y luego de finalizado (asumiendo que el tomador recompra el bien), la diferencia que queda es un flujo de fondos muy similar a un préstamo. Salvando las diferencias legales, asumiendo que el objetivo del tomador es recuperar el bien hacia el final del leasing, esta operatoria es análoga a una hipoteca. La razón por la que la venta + alquiler no interesa tanto a nuestro estudio es que una vez que se vendieron el o los activos que se podían vender la empresa queda sin acceso a ninguna otra financiación (no pudiendo ofrecer garantías reales).

3.4.3 Disminución de dividendos y Recapitalizaciones del Controlante

La principal fuente de financiación de las PyMEs es el dueño mayoritario. De más está decir que para financiar un incremento del activo de trabajo el controlante puede disminuir el flujo de fondos saliente mediante la limitación de los dividendos o inclusive realizando aportes de capital fresco. Esto no reviste mayor interés para nuestro estudio dado que es una opción relativamente obvia y que cualquier empresario PyME maneja. Adicionalmente sería positivo ver en la Argentina una profesionalización de los empresarios PyMEs y una mayor separación entre los bienes personales del dueño mayoritario y los de la empresa, cuestión que se vuelve especialmente complicada para los casos de las empresas familiares.

3.4.4 Futuros, Opciones y Swaps

Ninguna de estas tres opciones constituyen una financiación *per se*, aunque si existiera un mercado líquido para estos instrumentos, podrían utilizarse para complementar y adaptar las ofertas de crédito mediante la cobertura de riesgos.

Los futuros son acuerdos para vender luego de un plazo determinado un bien especificado en un contrato a un precio preestablecido. Como el intercambio del bien y del dinero se efectúan ambos en la fecha futura no puede considerarse una financiación, pero sí puede usarse para lograr una financiación más conveniente. Tomemos el ejemplo de un productor agropecuario que recurre a un banco para conseguir financiar la compra de semillas para plantar. El banco deberá evaluar el riesgo crediticio que incluye, entre otros, el riesgo de sequía y el riesgo de caída de los precios de los commodities. Si el productor es capaz de demostrar mediante un contrato de futuro que ya se ha “garantizado” un precio de venta que le permitiría devolver el crédito, asumiendo que la cosecha tenga el volumen esperado, entonces es un riesgo menos que corre el banco y podría decidir exigir una menor tasa de interés. El productor se cubre del riesgo de la caída de precios pero se expone a la posibilidad de dejar de ganar aún más si en vez de bajar, los precios de los granos subieran.

De forma análoga, una opción, que es el derecho pero no la obligación de comprar o vender un bien a un determinado precio en un determinado plazo, permite llevar esta estrategia aún más lejos: el productor se cubriría de la posibilidad de la baja de precios pero podría beneficiarse de la suba de los mismos (esta mayor flexibilidad tiene un costo que se manifiesta en la prima de la opción). Nuevamente en este caso el banco podría elegir prestarle a una tasa menor.

Por último, los swaps son compromisos de intercambiar 2 flujos de fondos, típicamente aplicado a tasas de interés, donde uno de los participantes se compromete a pagar al otro una tasa fija de interés a cambio de recibir una tasa de interés variable. De esta forma una empresa que solamente tiene acceso a ofertas de crédito a tasas variables pero que preferiría, para proyectar más fácilmente sus flujos de caja, pagar una tasa fija, puede tomar dichos créditos y “convertirlos” a su preferencia con bajos costos operativo.

4 CONCLUSIONES

- La realidad de la Argentina hoy es que el Sistema Financiero se encuentra retraído, con los préstamos al sector privado como proporción del PBI a menos de la mitad de los niveles pre-crisis.
- Ante la falta de disponibilidad de financiación de largo plazo por el momento se priorizará la utilización de la capacidad instalada, por lo que la principal necesidad de financiación será de activo de trabajo y por lo tanto de corto plazo.
- Por ofrecer mejores tasas que los adelantos en cuenta corriente y por permitir a las AFJPs y CSs y FCIs colocar fondos a tasas superiores a los plazos fijos y las LEBACS (6,8% después de gastos vs. 4,7% y 6,2% antes de gastos), la negociación bursátil de cheques de pago diferido se perfila como uno de los instrumentos que más potencial de crecimiento presenta, más allá de haber incrementado su monto mensual negociado en 12 veces en tan sólo 1 año.
- La Tabla 4.1. muestra la ventaja comparativa que poseen las AFJPs para ofertar fondos a tasas bajas porque ese capital proviene de los aportantes y las AFJPs no pagan interés sobre dichos fondos sino que tienen un costo de oportunidad para encontrar la inversión con el mejor perfil retorno-riesgo. Las SGRs tienen un incentivo fiscal para captar fondos pero legalmente no les está permitido realizar préstamos a sus propios socios con esos fondos, que sólo pueden usarse para dar garantías y para invertirlos en activos financieros líquidos. Asimismo, en las columnas a la derecha se puede apreciar que las SGRs son quienes tienen la ventaja comparativa para otorgar garantías de riesgo, dado que las AFJPs lo tienen vedado, el Sistema Financiero padece los altos costos regulatorios del BCRA y por otro lado las SGRs tienen un mandato legal que no les permite hacer sino eso. Como se dijo anteriormente el mercado de capitales es donde los fondos a tasas bajas de las AFJPs pueden interactuar con las garantías de riesgo de las SGRs para permitir el acceso de las PyMEs al crédito a tasas menores que las que conseguiría en el Sistema Financiero.

Fondeo a tasas bajas	Tasa	Garantías de riesgo	Razón
AFJPs, CS, FCI	Costo de Oport.	AFJPs, CS, FCI	No puede por regulación
Sistema Bancario	4,7%	Sistema Bancario	Costo Regulatorio BCRA
SGRs	Incentivo Fiscal	SGRs	Mandato Legal

Tabla 4.1³². Ventajas Comparativas de cada sector analizado

- Adicionalmente, para aquellas PyMEs que posean activos fideicomitibles, puede resultar muy interesante la opción de los fideicomisos financieros ya que tanto esta opción como los ChPD avalados presentan características de cash-flow lending relativas a un préstamo a plazo del sistema financiero o un adelanto en cuenta corriente.
- Dentro de 2 a 4 años cuando la capacidad instalada esté completamente utilizada y el Sistema financiero se haya recuperado aunque sea parcialmente de su marcada aversión al riesgo post-crisis, se comenzará a ver un alargamiento gradual de los plazos, y allí el ChPD deberá ceder su lugar a Obligaciones Negociables avaladas o al Leasing.

³² Elaboración propia.

- Existe escasa difusión de las alternativas de financiación disponibles y un gran desconocimiento entre los empresarios PyME. Fuertes barreras de información impiden la optimización de la financiación
- Ciertos problemas de las PyMEs son sistémicos (mayor costo por peso prestado, asimetrías de información, escaso patrimonio y falta de garantías reales), aunque el empresario PyME argentino hace poco por ayudar a regularizar su situación (falta de profesionalización, flujos de fondos informales)

Teniendo esto en cuenta se procede a efectuar las siguientes recomendaciones.

5 RECOMENDACIONES

- Mejorar el disclosure de la BCBA sobre la operatoria de cheques de pago diferido
- Completar este informe global para comparar las diferentes alternativas
- Organizar Road-shows para promocionar este instrumento en ferias agropecuarias e industriales
- El marco regulatorio ya está suficientemente flexibilizado en cuanto a previsionamiento de cartera comercial, pero aún debe resolverse desde el Estado Nacional el problema de las empresas con deudas fiscales
- Apoyar la formación de empresarios (Maestría en Evaluación de Proyectos, cursos de Proyectos de Inversión, y el Centro de Emprendedores) redireccionando recursos de la SSEPyME hacia la educación. Esto aliviaría la preocupación de un Gerente Técnico de una SGR líder entrevistado en el marco de este estudio: “Las SGRs queremos y necesitamos avalar préstamos a PyMEs, el problema es que no nos acercan proyectos de inversión bien analizados y debidamente presentados.”

6 BIBLIOGRAFIA

- “Créditos a PyMEs en Argentina: racionamiento crediticio en un contexto de oferta ilimitada de dinero”, Filippo, Kostzer y Schlessner, Naciones Unidas-CEPAL, 2004.
<http://econwpa.wustl.edu/eps/fin/papers/0501/0501004.pdf>
- “El Papel de los Bancos en el Financiamiento y Competitividad de las PyMEs” Miguel Arrigoni, Deloitte & Touche, 2001.
www.deloitte.com
- “Small and Medium Enterprises across the globe: a new database”, Ayyagari, Demirguc-Kunt y Beck, World Bank Policy Research Working Paper No. 3127, 2003
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636547
- Presentación Institucional de Puente Hnos. S.G.R.
<http://www.puentenet.com/recursos/formularios/PresentacionSGR.pdf>
- Boletín De Estabilidad Financiera, Primer Semestre 2005, BCRA
www.bcra.gov.ar
- Encuesta de la Confederación Argentina de la Mediana Empresa, Comunicado de Prensa, 14/3/2004
<http://www.redcame.org.ar/comunicado.php3?id=266>
- “Seminario Estrategias de Ingreso al Sistema Financiero” J.L. Garófalo, Deloitte & Touche, 2004.
www.deloitte.com
- “La perspectiva de mediano y largo plazo” Todesca, Acosta Ormachea, Ministerio de Economía de la Nación, 2003
http://www.mecon.gov.ar/crecimiento/4_resumen_ejecutivo_general/macroeconomicos/perspectivas_financiamiento.pdf
- Informes Periódicos sobre la cartera del Sistema de AFJPs, 31/05/05, Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones
<http://www.safjp.gov.ar/SISAFJP/Informes+Periódicos/Composición+Cartera+de+Inversiones>
- LeoPyME Año 5 Nro. 39, Diciembre 2004, una publicación de la Asociación de Bancos Argentinos
<http://www.idepyme.com.ar/documentos/leopyme/leopyme39.pdf>
- “Banking – Newsletter de novedades de Mercado”, Deloitte & Touche, Enero 2005
www.deloitte.com
- www.bolsar.com – Bolsa de Comercio de Buenos Aires
- “Negociación de Cheques de Pago Diferido durante 2004”, Instituto Argentino del Mercado de Capitales, Febrero 2005
<http://www.iamc.sba.com.ar/informes/Articulos/2005/ARNCPD04.pdf>
- “\$118 Trillion and Counting, Taking Stock of the World’s Capital Markets”, McKinsey & Co., Febrero 2005
Acceso mediante registración gratuita en www.mckinseyquarterly.com
- Ley Nacional 24.467
www.infoleg.gov.ar