



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas



Escuela de Estudios de Posgrado
Especialización en Administración Financiera

Trabajo Final

*Financiamiento de las PyMEs en los Momentos de
Crisis*

**Autor :
Romina Luciana Correa**

**Tutor :
Diego Galiana**

Buenos Aires, 31 de agosto de 2010

ÍNDICE GENERAL

	<u>Página</u>
1. RESUMEN DEL TRABAJO.	7
2. INTRODUCCIÓN AL TEMA.	10
3. DESARROLLO DEL TRABAJO.	12
3.1. La Tendencia de las PyMEs a Autofinanciarse	13
3.2. Comparando a las PyMEs con las Grandes Empresas	16
3.3. Causas y Consecuencias de la Tendencia a Autofinanciarse durante las Crisis	20
3.4. Herramientas Financieras Disponibles en las Crisis para las PyME	27
3.4.1. El Mercado de Crédito	27
3.4.2. El Papel del Estado	31
3.4.3. La Sociedad de Garantía Recíproca	39
3.4.4. El Mercado de Capitales	43
3.5. Experiencia de financiamiento a las PyMEs durante la crisis de los años 2001-2002	57
3.5.1. Descripción general de la crisis	57
3.5.2. El Sistema Bancario	58
3.5.3. El Mercado de Capitales con breve análisis de la crisis 2008-2009	71
4. CONCLUSIÓN (ES).	80
5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.	83
6. SOPORTE ELECTRÓNICO (C.D.)	87

ÍNDICE DE CUADROS

<u>Cuadro</u> <u>No. :</u>	<u>Título</u> – <u>Fuente</u>	<u>Página</u>
I	Estructura de una Sociedad de Garantía Recíproca. Fuente: C.P.C.E.C.A.B.A.	40
II	Fideicomisos Financieros – Montos colocados desde la creación del Departamento PyME, por sector. Fuente: B.C.B.A.	52
III	Ejemplo Reducción Costo por Financiamiento con Cheque Avalado. Fuente: C.P.C.E.C.A.B.A.	54
IV	Porcentaje del Financiamiento PyMEs sobre el Financiamiento total por año. Fuente: I.A.M.C.	77

ÍNDICE DE GRÁFICOS

<u>Gráfico</u> <u>No. :</u>	<u>Título</u> – <u>Fuente</u>	<u>Página</u>
I	Factores que limitan el Comercio Internacional en las PyMEs . Fuente: Mapa PyME-SePyME – Ministerio de Prod. de la Nación	13
II	Préstamos al Sector Privado como % del PBI año 2005. Fuente: CPCECABA	22
III	Evolución Tasas Pasivas Promedios en pesos. Fuente: B.C.R.A.	23
IV	Estructura de Financiamiento de las Inv. Realizadas por las PyME Industriales año 2006. Fuente: Fundación Observatorio PyME	26
V	Acceso al Crédito Bancario durante 2008. Fuente: SePyME	28
VI	Evolución de los Préstamos al Sector Privado no Financiero. Fuente: C.P.C.E.C.A.B.A.	31
VII	Grado de conocimiento, utilización y satisfacción del Régimen de Bonificación de Tasas por Región, año 2006. Fuente: Fund. Observatorio PyME	33
VIII	Grado de satisfacción de las PyME Industriales que utilizaron FONAPyME, por dimensión de empresa. Fuente: Fundación Observatorio PyME	35
IX	Conocimiento y Utilización de Programas de Apoyo a la Exportación de las PyME exportadoras. Año 2006. Fuente: Fundación Observatorio PyME	36
X	Conocimiento y Utilización del PRE, por tamaño de empresa año 2006. Fuente: Fundación Observatorio PyME	37
XI	Grado de conocimiento, utilización y satisfacción de Programas Públicos. Año 2006. Fuente: Fund. Observatorio PyME	38
XII	ON colocadas desde Creación Departamento PyME. Fuente: B.C.B.A.	47

XIII	Evolución de Préstamos y Depósitos al Sector Privado. Fuente: B.C.R.A.	59
XIV	Evolución del Destino de los Fondos del Financiamiento 1992-2004 Fuente: Fundación Observatorio PyME- Universitá di Bologna	60
XV	Evolución del Crédito a Personas Físicas y Jurídicas dentro del Segmento PyME. Fuente: Observatorio PyME- Universitá di Bologna	62
XVI	Evolución del ratio entre el índice de ventas y el índice de crédito al segmento PyME. Fuente: Observatorio PyME	62
XVII	Crédito al Sector Privado no Financiero y al Segmento PyME. Fuente: Observatorio PyME – Universitá di Bologna	63
XVIII	Fuentes de Crédito al segmento PyME, Dic 2001 y Dic 2004. Fuente: Observatorio PyME – Universitá di Bologna	64
XIX	Evolución de la participación de la cartera destinada al segmento PyME, por tipo de banco. Fuente: Observatorio PyME – Universitá di Bologna	65
XX	% de Cartera en Situación de Cumplimiento Normal, total del sistema financiero y cartera destinada al segmento PyME. Fuente: Observatorio PyME – Universitá di Bologna	66
XXI	Crédito total al Segmento PyME, Evolución de Situación Crediticia. Fuente: Observatorio PyME – Universitá di Bologna	67
XXII	Evolución de la proporción de Cartera destinada al Segmento PyME en situación de cumplimiento normal, por tipo de banco. Fuente: Observatorio PyME	68
XXIII	Evolución de la proporción de Cartera en situación de cumplimiento normal, por tramo de deuda, en segmento PyME. Fuente: Observatorio PyME	69
XXIV	Porcentaje de PyME Industriales que solicitaron crédito y porcentaje que finalmente lo obtuvo. Fuente: Observatorio PyME	69
XXV	Fuentes de Financiamiento del monto total invertido por las PyME Industriales. Fuente: Observatorio PyME	70
XXVI	Financiamiento Genuino por tipo de Instrumento y Tamaño de Empresa. Fuente: I.A.M.C.	73
XXVII	Obligaciones Negociables: Causas de Emisión, 2007 y 2008. Fuente: B.C.B.A.	74

XXVIII	Fideicomisos Financieros: Montos Emitidos. Fuente: B.C.B.A.	74
XXIX	Fideicomisos Financieros por Sector – Primer Trimestre 2008. Fuente: B.C.B.A.	75
XXX	Emisiones Primarias de Cheques - 2008. Fuente: B.C.B.A.	76
XXXI	Negociación de Cheques de Pago Diferido. Fuente: B.C.B.A.	76
XXXII	Financiamiento PyMEs por tipo de Instrumento Mercado de Capitales. Fuente: B.C.B.A.	77

1. RESUMEN DEL TRABAJO

El presente trabajo busca soluciones a la tendencia que poseen las PyMEs a autofinanciarse durante las crisis económico-financieras. Para ello se analizan sus causas basándonos principalmente en la falta de información e imperfecciones del mercado crediticio, y por supuesto del hecho de ser PyME, con su cultura, organización, etc. A partir de allí, se buscan soluciones en el sistema bancario, en el mercado de capitales, y se analiza la intervención del Estado y el papel que cumplen las SGR, siendo el aval de estas últimas el que más se adapta a los requerimientos de las PyMEs debido a sus costos más bajos y menores requerimientos de información.

En el aval de estas sociedades mixtas se encuentra la solución al problema de falta de garantías de las PyMEs, disminuyendo los costos de análisis de crédito de las entidades financieras y el riesgo percibido por el mercado con respecto a las PyMEs, con la consecuente mejora de las condiciones crediticias similares a las de las grandes empresas. Por lo tanto, los instrumentos financieros bancarios y principalmente del mercado de capitales, avalados por una SGR, se convierten en una mejor alternativa de financiamiento de las PyMEs durante las crisis económicas.

Se analizan los programas del Estado y se detecta un alto desconocimiento de los empresarios PyMEs acompañado de requisitos difíciles de alcanzar por las empresas más pequeñas.

En el sistema bancario se detecta la necesidad de la actualización de las normas y/o de los criterios de análisis. Asimismo, las PyMEs son consideradas riesgosas cuando la experiencia demuestra que no necesariamente es así. La participación de los bancos públicos como dinamizadores de la economía resulta fundamental en mercados financieros que sufren imperfecciones importantes.

Analizando el mercado de capitales, se descartan a las ON debido a que la experiencia demuestra que muy pocas empresas pequeñas recurren a la emisión de ON cuando la aversión al riesgo hace que el público inversor se incline hacia alternativas consideradas más seguras.

El mismo tratamiento se sigue para la apertura de capital debido a que si bien tiene las condiciones para constituirse en alternativa de financiamiento PyME, el desconocimiento de estos empresarios unido a la percepción de alto riesgo de parte de los inversores, conlleva a convertirse en una alternativa de baja liquidez.

Se destacan los cheques de pago diferido avalados por SGR y los fideicomisos financieros garantizados por SGR como alternativas óptimas durante las crisis en virtud de que representan menores riesgos para el inversor, a largo plazo y a menores costos. Mediante el proceso de securitización de los fideicomisos financieros, introduciendo garantías adicionales o mejorando las existentes permite disminuir el riesgo de la emisión y por lo tanto su costo financiero. La mejora de la calidad de la cartera de activos permite cubrir a la posible insuficiencia de ingreso de fondos de los activos securitizados y por ende a un incumplimiento de pagos, constituyéndose en una alternativa de bajo riesgo y atractiva para el inversor durante las crisis.

Todo ello queda demostrado mediante el análisis de las crisis 2001-2002 y las repercusiones de la crisis de EEUU de los años 2008-2009 en nuestro país, donde

se evidencia, en general, el poco desarrollo del mercado de capitales orientado a las PyMEs y su lenta evolución. Sin embargo, a pesar de que los instrumentos de financiamiento ofrecidos se adaptan a los requerimientos del mercado, aunque no del todo transparentes, el principal problema radica en el desconocimiento de parte de los empresarios PyMEs sobre las distintas alternativas de financiamiento, en la cultura de la no formalización. El tema reviste importancia desde dos ángulos: el primero es de interés privado y se vincula a si las empresas están utilizando una adecuada estructura financiera; el segundo es de interés social y tiene que ver con que el crédito debería acompañar, idealmente anticipando, el crecimiento de los segmentos y/o sectores más dinámicos. El trabajo avanza en algunas posibles causas de este comportamiento y discute las distintas alternativas.

2. INTRODUCCIÓN AL TEMA

Podríamos decir que no hay una definición universal de “Pequeña y Mediana Empresa”. Su definición varía según el país en el que se hayan constituido, el contexto temporal, la actividad que desarrollen y la etapa de su ciclo de vida. Por ello, la condición de PyME es determinada en nuestro país, a través de las Resoluciones del Ministerio de Economía, a partir de los componentes de cada unidad productiva y según la actividad que desarrollen: personal ocupado, ventas/ingresos totales/netos anuales, activos productivos/revaluados y netos de amortizaciones, patrimonio neto.

Aproximadamente el 96 % de las empresas argentinas encuadran en la definición de PyME, producen el 70 % del valor agregado bruto dándole empleo al 80 % de los argentinos. Han sido reconocidas como una importante fuente de empleo especialmente para la mano de obra no capacitada o excedente, la cual no podría encontrar una oportunidad en el mercado de las grandes empresas. Por ese mismo motivo, se convierten en importantes distribuidoras del ingreso con lo que ayudan a la creación de una sociedad más equitativa. Asimismo, contribuyen considerablemente al Producto Interno Bruto de los países, especialmente de los más desarrollados, donde se han convertido en empresas altamente competitivas en áreas como la tecnología y han logrado internacionalizar sus actividades. Por lo tanto, los efectos económicos del actuar de estas empresas son de suma importancia para el país y la baja participación de las PYMES en el ingreso de ciertas naciones es atribuible a sus bajos niveles de productividad, eficiencia y competitividad, así como a la inexistencia de estructuras de apoyo al sector.

Más allá de la definición formal de PyME, todas estas unidades económicas tienen muchas características en común: una estructura financiera poco apalancada, con fuerte presencia de pasivos no financieros, deuda de corto plazo, tasas de interés implícitas elevadas, significativa acumulación de activos líquidos, política de dividendos errática o inexistente, y una sensible propensión al autofinanciamiento de la inversión. Según el “Informe de Resultados Onda 05”¹, el 61 % de las pequeñas y medianas empresas argentinas se financian sólo con capital propio, siguiéndole el financiamiento mixto con el 26 % y muy lejos de ellas el financiamiento bancario y no bancario; constituyéndose en uno de los factores que restringen su competitividad y crecimiento.

Los problemas mencionados, se profundizan más aún, en los momentos de crisis en los que se restringe el crédito al sector privado, como ocurrió con la crisis social, económica y financiera, experimentada por la Argentina a fines del 2001. El análisis del alcance, las principales características y el efecto de las restricciones al financiamiento enfrentadas por las firmas que operan en nuestro país se convierte en un tema relevante.

El objetivo de este trabajo es dilucidar e informar cuáles son las herramientas financieras viables a utilizar por los empresarios PyME durante las crisis económico-financieras, momentos en los que las barreras se hacen más fuertes, sin perder de vista los principales objetivos financieros de todo empresario, la maximización del valor de la empresa con el menor riesgo posible.

¹ ARGENTINA - Informe de Resultados Onda 005 - Mayo 2008 - MAPA PyME - SEPYME, Secretaría de Industria Comercio y Pyme, Ministerio de Producción de la Nación. 3er y 4to trimestre año 2007

3. DESARROLLO DEL TRABAJO

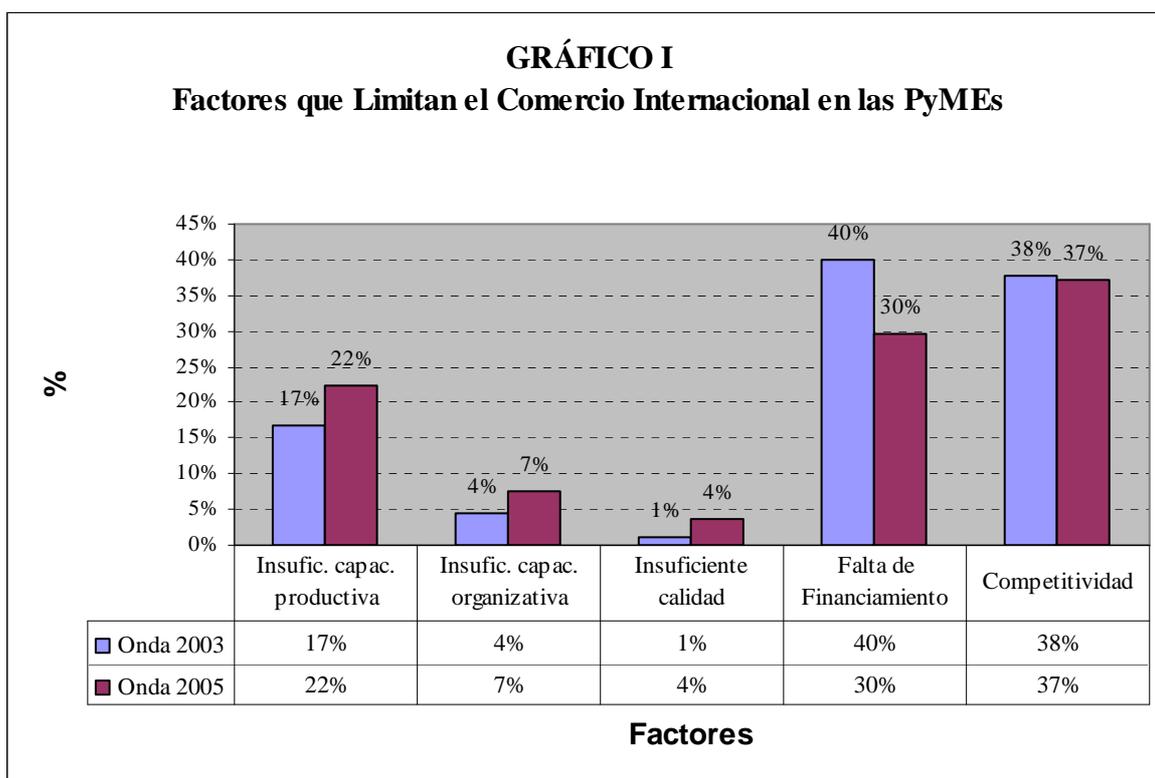
3.1. La tendencia de las PyMEs a autofinanciarse

En un contexto de crisis económica, en el que las barreras para obtener financiamiento aumentan, los directivos de las PyME prefieren autofinanciarse ya que les resulta difícil conseguir financiamiento bancario a largo plazo y bajo costo, debido a que las empresas más pequeñas son consideradas riesgosas.

Durante las crisis económicas, los problemas con los que se enfrentan las PyME al momento de obtener financiamiento externo, se agudizan.

“...las restricciones al financiamiento podrían afectar a la inversión, comprometiendo en consecuencia las posibilidades de crecimiento y las ganancias de productividad especialmente necesarias en un contexto de salida de una crisis económica tan profunda. Asimismo, se observa en general que tales restricciones afectarían principalmente a empresas pequeñas, las cuales suelen sufrir en mayor medida la presencia de asimetrías de información...”²

En un informe publicado por el Ministerio de Producción de la Nación se establecen cuáles son los factores que limitan el comercio internacional en las PyMEs industriales de nuestro país:



Onda 2003: 1er trimestre del año 2007

Onda 2005: 3er y 4to trimestre del año 2007

Fuente: MAPA PyME-SePyME, Ministerio de Producción de la Nación

² Elozegui P., Español P. Et al. “El impacto asimétrico de las restricciones al financiamiento en Argentina. Comparación por sector, tamaño y origen de capital (1995-2003)” Banco Central de la República Argentina. 2007.

Como se puede apreciar en el gráfico, la falta de financiamiento fue la principal barrera a la que se tuvieron que enfrentar las PyME deseadas de comercializar internacionalmente.

El contexto de alta volatilidad económica y financiera profundiza esta problemática.

En este marco, las empresas realizan un manejo subóptimo de la cartera de activos; autofinancian la inversión reteniendo utilidades y acumulando activos líquidos. En aquellas empresas que se encuentran en su etapa de crecimiento, éste va a estar limitado por las ganancias y el financiamiento externo obtenido para sostener el ritmo de crecimiento de la demanda y por lo tanto el valor de la firma. Un mayor acceso al financiamiento permitiría entonces optimizar las decisiones financieras. En consecuencia, se aumentaría la inversión, la productividad y el crecimiento de las firmas.

A nivel macroeconómico, McKinnon (1973) alega que, en países con sistemas financieros poco desarrollados, la práctica del autofinanciamiento origina importantes pérdidas de eficiencia en la asignación de los recursos financieros.

A nivel microeconómico, Modigliani y Miller (1958) consideran que bajo ciertas condiciones del mercado, la estructura de financiamiento no influye en el valor de la firma. Sin embargo, es difícil que se cumplan empíricamente las premisas establecidas de mercados de capitales perfectos en los que todos sus participantes tengan igual acceso a la información, no haya costos de transacción, o la inexistencia de impuestos. Teniendo en cuenta que el interés que la empresa paga es un gasto deducible de impuestos, pero los dividendos y los beneficios retenidos están sujetos al impuesto de sociedades, podemos sostener que el valor de la empresa apalancada aumenta por el valor actual del ahorro fiscal, y su costo de capital medio ponderado disminuye.

La tesis tradicional, define la estructura óptima de financiamiento según la cual se maximiza el valor de la empresa mientras que se minimiza el costo del capital medio ponderado. El costo del capital adeudado se mantiene constante pero puede crecer cuando el ratio de endeudamiento rebasa determinado límite. Este límite va a depender del tamaño de la empresa, de la actividad en la que se desenvuelve, entre otras cuestiones.

La teoría del equilibrio afirma que los directivos tratan de aumentar los niveles de endeudamiento hasta el punto en que el valor de los ahorros fiscales por intereses es contrarrestado por los costos adicionales de la insolvencia financiera.

Otras posturas sostienen que no es recomendable el financiamiento externo en virtud de que aumenta el riesgo de quiebra o se pierde credibilidad frente a los acreedores. Sin embargo, esta postura de autofinanciamiento es perjudicial en otras cuestiones, como por ejemplo en que se posee un alto costo de oportunidad de capital.

Cabe aclarar que en este trabajo no se pretende informar que el máximo financiamiento externo a alcanzar es el adecuado sino que, ante requerimientos de

liquidez, la misma se pueda obtener sin perder de vista que la holgura financiera en niveles adecuados permite conseguir financiación rápida para realizar buenas inversiones.

Autores como Myers (1984), sostienen que la empresa maximiza su valor actualizado en función de su capacidad de obtener crédito y de emitir acciones y obligaciones, es decir en función de su acceso al financiamiento de terceros. La teoría pecking order (TPO) o jerarquía de preferencias fue formalmente propuesta por Myers (1984) y por Myers y Majluf (1984), si bien la esencia de su fundamento había quedado ya recogida anteriormente en Donaldson (1961). La teoría predice, básicamente, que las empresas prefieren financiar sus nuevos proyectos mediante recursos generados internamente, adaptando un cierto nivel de pago de dividendos, más o menos fijo, a sus oportunidades de inversión. En el supuesto de que la financiación interna sea insuficiente, las empresas preferirán endeudarse, en primer lugar, y, sólo como último extremo, decidirán aumentar la cifra de capital. Ello obedece a la subvaluación que realiza el mercado de los activos de la empresa, la emisión de nuevo capital supondría perjudicar a los accionistas existentes al momento de la emisión frente a los nuevos. En efecto, éstos obtendrían ventaja en su participación en el valor neto presente (VNP) del nuevo proyecto y esta ventaja será tanto más cuantiosa cuanto mayor sea la importancia de la subvaloración. En todo caso, para que la emisión de nuevo capital tenga interés para los accionistas viejos, el VNP del nuevo proyecto debe superar la cuantía de la citada subvaluación. Esta teoría ha sido aplicada extensamente y, en algunos casos, se ha puesto en entredicho, fundamentándose en consideraciones tales como la ventaja fiscal de la deuda, las particulares relaciones alcanzadas entre la empresa y el banco acreedor o las incorrectas estimaciones de los futuros rendimientos esperados (Brennan y Kraus, 1987).

El enfoque TPO se ha aplicado, de forma específica, también, a las empresas de reducido tamaño, donde las asimetrías informativas con respecto a los mercados financieros son mucho mayores.

Otros autores modernos como Costa E. y Foutel (1995), a los cuales adhiero, sostienen que la “estructura” de financiamiento se caracteriza por su falta de flexibilidad, porque se refiere a un tipo de entorno muy distinto al actual, un entorno más estable y más predecible en el que la empresa tiene un mayor poder sobre su entorno. Por consiguiente, es válida para un momento y una situación específica y a partir de allí se modifica porque cada nuevo conflicto (crisis) requiere recomponer fuerzas para enfrentarlo, y las estructuras vigentes generan condicionamientos que pueden llegar a anular las respuestas más lúcidas. Por eso, la estrategia de financiamiento, requiere de una continua revisión.

3.2. COMPARANDO A LAS PYME CON LAS GRANDES EMPRESAS

Para comprender las barreras a las que se deben enfrentar las PyME, vamos a realizar un análisis comparativo con las empresas grandes. Es sabido que las PyMEs no se diferencian de las grandes empresas sólo por su tamaño, siendo un error considerar a las primeras simplemente como una réplica en menor escala de las segundas. Las PyMEs, tanto en la Argentina como en cualquier otra parte del mundo, tienen sus propias características, relacionadas con una especial estructura organizacional, una racionalidad económica particular y un comportamiento específico.

Mientras que hablar de las empresas grandes sería tratar un grupo más o menos homogéneo dentro de las actividades que desempeñan, la categoría PyME es un universo complejísimo, aquí como en los países industriales u otros países en desarrollo. En este último grupo conviven empresas de baja productividad y escasa innovación con empresas altamente competitivas que aprovechan los “nichos” de mercado.

Aún no siendo más trabajo-intensivas que las empresas grandes, el nacimiento más frecuente de PYME podrían hacer que éstas generen relativamente más puestos de trabajo. *“La solidez de este sector empresarial es imprescindible para el fortalecimiento del sistema económico, a partir de su contribución en la generación de riqueza y como una de las fuentes más importantes de captación de mano de obra. En la Argentina, las micro, pequeñas y medianas empresas explican el 78% del empleo, el 67% del valor agregado y el 40% del PBI”.*³

Tanto en las pequeñas como en las grandes empresas, el responsable de las decisiones importantes de inversión y de financiación es el director financiero. Pero mientras que en las empresas grandes las decisiones financieras no sólo están centralizadas en el director financiero sino que están repartidas en toda la organización (marketing, producción, etc), en las pequeñas por lo general es una única persona que lleva a cabo las funciones del directivo financiero, por lo general el tesorero. En las organizaciones grandes, el director financiero supervisa las funciones del tesorero y del jefe de control de gestión. Esta forma de organización determina una mayor flexibilidad en las empresas más chicas, con respecto a las grandes, pero en muchas ocasiones sólo pueden demostrarlo con la adecuada inyección de liquidez. Asimismo, los pequeños empresarios pueden perseguir objetivos distintos de la maximización de beneficios, tales como la conservación del trabajo y las fuentes de ingresos, o simplemente sobrevivir para continuar con la tradición del negocio familiar.

Las PYME no tienen suficiente información sobre las herramientas financieras disponibles y a veces tienen capacidades de *management* poco desarrolladas debido a su gestión poco profesional y carente de estrategias y plan de negocios. Al contrario, las empresas de mayor tamaño poseen un área con equipos de trabajo

³ Poli, Federico. “Políticas Públicas para las PyMEs” p.56- “Las PyMEs argentinas, Mitos y Realidades” ABAPPRA, IdePyME. 2004

capacitados en management y en aspectos financieros, que les permiten tener un asesoramiento adecuado.

En las PyME, los accionistas y los directivos pueden ser la misma persona, al contrario de las compañías grandes en las que la propiedad y la gestión generalmente se hayan separadas. A pesar de esta diferencia, ... *“El objetivo financiero natural de la empresas consiste en conseguir el máximo valor actual de mercado. Los directores que no perciben este objetivo suelen ser sustituidos por otros..”*⁴. Por ello, las empresas pequeñas no suelen tener conflictos de interés en la administración financiera ya que las ventajas personales están relacionadas con el valor de la empresa a diferencia de los directores de las grandes corporaciones quienes suelen sentirse tentados a actuar en su provecho y de manera contradictoria con el interés de los propietarios dando lugar a los problemas de agencia.

Con respecto a las características de empleo, la edad, años de educación, antigüedad y salario, aumentan con el tamaño de la empresa. En tanto que la participación de jóvenes y mujeres y empleos part-time disminuye con el tamaño de la empresa.

En cuanto a los años de antigüedad de la empresa, de acuerdo a una investigación de FIEL⁵, en Argentina tienen un promedio de 30 años contra 57 años de las empresas grandes. Ello indica una baja rotación de las empresas pequeñas argentinas en comparación con otros países del mundo, como por ejemplo el caso alemán en el que el 25 % de las empresas tienen 10 años promedio de antigüedad.

Por otra parte, en materia de comercio exterior, los elevados costos de información sobre potenciales mercados externos generan una limitación para la internacionalización de las PyMEs. Además, en lo que refiere al mercado interno, la falta de acceso a la información limita las posibilidades comerciales de estas empresas. El perfil exportador de las PYME manufactureras es notablemente inferior. Ello obedece tanto al desinterés de la apertura comercial internacional de parte de este grupo de empresas como a la falta de financiación nacional constituyéndose como desventaja con respecto a las empresas más grandes. Las compañías más grandes del país orientadas a la exportación, tienen posibilidades de obtener financiamiento endeudándose con el exterior. Las empresas chicas en cambio, dependen del crédito bancario y de los canales informales de financiamiento. Esto expone, a su vez, a las empresas locales a los vaivenes del sistema bancario. Por ejemplo, en la crisis del “Tequila” (primer semestre de 1995), la fuga de depósitos y el cierre de entidades financieras no interrumpió inicialmente la provisión de crédito, pero la posterior suba de tasas tuvo efectos que no fueron transitorios:

- a) ruptura de la cadena de contratos de crédito y de pagos,
- b) incremento en la cantidad de convocatorias de acreedores, quiebras y acuerdos de refinanciamiento,

⁴ Brealey, Myers, Marcus. “Fundamentos de Finanzas Corporativas” 5ta Edición. Pág. 12

⁵ Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas. “Las pequeñas y medianas empresas en Argentina” 1996 - Pág. 22

c) empeoramiento de la historia crediticia de empresas “apalancadas” con crédito, que dejaron de ser sujetos elegibles para el sistema bancario.

En países en desarrollo y, en particular en la experiencia latinoamericana, se percibe erróneamente como una de las ventajas de las empresas de menor tamaño a su *grado de informalidad*. Ser informal permite eludir costos tributarios, laborales y legales, pero también impone limitaciones al grado de desarrollo de los negocios al excluir a las empresas de los circuitos financieros eficientes y de las operatorias con las grandes empresas y con el exterior.

Por último y no por ello menos importante, los dueños de PYME, tradicionalmente muy independientes, no están dispuestos a abrir su capital. Como se dijo anteriormente, con frecuencia gestionadas por un solo director que, a su vez, detenta la propiedad de todas o de la mayor parte de las acciones, el objetivo principal no es adquirir una estructura óptima de capital sino evitar el ingreso de nuevos socios en el negocio. El financiamiento a través de la reinversión de utilidades evitan a este director-empresario la disciplina que le impondría el recurso a un préstamo, o bien, la que le impondría el compartir el negocio con otros socios, a través de la emisión de nuevas acciones. Esto afecta adversamente la percepción de riesgo de banqueros e inversores, y de este modo, también las condiciones financieras del negocio. Si bien las más grandes prefieren utilizar otras alternativas para evitar enviar un mensaje negativo sobre la rentabilidad de la compañía, suelen realizar con más frecuencia aperturas de capital otorgándole más transparencia al negocio.

La opción de ampliar capital y colocar los títulos entre nuevos socios, por otra parte, es un objetivo complicado y de elevado costo, especialmente para las empresas de reducido tamaño, que cuentan con escasa infraestructura organizativa y son poco conocidas en los mercados financieros. La búsqueda de nuevos socios supondría, en todo caso, la pérdida de control del negocio y, consecuentemente, es la opción menos deseada.

De acuerdo con estas consideraciones y en concordancia con la teoría The Pecking Order, las pymes basarán la financiación de nuevos proyectos, preferentemente, en los recursos generados internamente. En segundo término, tratarán de conseguir un mayor endeudamiento, a largo o corto plazo, a tenor de lo restringidas que estén. Sólo en último lugar, recurrirían a una ampliación de capital que obligará a compartir el negocio con nuevos socios.

Otra diferencia con las empresas grandes es que cuanto mayor sea el tamaño de la empresa, mayor será su incidencia sobre el apalancamiento. El tamaño representa, en buena medida, la probabilidad de quiebra o de riesgo implícito en la actividad desarrollada. Las empresas relativamente grandes están más controladas por los mercados financieros, suelen operar con un mayor nivel de diversificación de sus productos y presentan una mayor transparencia en su información financiera.

Consecuentemente, el riesgo que asume el prestamista potencial es menor si la empresa es relativamente grande. Desde estas premisas, es de suponer que las empresas que deseen crecer por encima de sus niveles de autofinanciación, y que hayan alcanzado un tamaño considerable, recurrirán muy probablemente a un mayor

nivel de endeudamiento, previsiblemente en la forma de financiación a largo plazo, en primer lugar, y en forma de préstamos a corto plazo, en segundo lugar.

Respecto de su rentabilidad, existen características distintivas para las Pyme en comparación a las grandes compañías. Las Pyme cuentan con una mayor eficiencia del capital empleado y un mayor grado de transformación del producto. Consecuentemente, la rentabilidad de las Pyme medida por su producto bruto sobre el capital empleado es mayor que para las grandes empresas. Sin embargo, las Pyme soportan una tasa mayor de costo de personal y una mayor tasa de requerimiento de capital de trabajo. De esta manera, para maximizar su rentabilidad, las Pyme deben focalizarse en productos, tecnologías y tipos de organización que incentiven una alta rotación del capital empleado⁶.

En resumen, las PyMEs y MicroPyMEs son calificadas como sujeto de crédito “riesgoso” debido a:

- a) menor antigüedad como unidad de negocios en relación a las empresas grandes, y menor visibilidad para el mercado de la calidad de sus productos y de su management,
- b) organización administrativa menos formalizada,
- c) menor organización de su contabilidad, y de los procesos de información y auditoría, lo que dificulta la obtención de información para evaluar la situación y viabilidad de la empresa y de sus proyectos,
- d) menor monto de garantía a ofrecer a una entidad financiera,
- e) bajo interés de calificadoras de riesgo (suelen aducir razones de costos) para evaluar la calidad crediticia de PYMEs con intenciones de acceder al financiamiento vía endeudamiento en mercados de capitales,
- f) menor capacidad de repago.

A partir de estas observaciones, resulta vital para las Pyme mantener buenas relaciones con bancos y otras entidades financieras, y estar insertas en networks que contribuyan a mejorar estas relaciones.

⁶ Esto es un problema para las Pyme si se tiene en cuenta el menor poder de negociación con clientes, proveedores y entidades financieras.

3.3. CAUSAS Y CONSECUENCIAS DE LA TENDENCIA A AUTOFINANCIARSE DURANTE LAS CRISIS

Las causas de la tendencia de las PyMEs a autofinanciarse durante las crisis tienen su origen en:

- Situación Macroeconómica:
 - Disminución de la liquidez en la economía
 - Fraccionamiento del crédito
 - Aumentos de los costos financieros
 - Comportamiento pasivo del Gobierno

- Características intrínsecas de las PyME:
 - Las PyME son percibidas como más riesgosas que las empresas grandes
 - Asimetrías de información
 - Cultura organizacional

La causa principal del problema es el **fraccionamiento del crédito** ocasionado por la crisis financiera y a partir de él, se derivan los otros problemas.

El fraccionamiento de crédito puede originarse por **disminución de la liquidez en la economía**. Se puede presentar como una situación específica de un país o como una crisis global que afecta a la economía doméstica y en la que el Banco Central cumple un papel preponderante. Para poder explicarlo, vamos a repasar los conceptos explicados en la bibliografía de Fabozzi, Modigliani y Ferri (1996).

Resumidamente, el Banco Central controla la expansión de la oferta de dinero a través de la inyección de reservas al sistema comprando valores del Tesoro, y de la disminución de la relación entre reservas requeridas o encajes sobre los depósitos. En relación a los encajes, si éstos son bajos, hay más dinero disponible para destinar a préstamos, y viceversa. Y si las tasas de interés son altas, harán costosas al exceso de reservas para las entidades prestadoras, debido a que representan préstamos no hechos e intereses no ganados. Un cambio en la oferta de dinero tiene tres efectos diferentes sobre el nivel de la tasa de interés:

- El efecto de liquidez: representa la reacción inicial de la tasa de interés ante un aumento de la oferta de dinero. Ante una disminución de la oferta de liquidez, la reacción inicial es un aumento de la tasa.

- El efecto de ingreso: Una baja en la oferta de dinero, generará una contracción de la economía, se limitan los préstamos, se producen despidos, disminuye la demanda de bienes y servicios y disminuye la cantidad de dinero que el público quiere conservar a cualquier nivel de tasa de interés.

- El efecto de la expectativa de precio: aunque un aumento de la oferta de dinero sea económicamente expansionista, el incremento del ingreso resultante depende del nivel de desaceleración en la economía. Si la economía esta produciendo todos o casi todos los bienes y servicios que puede, entonces un incremento en la oferta de dinero aumentará la expectativa de aumento del nivel de precios de bienes y servicios y se traduce en un aumento de la tasa de interés.

Desde el punto de vista de una institución financiera de depósito, el objetivo es ganar un margen positivo entre los activos en que invierte (préstamos y valores) y el costo de sus fondos (principalmente depósitos), para satisfacer sus gastos de operación y obtener un rendimiento adecuado sobre su capital. Al generar esta diferencia de ingreso, debe enfrentarse a varios riesgos: el riesgo de crédito, riesgo de reglamentaciones y riesgo de fondos o tasa de interés.

En virtud de que todo individuo es adverso al riesgo, ante la presencia de una crisis, la percepción del riesgo de mercado, no diversificable, se agudiza. El riesgo de incumplimiento debido a que las ganancias de las empresas disminuyen y especialmente las de las PyME; el riesgo de reglamentaciones puede aumentar debido a una actitud pasiva del gobierno; el riesgo de la tasa de interés frente a una perspectiva de un aumento de la tasa de interés o de tasa de interés volátil, acompañado de un desplazamiento de los depósitos a plazo a depósitos a la vista o a menores plazos, puede llevar a un **acortamiento de los plazos de los créditos**, insuficientes para que los proyectos de inversión de las empresas comiencen a dar utilidades positivas. En consecuencia, se limita el otorgamiento del crédito a largo plazo y **aumentan las tasas de interés a las que se presta**, dando lugar al **fraccionamiento del crédito**.

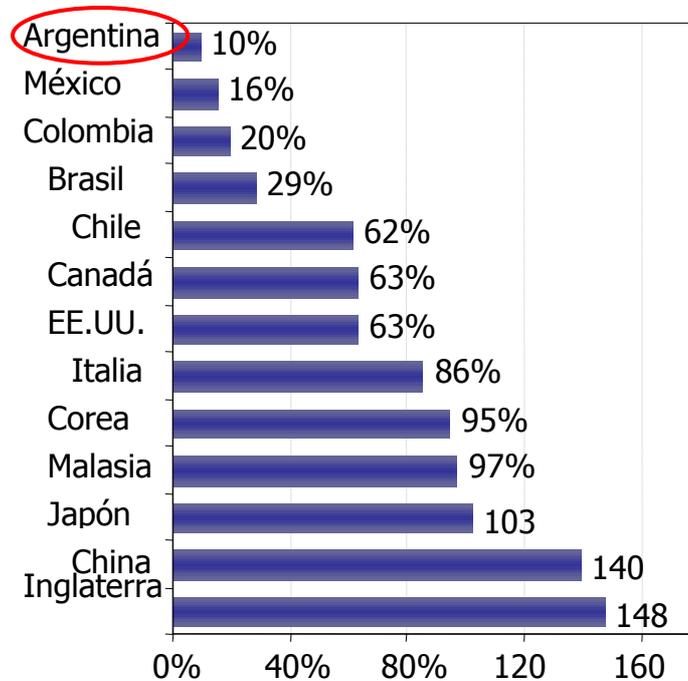
Para el caso particular de Argentina, y la mayoría de los países de Latinoamérica, la evolución histórica de la economía esta caracterizada por recurrentes ciclos de crecimiento y depresiones. Desde 1900 se ha estado en recesión, en promedio, 1 de cada 3 años dificultándose la gestión porque va en contra de la institucionalización de políticas productivas estables y de largo plazo, produciendo degradación social, y empeorando la distribución del ingreso. Los costos no son pagados de manera simétrica por todos los estratos socioeconómicos, impide la consolidación de un empresariado nacional con vocación de invertir y entorpece la asociatividad entre sectores y el desarrollo de cadenas de valor. Todo esto contribuye a una indefinición acerca del perfil productivo del país.

En relación al crédito, no se desarrolla una verdadera cultura del **crédito**: los ahorristas eligen depositar a corto plazo y en moneda extranjera, o bien en el exterior, los bancos no profundizan lo suficiente el crédito de largo plazo, se concentran en nichos de mercado que sean rentables a corto plazo, aplicando tasas de interés muy altas para la actividad productiva. El resultado es un sistema financiero que no es lo suficientemente profundo, y dificulta que los ahorros se canalicen hacia el aparato productivo.⁷

⁷ Charla sobre “Financiamiento bancario para capital de trabajo” Lic. Martín Lousteau. CPCECABA, Septiembre 2006

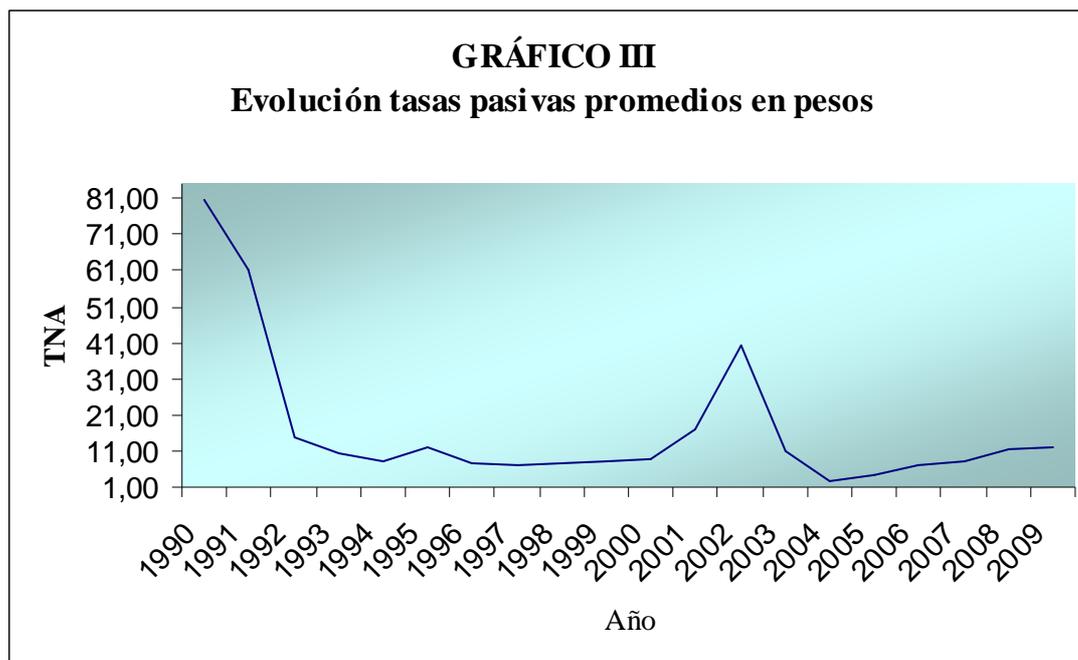
GRÁFICO II

Préstamos al Sector Privado como % del PBI año 2005



Fuente: Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la CABA

En el siguiente gráfico de elaboración propia en base a datos publicados por el BCRA, podemos apreciar la consecuencia de las crisis en la tasa de intereses de los depósitos en pesos en Argentina. Se destacan las crisis de los años 80, la crisis de México (1994/1995), la crisis del año 2001-2002 y la suba de tasas de interés iniciada en el año 2008 como consecuencia de la crisis de EEUU.



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos publicados por el BCRA

En una crisis, en la que hay disminución de liquidez, por ejemplo por fuga de capitales al extranjero, aumentan los riesgos de default de las entidades financieras así como también la tasa de interés para atraer inversionistas o depositantes, pero la misma no es suficiente para compensar el alto riesgo percibido por los ahorristas. De esta manera, se acentúa la iliquidez ya sea disminuyendo los préstamos o aumentando la tasa de interés de los mismos. Desde el punto de vista del mercado de capitales, el proceso de globalización supone amenazas cuando están dadas las condiciones para que las inversiones se muevan libremente buscando las plazas más competitivas y las que generan mejores oportunidades de negocios.

Habiendo repasado el papel de la disminución de la liquidez de la economía con el consecuente fraccionamiento del crédito y aumento de los costos financieros, queda por preguntarnos por qué son las PyMe las primeras en sufrir las consecuencias.

Las respuestas más precisas se encuentran en el problema de la **asimetría de la información** y en que **son percibidas como más riesgosas en relación a las Grandes Empresas**. La factibilidad y el crecimiento de una empresa, y la variación de ambos, están inversamente relacionados con su tamaño, lo cual representa un mayor riesgo para los mercados financieros, los que en condiciones normales lo reflejarán en tasas de interés más altas, y condiciones menos favorables para el financiamiento de sus deudas. Sin embargo, y como mencionábamos anteriormente, debido a las fallas de los mercados, los bancos prefieren no asumir el riesgo, con lo que cierran muchas veces las puertas al acceso de fondos para el financiamiento de muchas PyMEs rentables y caen en una selección adversa de sus clientes.

Las PyMEs en los Países en Vías de Desarrollo se ven también muchas veces enfrentadas con la falta de programas de apoyo gubernamental, su falta de representatividad y de ambientes de negocios y políticas apropiados.

La información es el problema clave y si bien representa la llave de acceso al financiamiento, en muy pocos casos las PyME la poseen. De acuerdo a un informe del Instituto Argentino del Mercado de Capitales (IAMC)⁸, los requisitos de información y los mayores costos asociados a dichos requerimientos se identifican como las principales trabas. Así la información se presenta como un problema no menor que afecta a ambas partes; oferentes y demandantes de créditos.

Las causas pueden encontrarse en elementos asociados a la resistencia que tiene en general las empresas de menor tamaño y de estructura familiar para dar a conocer su información (**cultura organizacional**). Así como también del nivel de informalidad de la economía tanto impositiva como previsional, y la tendencia de este tipo de empresas a percibir la formalización de las relaciones económicas y productivas como un costo y no como una inversión que conduce hacia la modernización de las finanzas de la empresa. La situación descripta, acompañada de las pocos bienes susceptibles de ser presentados como garantías de los préstamos y la alta sensibilidad a los entornos negativos, coadyuva a ser percibidas como un grupo riesgoso.

Nuevamente, volvemos al tema del racionamiento del crédito desarrollado por J. Stiglitz (1992) en su estudio sobre los problemas de información aplicados al mercado de capitales y al sistema financiero. El mercado asigna recursos ajustando por precio y cantidad, así como también acortando los plazos. Ante la falta de información y consecuente aumento del riesgo, ajusta por precio traduciéndose en un aumento de la tasa de interés. Si la crisis se profundiza hasta crear un escenario de incertidumbre, ajustará por cantidad. Esto significa que se produce un **racionamiento del crédito** que en casos extremos puede provocar la desaparición del mercado, en este caso la oferta de préstamos. Sin llegar a ese extremo, las asimetrías entre la información que posee el deudor y el acreedor son en gran medida las que provocan la ineficiencia en el funcionamiento del crédito. Es aquí donde entran en juego dos conceptos: selección adversa y riesgo moral.

El primero de ellos, hace referencia a la falta de información sobre una población no homogénea y a la imposibilidad de poder determinar y construir un perfil de riesgo para cada cliente en particular, derivando en contratos generales estandarizados elaborados en función de la información promedio recolectada del grupo en cuestión; en nuestro caso las PyMe. Como consecuencia de ello, se premia a la empresa riesgosa y se castiga a la más segura.

El segundo fenómeno, el riesgo moral, puede ser explicado por un cambio de actitud del tomador del crédito. El ejemplo clásico, se ve en el caso de un escenario de tasas de interés en ascenso; el costo de capital creciente derivará en la elección de proyectos cada vez más riesgosos cuyas tasas internas de retorno justifiquen tomar el dinero al costo vigente.

Una mirada en el tiempo nos permite identificar situaciones como las descriptas por Stiglitz: la crisis de México (1994/1995) y, en menor medida, la de los países asiáticos, Rusia y Brasil (1997/1999).

⁸ Erpen, Mónica “Cómo financiar a la Empresa a través del Mercado de Capitales” IAMC. Cuaderno de Investigación Nro 12. Junio 2009.

Por último y no por ello menos importante, podemos mencionar que muchas veces la no obtención de financiamiento, radica en el **desconocimiento de parte de los empresarios PyME**, de las distintas alternativas de financiamiento, sea del sistema bancario, del mercado de capitales y/o de los programas del Estado.

Para evitar todas las consecuencias de la crisis, sobretudo la restricción del crédito, es importante que el gobierno asuma una actitud activa mediante medidas anticrisis que tiendan a evitar la retracción del consumo y la inversión. Por ejemplo, durante el año 2009, en Argentina, se apuntó a mantener el nivel de actividad y empleo a través de beneficios impositivos para las empresas que regularicen su situación tributaria, tomen personal nuevo y blanqueen trabajadores. Otra medida del mismo año, fue la licitación de fondos de la ANSES, antes de las AFJP, para el otorgamiento de préstamos. El objetivo final es que el mercado crediticio no sufra una contracción. Sin embargo, las tasas a las que se ofrecen los créditos lejos están de las PyME y tampoco consideran la liquidez inmovilizada del sistema financiero invertida en distintos títulos públicos con riesgo significativamente menor. Parecen olvidar las soluciones propuestas por Keynes a este tipo de problemas: inyección de liquidez, baja de la tasa de interés e inversión de obra pública. Esto se lograría con el rescate anticipado de Lebac y disminución de los requisitos mínimos de liquidez. En el contexto descrito, nuestro país estaría pagando un alto costo de reglamentación.

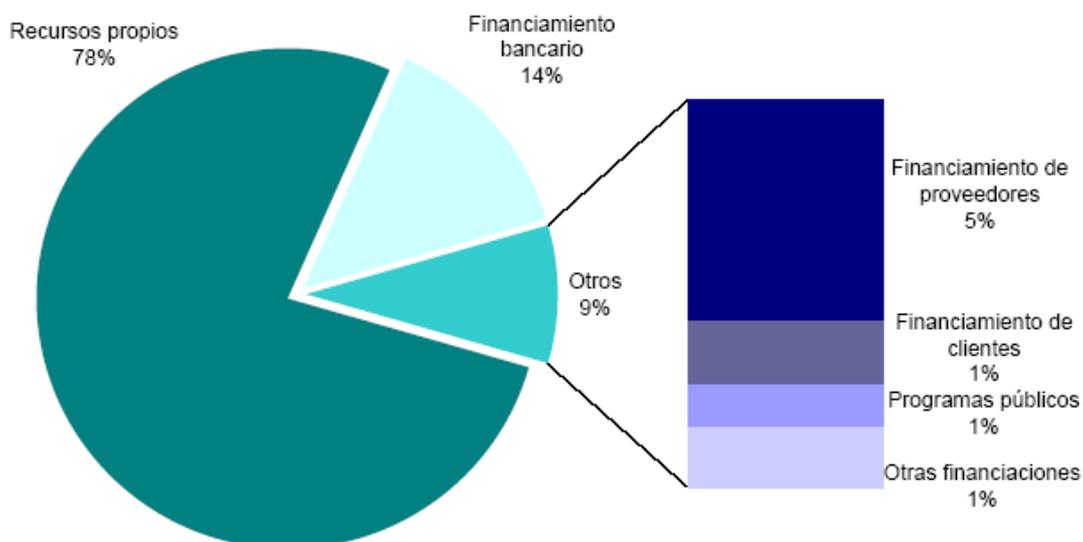
La principal consecuencia de lo mencionado anteriormente es que las PyME busquen otros caminos y tiendan a autofinanciarse, tanto mediante la reinversión de utilidades como la acumulación de liquidez y aquellas pequeñas empresas “privilegiadas” que tienen acceso al financiamiento, lo harán a plazos cortos y a altas tasas. La autofinanciación trae aparejado un alto costo de oportunidad al no destinar esos fondos en otros emprendimientos o inversiones con mejores retornos. Asimismo, un racionamiento de capital muy fuerte puede llevar a las empresas a verse obligadas a rechazar proyectos de inversión con VAN positivo cuando la obtención de financiación externa inyectaría los fondos necesarios para llevarlos a cabo y mejorar aún más el valor de la empresa. Las que tienen acceso al financiamiento, verán perjudicada su política financiera al estar endeudados al corto plazo y cobrar al mediano o, peor aún, al superar el período de repago de sus proyectos al de sus obligaciones. Las altas tasas pagadas exigirán una mayor rentabilidad a los proyectos de inversión lo que traerá como consecuencia proyectos más riesgosos para la empresa. En este escenario en el que los costos aumentan, se recortan gastos de personal.

A nivel macroeconómico, aumenta el desempleo y con ello el consumo, se restringe el crédito, aumenta el riesgo percibido y se conduce por un círculo vicioso del que es difícil salir sin una intervención eficiente del Estado.

Como conclusión a este capítulo, sostenemos que el aumento del riesgo de mercado y del riesgo inherente de cada una de las PyMEs, acentúan a la selección adversa y al riesgo moral ocasionados por las asimetrías de información traduciéndose en el acortamiento de los plazos y en el racionamiento de los créditos. El racionamiento de fondos las lleva a rechazar proyectos rentables con VAN positivo que aumentarían el valor de la empresa; y el acortamiento de los plazos, a problemas de liquidez y solvencia financiera. Como resultado de ello, los empresarios PyME eligen autofinanciarse, liberándose de la dependencia que generaría el endeudamiento, en

desmedro de otras alternativas de financiación que resultarían más convenientes. Ello se profundiza con el desconocimiento de los empresarios o bien la falta de respuestas del Estado como promotor del financiamiento de las PyMEs. Es a raíz del escenario descrito que las pequeñas y medianas industrias en Argentina demandan la implementación de instrumentos que les permitan obtener crédito para financiar sus inversiones. En consecuencia, como muestra el Gráfico IV, el 78% de las PyME industriales que invirtió durante 2006 se financió con recursos propios, y sólo el 14% lo hizo con financiamiento bancario. Esto resulta particularmente preocupante dado que, tras el auge post devaluación, los márgenes de rentabilidad de las empresas empiezan a disminuir reflejando entonces la necesidad de diversificar las fuentes de financiamiento de las inversiones.

GRÁFICO IV
Estructura de Financiamiento de las Inversiones Realizadas por las PyME Industriales. Año 2006



Fuente: Encuesta Estructural a PyME Industriales, 2006. Fundación Observatorio PyME

3.4. HERRAMIENTAS FINANCIERAS DISPONIBLES EN LAS CRISIS PARA LAS PYMES

En el presente capítulo, se realizará un análisis de los distintos instrumentos financieros de los que disponen las PyME. Con ello, se intentan determinar las ventajas y desventajas de cada uno de ellos para poder concluir cuál es la herramienta que mejor se adapta a las PyME en los momentos en que la financiación es más necesaria.

El capítulo diferencia entre mercado de crédito y mercado de capitales.

3.4.1. EL MERCADO DE CRÉDITO

El sistema bancario es uno de los más normados y regulados y se basa en el marco microprudencial de Basilea. Se sostiene en la ponderación de la calificación del tomador de las contra garantías que ofrece. Esta obsesiva visión microprudencial imperante provoca un sesgo antipyme y pro cíclico.

Ello se ve reflejado en la gestión financiera de la empresa. La investigación de FIEL mencionada anteriormente en el capítulo 3.2. demuestra por una parte, que un cuarto de las empresas pequeñas no operan con crédito bancario mientras que el porcentaje de empresas grandes que no trabaja con bancos se acerca a cero. Por otra, llama la atención los diferenciales de tasas de interés en créditos bancarios. La diferencia entre costos totales anuales de capital estimados de empresas grandes y pequeñas es de aproximadamente un 8%, calculado a partir de una estimación de la estructura financiera de las empresas por tamaño. Esta situación prevalecía en Argentina, hasta fines de 1994. La crisis profunda que siguió al “Efecto Tequila” determinó un período de asfixia financiera que afectó particularmente a las PYME. En el período posterior a la crisis, reapareció el crédito bancario pero muy orientado al capital de trabajo. De acuerdo a la encuesta de FIEL⁹,...” *los bancos privados tienden a atender empresas medianas y grandes mientras que los bancos públicos y cooperativos tienen más presencia en los prestatarios pequeños y medianos. Sólo la banca cooperativa tiene una presencia uniforme entre los prestatarios PYME ya que la banca pública parece estar muy concentrada en servir a los tramos medios de la escala de empresas clasificadas por empleo. Cuando se analiza la cantidad de bancos con que trabaja cada prestatario y el costo de los créditos, la encuesta señala cierta relación entre el tamaño, la cantidad de bancos con que trabaja cada prestatario y el costo del crédito. La evidencia indica, entonces, que las PYME tienen mayores dificultades para acceder al crédito bancario que las grandes empresas”.*

La falta de información y antecedentes suficientes para la obtención de un préstamo afecta con particular intensidad a los nuevos emprendimientos, la mayoría

⁹ FIEL. “Las pequeñas y medianas empresas en la Argentina”. 1996. pág. 28

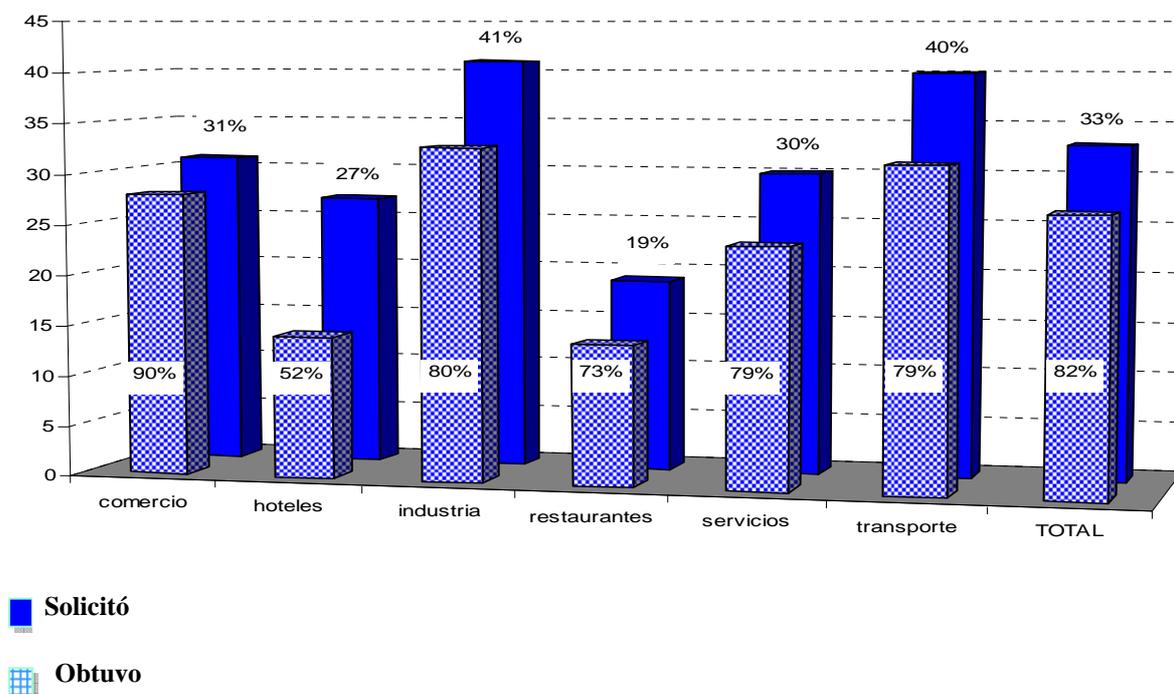
de los cuales son pequeñas empresas. Es difícil para un empresario PYME ampliar el número de bancos con los que opera debido a que la historia crediticia de un prestatario no se puede trasladar de un banco a otro y tampoco resulta fácil de transferir a nuevos banqueros toda la información económico-financiera de la que normalmente disponen sus banqueros tradicionales. Estos problemas pueden ser particularmente graves en la Argentina como consecuencia de la inestabilidad económica que ha caracterizado algunos períodos relativamente recientes de la historia argentina y como resultado de las masivas políticas de regulaciones y controles de todo tipo, tradicionalmente aplicadas en el pasado, y de la gran evasión de impuestos, fenómenos que contribuyeron a profundizar la incertidumbre y los problemas de asimetría informativa porque estimulaban el ocultamiento sistemático de la verdadera dimensión económica de las actividades.

Las PyMEs cuentan con menor patrimonio y menor cantidad de activo susceptibles de ser empleados como garantías.

Teniendo en cuenta que el monto de los créditos PyMEs suele ser relativamente pequeño, los bancos deben incurrir en deseconomías de escala (mayor costo por peso prestado) para obtener información sobre las características de dichos clientes ya que como se mencionó anteriormente, muchas empresas PyMEs carecen de la información documental necesaria (v.g. balances) y/o desconocen los procedimientos y prácticas requeridas para acceder al crédito.

A continuación, se presenta gráficamente el acceso al crédito bancario durante el año 2008 en base a datos publicados por la SEPYME.

GRÁFICO V
Acceso al Crédito Bancario durante 2008



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos publicados por SEPYME.

Por lo general cuando la PYME obtiene financiamiento, la mayor parte es provisto por bancos a corto plazo y altas tasas. Se observa una relación inversa entre el tamaño de la empresa y las tasas de interés pagadas. La mayor parte de este grupo de empresas obtiene financiamiento mediante créditos bancarios, aún cuando la combinación de créditos y apertura de capital resultara más conveniente.

Tanto el sesgo a elevados spreads de tasas de interés, como a racionar a potenciales clientes por su presunto “alto riesgo”, no podrá eliminarse de no proveerse un trato diferenciado a los créditos a PyMEs y a las microempresas. La normativa prudencial de la autoridad monetaria, basada en los criterios de Basilea apunta a desincentivar los préstamos a “sujetos de mayor riesgo”, lo que implica menor oferta de crédito y crédito más caro para las PyMEs. La implementación futura del régimen conocido como “Basilea II” tiende a reducir los coeficientes de capitales mínimos básicos exigidos, pero incrementa las provisiones sobre las carteras a deudores morosos con calificación inferior a BB- otorgado por calificadoras internacionales. A esto habrá que sumar los mayores costos por exigencia de doble calificación externa de riesgo de cada crédito específico. Esto no deja de ser llamativo: el sistema entraría en vigencia en Argentina en el año 2010, y cuesta entender cómo se podrá implementar cuando es bien sabido que las calificadoras de riesgo proveen señales para decisiones futuras, en base a historia pasada que no necesariamente es la mejor indicadora de comportamientos futuros. Por otra parte, las calificaciones otorgadas a empresas tienden a ser inferiores a la calificación de la deuda del gobierno del país, lo que puede ser en sí mismo otro factor de racionamiento adverso para las PYMEs.

El crédito bancario en general no ha sido accesible ni atractivo para las pequeñas y medianas empresas. Es una falla de mercado esperable, aunque algo exacerbada por la normativa bancaria vigente desde 1996. Esta se fundamenta en las recomendaciones de Basilea, estableciendo exigencias de capitales mínimos a valores de mercado ponderados por riesgo. Su punto de partida ha sido una exigencia de capitales mínimos en torno del 11,5%. Si disminuyen las ventas y las utilidades de las firmas deudoras, caen la capacidad de repago, y la calidad de la cartera de los bancos. Estos, a su vez, reaccionan racionando el crédito a las MiPyMEs. Si el factor de riesgo que explica la menor capacidad de repago es externo a la empresa deudora, debería relajarse la normativa “prudencial” para evitar el cierre de firmas y el racionamiento en base a señales “externas”, como el registro histórico en las bases de datos de credit bureaus. De ahí el sesgo a no refinanciar créditos al sector privado y a prestar a otro deudor, aparentemente más seguro, el sector público, para el cual el Banco Central no exigía constituir provisiones por incobrabilidad ni tampoco capitales mínimos. La catástrofe financiera de 2001- 2002 en parte obedeció a esta extraña normativa, que suponía que el fisco argentino era “investment grade” e incentivó los préstamos bancarios al Estado. La mencionada crisis refleja la gran falla de los bancos argentinos en el ejercicio de su función específica: la evaluación de riesgos. Pero esto no exime de responsabilidad a las autoridades monetarias de este mecanismo pro cíclico, inconsistente con la estabilidad financiera y macroeconómica.

La oferta crediticia, muchas veces surge de alianzas entre los distintos bancos y sectores del Gobierno. Ejemplos de ellos, son las líneas crediticias que ofrecen actualmente los bancos oficiales a raíz de convenios firmados con la Subsecretaría PYME del Ministerio de Economía y Producción de la Nación.

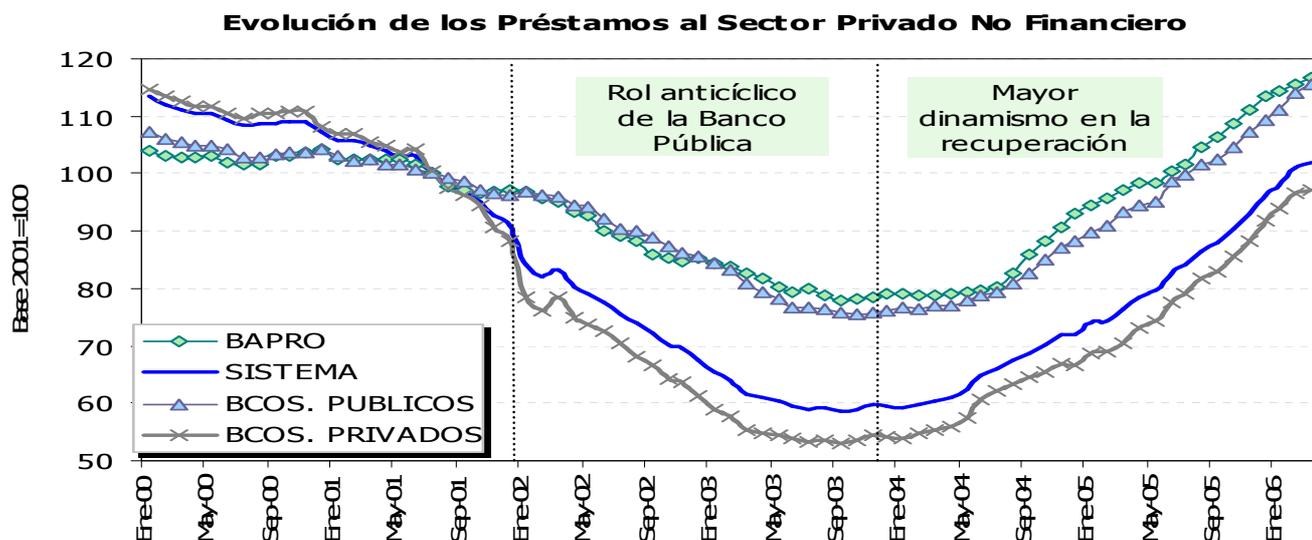
El BCRA, a través de diversos comunicados, como el Comunicado Nro 49.543 del 20/08/09, publicado en plena crisis económica, aprobó medidas para promover el crédito destinadas a flexibilizar distintos requisitos, las que se dan a conocer mediante la Comunicación "A" 4972:... *“Se trata de diversas disposiciones que abarcan diferentes aspectos de la relación crediticia entre las entidades financieras y su clientela que procuran simplificar, por una parte, la información requerida tanto para la presentación de la solicitudes de crédito por parte de los agentes económicos y, por otra, la necesaria para la evaluación del perfil de riesgo de los solicitantes y la posterior originación de los créditos por parte de las entidades financieras”...*

Se puede sostener que como principales medidas, deja de ser la información sobre el flujo de fondos proyectado de la actividad de los deudores el elemento relevante para la evaluación periódica de su capacidad de pago por parte de la entidad financiera.; se incrementa el saldo de deuda a partir del cual la empresa pase a ser clasificada anualmente en vez de semestralmente, etc.

Por su parte la banca pública, cumple una función preponderante en el financiamiento a las PyMEs llevando a cabo un rol contra cíclico y dinamizador de la inversión productiva. La existencia de bancos públicos con peso relevante dentro del total del sistema es una regularidad que se da prácticamente en todos los países del mundo, independientemente de su nivel de desarrollo. En economías en desarrollo hay un rol más activo de la banca pública, dada la baja profundidad del sistema financiero. Este rol consiste en la cobertura anti-cíclica; dar mayor solidez a la cadena de pagos en tiempos de crisis y contrarrestar la aversión al riesgo que exhibe la banca privada en las fases recesivas del ciclo, compensando la reducción del crédito; contrarrestar las imperfecciones de mercado: racionamiento del crédito (Pymes y economías regionales, con proyectos de inversión *socialmente* rentables); acceso a servicios financieros de aquellos sectores y zonas aisladas donde la banca privada no llega, de manera de equiparar condiciones e incentivar el desarrollo económico; Banca testigo, induciendo a la banca privada a fijar precios y tasas en niveles competitivos, dado cierto poder de mercado en el sistema bancario. En el siguiente gráfico, presentado por el Lic. Martín Lousteau ¹⁰ se puede apreciar el rol anticíclico de la banca pública:

¹⁰ Charla sobre “Financiamiento bancario para capital de trabajo” Lic. Martín Lousteau. CPCECABA, Septiembre 2006

GRÁFICO VI Evolución de los Préstamos al Sector Privado no Financiero



Fuente: Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la CABA

Se concluye de todo lo expuesto, que es fundamental la intervención de la banca pública, a través de subvenciones ya sea con exenciones o deducciones impositivas sobre los intereses o con tasas subsidiarias para las pequeñas y medianas empresas. Las mismas deben ser eficientes y adaptables a las PyMEs ya sean nacionales o de un sector específico, partiendo de la realidad que estén viviendo y acompañadas de una flexibilización inteligente de las normas por parte del BCRA.

3.4.2. EL PAPEL DEL ESTADO

Durante los años de convertibilidad el Estado argentino se mantuvo prácticamente al margen de la suerte de los pequeños y medianos empresarios, en el convencimiento de que la estabilización económica, la apertura externa y el libre mercado garantizarían, por sí solos, que las empresas desarrollaran al máximo su potencial. Las empresas que no podían adaptarse a este nuevo entorno desaparecerían, puesto que ello evidenciaba su incapacidad para desempeñarse en el marco de una economía "moderna y competitiva". Desde el Estado se privilegiaron las necesidades y demandas del sector de las grandes corporaciones, mayormente de capital extranjero, relegando a un segundo plano el destino de las empresas argentinas de pequeño y mediano porte. Se alentó un fuerte proceso de concentración y extranjerización de la economía, que condujo a un ininterrumpido debilitamiento de las PyMEs de todos los sectores y regiones del país con graves secuelas sociales.

El agotamiento del modelo que se produjo en diciembre de 2001 y el nuevo rumbo de política económica adoptado, abrieron en el país un nuevo horizonte para las pequeñas y medianas empresas, en un contexto en que sus proyectos y emprendimientos volvieron a ser viables. Este cambio significó una redefinición de las políticas y prioridades del gobierno, con una fuerte orientación hacia el fortalecimiento de un empresariado nacional competitivo.

El Estado Nacional, a través de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y DR crea nuevas herramientas de financiamiento a las PyMEs a través de la Ley 24.467/Ley 25.300. Introduce el concepto de “Asociatividad”, cooperación entre empresas pequeñas o entre empresas pequeñas y grandes. Asimismo, introduce programas de asistencia financiera, de promoción del Comercio Exterior y de capacitación y asistencia técnica.¹¹

Los principales instrumentos de estímulo financiero que actualmente se ofrecen en el ámbito de la SSEPyMEyDR son:

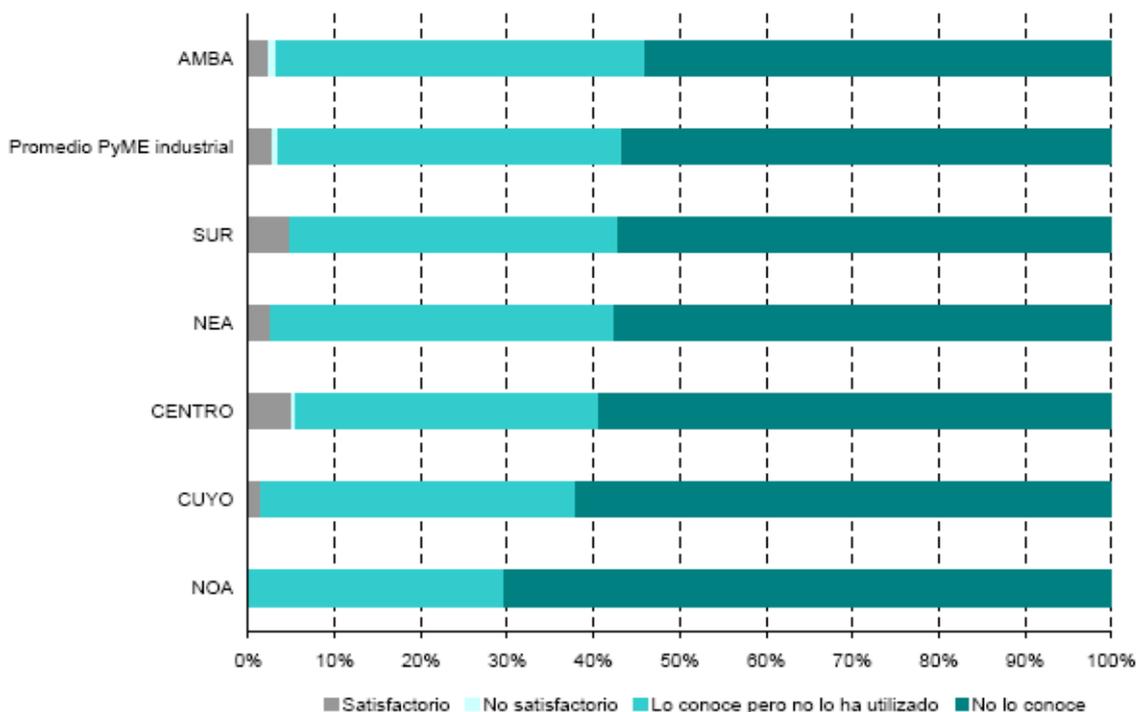
- **Régimen de bonificación de tasa de interés.** La bonificación de tasas de interés para aquellas empresas que se enfrentan a un costo de capital de terceros muy elevado.

El Régimen de Bonificación de Tasas es una medida instrumentada por la SEPyME por la que el Estado Nacional se hace cargo de una parte del costo financiero de los préstamos tomados por MIPyME, constituyendo una política activa de gran importancia. Bonifica entre 3 y 8 puntos porcentuales sobre la tasa de interés nominal anual ofrecida por las entidades intermediarias o de hasta el 50% de la misma, la que resulte menor. El porcentaje subsidiado depende del grado de desarrollo y nivel de acceso al financiamiento del sector o región que se trate. En el caso del noroeste argentino, por ejemplo, éste alcanza el 8% con el objetivo de fomentar el desarrollo económico de una región más rezagada en relación al resto del país. No obstante, como se observa en el gráfico VII, las PyME industriales localizadas en la mencionada región son las que en una mayor proporción desconocen el programa (70%) en comparación con el resto de las regiones del país. Esto evidencia la necesidad de implementar más instrumentos de promoción de la actividad industrial en estos territorios.

¹¹ En la página web de la Secretaría PyME, www.sepyme.gob.ar, se enumeran a los programas de asistencia financiera en los que interviene el mencionado organismo, entre los que se encuentran a la figura de Sociedad de Garantía Recíproca. Sin embargo, al no intervenir el Estado, en el presente trabajo se le da un tratamiento aparte.

GRÁFICO VII

Grado de conocimiento, utilización y satisfacción del Régimen de Bonificación de Tasas por Región, año 2006



Fuente: Encuesta Estructural año 2006, Observatorio PyME

Pueden participar en calidad de intermediarias del programa tanto entidades financieras reguladas por el BCRA, y otras tales como fondos fiduciarios, entidades de préstamo para viviendas, cooperativas y cajas de crédito que no reciban fondos de terceros, agentes de mercado abierto y sociedades que actúen en operaciones de bolsa. El programa presenta una propuesta corporativa que vincula al pequeño empresariado con organizaciones intermedias del sistema financiero, con el aparato estatal no sólo como garante sino también como activo instrumento de convocatoria. Esta política, usual en muchos países, consiste en la licitación entre los bancos de fondos presupuestarios destinados a bonificar la tasa de interés activa para los préstamos a las PyMEs, adjudicándose los fondos según la menor tasa propuesta por la entidades intermediarias. De esta manera, se incentiva la competencia entre las entidades con respecto a las tasas.

La SEPyME, como autoridad de aplicación del Régimen, está facultada para decidir sobre la modalidad y los montos de nuevas licitaciones y/o convenios. El financiamiento podrá destinarse a constitución de capital de trabajo, la adquisición de bienes de capital nuevos vía préstamo o leasing; a la prefinanciación y financiación de exportaciones de bienes y servicios; a la creación y desarrollo de nuevos emprendimientos; a la industrialización de bienes y servicios desarrollados por innovación tecnológica y a actividades de investigación científico-tecnológicas, modernización e innovación productiva.

Este tipo de instrumento es muy eficiente porque con una erogación relativamente pequeña, se obtiene un impacto amplificado sobre el conjunto del sistema

financiero. Al generar competencia entre las entidades financieras se conforma una tasa testigo entre las entidades financieras y permite acelerar el proceso de reducción de las tasas de interés en el financiamiento de este segmento empresario.

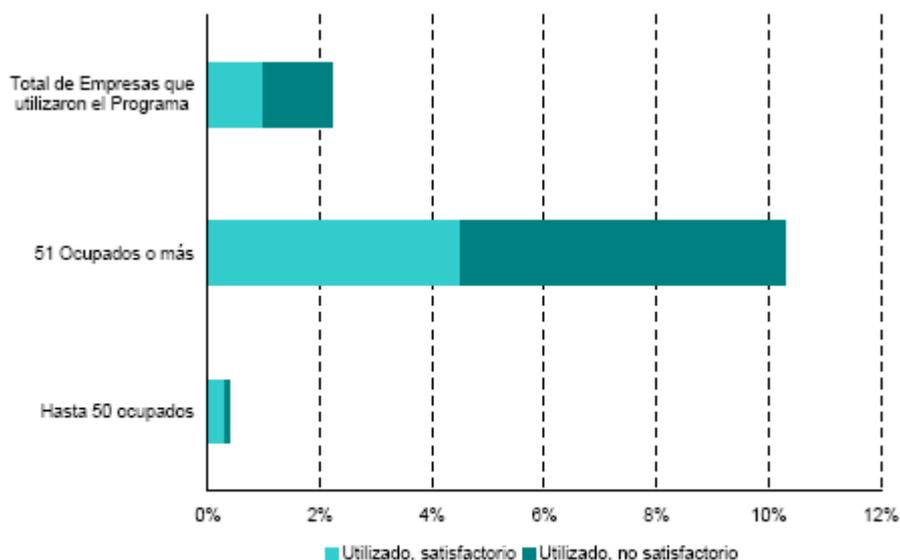
- **FONAPyME - Fondo Nacional de Desarrollo para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa.** Este instrumento tiene por objeto desarrollar el mercado de capital de riesgo y brindar financiamiento a mediano y largo plazo para proyectos de micro, pequeñas y medianas empresas existentes o a ser creadas, o por formas asociativas, que deseen obtener financiamiento para la realización de inversiones que creen o amplíen la capacidad productiva de la empresa y/o introduzcan nuevos productos, servicios o procesos que mejoren el desarrollo, expansión y crecimiento de dichas empresas y que contemplen un alto impacto en el desarrollo regional y generación de empleo.

El FONAPyME fue creado por la Ley 25.300 del año 2000, pero recién desde el año 2003 se encuentra efectivamente en funcionamiento. Esta herramienta es particularmente útil para aquellas empresas que, siendo viables, no pueden acceder al sistema financiero, al poner a disposición de los empresarios una línea crediticia de pesos aportados por el Tesoro que no exige analizar las normas del Banco Central en materia de previsión y calificación, con tasas muy bajas (50% de la tasa activa del Banco de la Nación Argentina) y un menú de garantías que incluye la propia facturación de la empresa y créditos fiscales. También se analiza toda garantía que la empresa considere razonable. Otra ventaja es que todas las líneas de crédito a más de doce meses, cuentan con un período de gracia para la amortización de capital.

Durante el año 2006, del total de empresas que han utilizado el programa (2%) es interesante observar las diferencias entre las pequeñas (hasta 50 ocupados) y las medianas (entre 51 y 200 ocupados). El Gráfico VIII muestra como la utilización del programa es mucho mayor entre las empresas de mayor tamaño, seguramente debido a un más alto grado de complejidad en la tecnología de producción que requiere de mayores inversiones para aumentar la productividad, o a un mayor acceso a la información, o a una mejor capacidad de gestión para tramitar el acceso a dichos programas.

GRÁFICO VIII

Grado de satisfacción de las PyME Industriales que utilizaron el FONAPyME, por dimensión de Empresa. Año 2006



Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales, 2006.
Fundación Observatorio PyME.

- **MyPEs II - Programa Global de Crédito a las Micro y Pequeñas Empresas.**

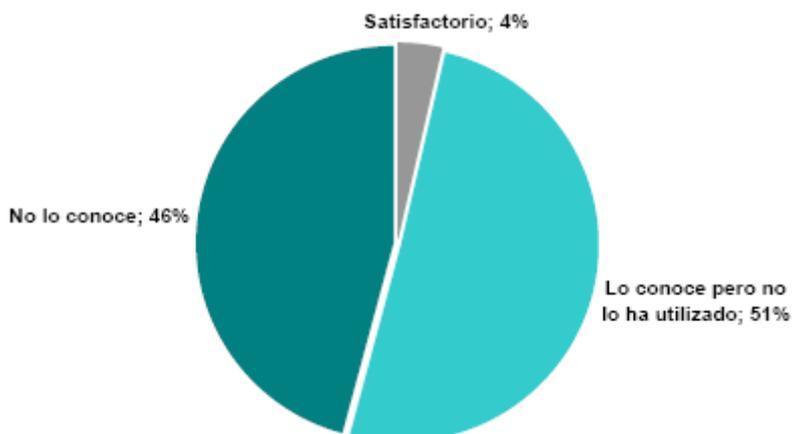
Este programa consiste en créditos destinados a la prefinanciación y financiación de exportaciones, capital de trabajo y adquisición de activos fijos, de los cuales una mitad serán financiados por los fondos del Préstamo BID y la otra restante provendrá de la contraparte local, integrada por las entidades financieras participantes y los aportes de los beneficiarios de los respectivos proyectos.

Consciente de la necesidad de fortalecer a la micro y pequeña empresa y de mantener su fomento en el tiempo, el Estado Nacional trabajó conjuntamente con el BID en la reformulación de este programa, a fin de adecuarlo al contexto económico-financiero y convertirlo en viable bajo el régimen monetario - cambiario vigente, dado que, producto de los cambios acaecidos hacia fines del año 2001, el mismo no había quedado operativo.

Es interesante observar, en el gráfico IX que en el año 2006 más de la mitad de este grupo de empresas conoce alguno de estos instrumentos pero sólo el 4% lo ha usado, todas ellas con resultados satisfactorios.

GRÁFICO IX

Conocimiento y Utilización de Programas de Apoyo a la Exportación de las PyME exportadoras. Año 2006.



Fuente: Encuesta Estructural a PyMEs industriales, 2006
Fundación Observatorio PyME

• **FoMicro - Fondo Nacional para la Creación y Consolidación de Microemprendimientos.** En el año 2003 se puso en marcha el FoMicro, destinado a la creación de unidades productivas de bienes y/o servicios por parte de grupos de trabajadores desocupados y subocupados, y a la consolidación de microemprendimientos existentes. Este programa, coordinado por el Banco de la Nación Argentina y la SSEPyMEyDR, tiene por objeto el financiamiento de proyectos asociativos o individuales y su ejecución está descentralizada en las Organizaciones Sociales y Populares, planteando nuevamente un esquema corporativo tripartito entre el Estado, organizaciones intermediarias de la sociedad civil y los ciudadanos. Entre las tareas de estas organizaciones está la de proveer servicios de capacitación, asistencia técnica y acompañamiento de los emprendedores.

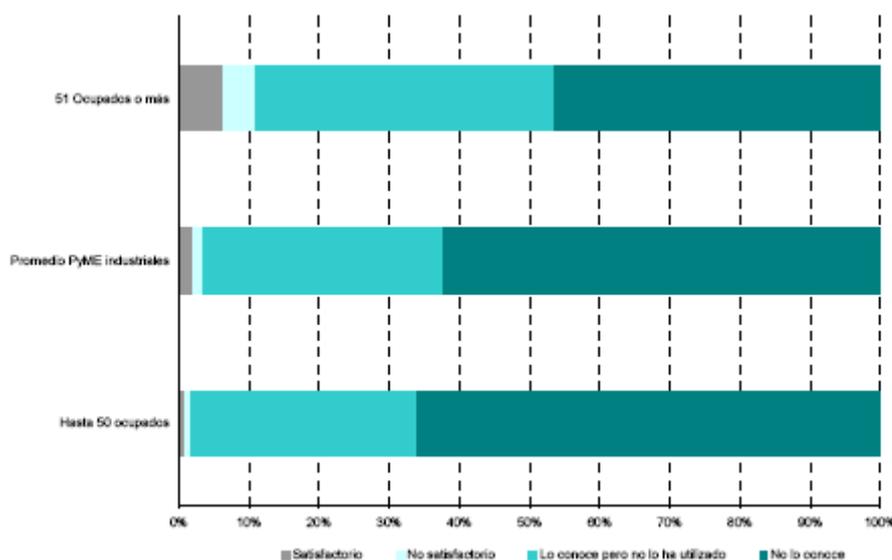
• **PRE – Programa de Apoyo a la Reestructuración Empresarial.** El PRE es un Programa dirigido por la SEPyME, financiado con fondos aportados por el gobierno nacional, las empresas participantes y el Banco Interamericano de Desarrollo –BID-. El objetivo del programa es apoyar el fortalecimiento de la competitividad de las pequeñas y medianas empresas argentinas, facilitando el acceso a servicios profesionales de asistencia técnica y mejorando la oferta de dichos servicios, financiando, mediante Aportes No Reembolsables (ANR), hasta el 50% de la inversión que las empresas realicen en la contratación de servicios de asistencia, adquisiciones de equipamiento y otros gastos asociados a la asistencia técnica de profesionales para mejorar su competitividad.

Para acceder al PRE una Empresa debe calificar como PyME, poseer como mínimo dos años de antigüedad en actividad, no tener deudas fiscales ni previsionales exigibles; ser persona jurídica, que posea una adecuada organización en los aspectos técnicos, legales, administrativos y de control financiero y que garantice una eficiente utilización de los recursos otorgados por el programa; y tener la capacidad operativa y financiera necesaria para realizar el Proyecto propuesto dentro de los plazos

determinados, o que la adquiera mediante la colaboración de otras instituciones o personas. Una vez que cumpla con estos requisitos, difíciles de cumplir por las empresas más pequeñas, la Empresa debe realizar un Proyecto de Desarrollo Empresarial (PDE), que es una serie de servicios y actividades concatenadas, que tienen como objetivo llevar a cabo un plan de negocios.

El 62% de las pequeñas y medianas industrias no conoce este mecanismo de ayuda para el financiamiento de servicios técnicos de terceros, y un tercio de las empresas lo conoce y no lo utiliza. Ésto puede deberse a la falta de necesidad del asesoramiento sobre la reestructuración empresarial o a dificultades en el acceso al programa debido a la cantidad de requisitos exigidos principalmente en las empresas más pequeñas. En este tipo de empresas es más predecible la falta de necesidad de servicios de consultoría de terceros para estudiar y reformar la estructura de la empresa ya que, en general, dichas industrias son de menor complejidad tecnológica. Consecuentemente, en el Gráfico X se observa que es significativamente mayor la proporción de pequeñas empresas que no conocen el PRE (66%) en relación a las medianas (46%). Sin embargo, las empresas de mayor tamaño muestran una tendencia mayor a no participar del programa aún conociéndolo.

GRÁFICO X
Conocimiento y Utilización del PRE, por tamaño de empresa.
Año 2006

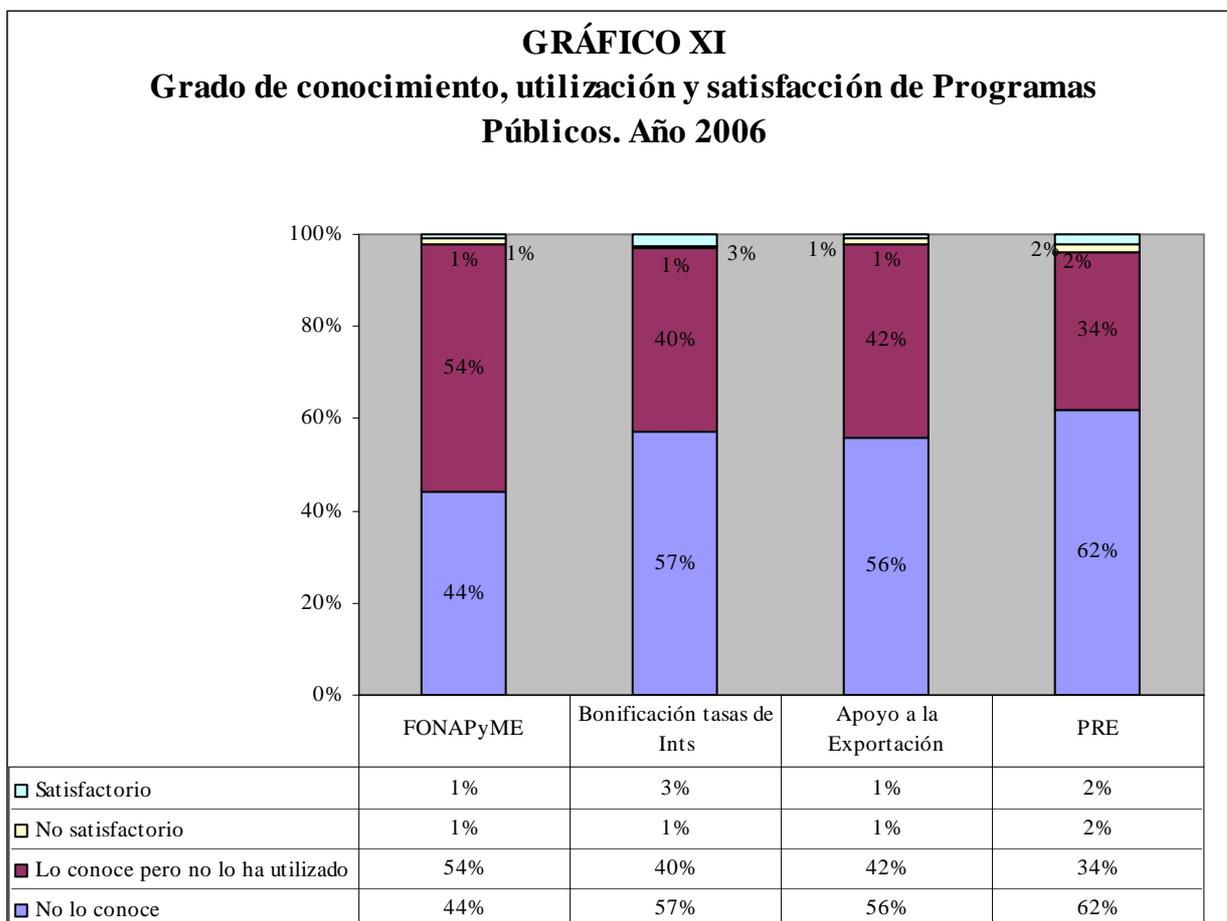


Fuente: Encuesta Estructural a PyME Industriales 2006.
Observatorio PyME

Con respecto a las políticas públicas vigentes destinadas a mejorar el acceso al crédito por parte de las PYME, por el momento, se observa una brecha muy significativa entre los préstamos otorgados y los montos licitados, ya que los primeros apenas habrían superado el 65% de lo que se había licitado, casi todo el cupo disponible. La fuerte concentración de los bancos públicos y cooperativos tanto en la licitación de los cupos como en el otorgamiento de los préstamos hace pensar que las ventajas que ofrece la operatoria no alcanzan a compensar las dificultades que

encuentran los bancos privados no cooperativos para aumentar sus créditos a las PYME.

Asimismo, como se desprende del Gráfico XI, la difusión de los Programas Públicos de apoyo al desarrollo de las PyME es baja. Uniformemente, más de la mitad del empresariado no conoce la existencia de estos programas, salvo en el caso de FONAPyME de la SEPyME que es conocido por el 54% de las empresas.



Fuente: Elaboración Propia en base a datos publicados por la Fundación Observatorio PyME

El financiamiento “a medida” por parte del Estado presenta las siguientes características:

- a) poca variedad y fondos escasos: se limitan básicamente a otorgar préstamos desde un fideicomiso de crédito (FOGAPYME) y bonificar tasas de préstamos para capital de trabajo y compra de bienes de capital de origen nacional,
- b) escasez de nuevos programas (la mayor parte de los ejecutados desde el año 2002 han sido continuación, o terminación de los programas diseñados e implementados entre 1996 y 1999),
- c) desjerarquización del organismo específico de las PYMEs: al ser una subsecretaría de la Secretaría de Industria y Comercio, su titular no tiene suficiente peso para negociación de fondos y partidas presupuestarias,

d) mínima difusión de sus programas e iniciativas.

De todo lo investigado, se desprende que para casi la totalidad de los casos estudiados más de la mitad de las empresas que participaron de ellos expresó que los resultados fueron positivos, especialmente para el Régimen de Bonificación de Tasas. Este último programa se caracteriza por ser de fácil acceso para sus beneficiarios y por implicar un procedimiento de aplicación sencillo. Le siguen en orden los Programas de Apoyo a la Exportación. Por lo tanto, el principal problema radica en la falta de difusión de los programas acompañado de la falta de interés y/o capacitación de los empresarios PyME.

Esto refleja la escasa prioridad de las políticas activas (incluso financiadas por BID y Banco Mundial) para reactivar el sector. Las PYMEs exportadoras tienen, a nivel micro un débil desarrollo de la cultura exportadora; atraso tecnológico, insuficiente oferta exportable, e inexistencia de una estructura que permita aprovechar oportunidades. Para toda PYME revertir esa situación exige fondos, financiamiento. Si no está totalmente accesible el mercado de crédito institucionalizado, podría recurrirse al financiamiento con instrumentos no bancarios, o la asistencia del Estado. La situación actual de la Subsecretaría del área revela que no puede hacer grandes avances. Los sucesivos cambios de funcionarios no han significado cambios en las políticas, ni innovaciones sustanciales. Por consiguiente, cuando aumentan los riesgos financieros y de iliquidez, la inacción y la ineficiencia pueden llevar a un empeoramiento de la viabilidad financiera de las PYMEs y del “medio ambiente” para hacer negocios. Existe fracaso de mercado, pero también una presencia del Estado poco efectiva.

Todo fenómeno de racionamiento de crédito tiende a superarse en la medida en que crece el ahorro privado y por ende la oferta de crédito, área en la que la participación de las políticas públicas favoreciendo el ahorro son claramente insustituibles. Un mercado de capitales más desarrollado permite que las empresas pequeñas y medianas tengan más posibilidades de acceder a financiamiento de terceros, puesto que menores relaciones deuda-capital propio tienden a atenuar los problemas de asimetrías informativas fundamentalmente en el caso de los proyectos más riesgosos, como lo son los emprendimientos innovadores. Sin duda, el Estado podría contribuir a la existencia de un marco adecuado para que dicho desarrollo sea posible.

3.4.3. LA SOCIEDAD DE GARANTÍA RECÍPROCA

Fue prevista por la Ley 24.467/95 la creación de **Sociedades de Garantía Recíproca (SGR)**. Luego se introdujeron reformas por la Ley 25.300/00.

Se trata de sociedades comerciales que tienen por objeto facilitar el acceso al crédito de las PyMEs a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones, permitiéndoles garantizar cualquier tipo de

compromisos u obligaciones susceptibles de apreciación dineraria. Este sistema surgió como respuesta a los problemas que deben afrontar las PyMEs en sus relaciones de negocios con sectores de mayor tamaño o envergadura.

El sistema ideado se basa en dos pilares fundamentales:

- 1) Interesar a las grandes empresas a aportar capitales que den sustento (solventía) a las garantías a emitir y profesionalismo en la evaluación de riesgo.
- 2) Motivar a las PyMES para que se involucren en estrategias asociativas a los fines de mejorar la resolución de sus problemas.

Al incorporarse la figura de **Sociedad de Garantía Recíproca**:

$Tp1$ = tasa de interés PyME sin SGR

$Tp2$ = tasa de interés PyME con SGR

Tm = tasa de interés del mercado

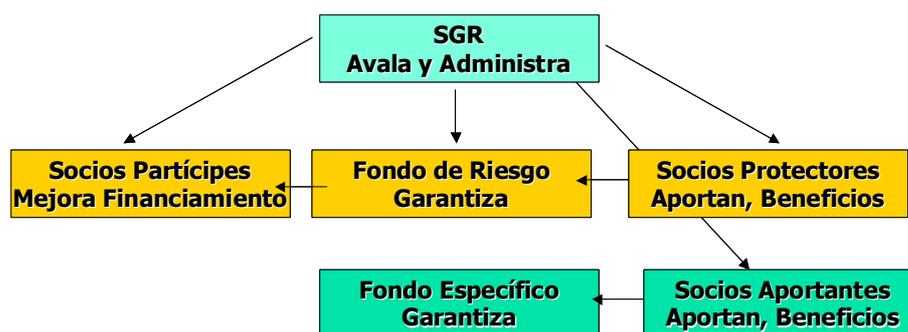
$CCsgr$ = costo aval de la SGR

$Tp1 > Tm$;

entonces $Tm + Csgr = Tp2$

donde $Tp2$ es levemente menor que Tm .

CUADRO I - ESTRUCTURA DE UNA SOCIEDAD DE GARANTIA RECIPROCA



Fuente: Elaboración propia sobre información del CPCECABA.

Los beneficios de los participantes de la SGR son:

- **La Sociedad (SGR)**
 - ⇒ Exención impositiva y consecuente disminución de los costos financieros
 - ⇒ Reaseguros en FOGAPyME
 - ⇒ Autorizadas por BCRA: aval autoliquidable

⇒ Otorgan aval con un costo para quien lo solicita.

- **Socios Protectores (empresas de cualquier tamaño nacionales e internacionales e instituciones públicas que realicen aportes al Capital y al Fondo de Riesgo)**

- ⇒ Deducción impositiva por el 100 % del aporte realizado al fondo de riesgo (el aporte debe permanecer en el Fondo de Riesgo dos años calendario y se deben otorgar garantías por el 80% del monto aportado).
- ⇒ Oportunidad de inversión ya que obtienen una ganancia por intereses sobre el capital invertido en el fondo de riesgo.
- ⇒ Desarrollo de la cadena de valor al mejorar el desempeño de las PyMEs vinculadas.

- **Socios Partícipes (micro, pequeñas y medianas empresas)**

- ⇒ Exención impositiva
- ⇒ Mejora capacidad de negociación. La SGR es un eficaz intermediario financiero para negociar (en representación de las PyMES partícipes)
- ⇒ Reducción de la tasa de interés de los créditos y aumento en los plazos de financiamiento
- ⇒ Mejora en el desempeño de las PyMEs en los temas de management, calidad y tecnología
- ⇒ El costo del aval puede ser asumido por las PyMES porque los beneficios son de corto plazo y muy tangibles: o porque la empresa necesita el aval para una determinada operación, la expansión o profundización de un negocio o porque con ese aval se obtiene una mejor condición (menor tasa en un préstamo, mayor plazo, más rapidez para su obtención, etc.).

- **Socios Aportantes**

- ⇒ Deducción impositiva de 2/3 partes del aporte realizado al fondo de riesgo (el aporte debe permanecer en el Fondo de Riesgo dos años calendario y se deben otorgar garantías por el 80% del monto aportado).
- ⇒ No participa del riesgo de la S.G.R. sino de las operaciones que se generen con sus proveedores PyMEs.
- ⇒ Oportunidad de inversión ya que obtienen una ganancia por intereses sobre el capital invertido en el fondo de riesgo.
- ⇒ Mejora en el desempeño de PyMEs vinculadas.

Estas sociedades conceden garantías a las PyMEs miembro, a cambio del cobro de una pequeña prima, exigiendo contragarantías (s/art. 71 Ley 24.467 pueden ser hipotecas, prendas, cesiones de cobranzas, avales personales, otras) relacionadas con el monto del préstamo solicitado. Se constituyen con socios protectores, que aportan fondos al capital social y al fondo de riesgo de las SGR, y socios partícipes, que son los titulares de PYMEs. Los miembros protectores no pueden poseer más del 49% del capital social, y deben constituir el fondo de riesgo para hacer líquidas las garantías que otorgan a los socios partícipes, y afrontar las deudas no canceladas por un socio partícipe.

El fondo de riesgo, a su vez, tiene como objetivo hacer líquidas las garantías, y cancelar las deudas que un socio partícipe no haya pagado. En caso de incumplimiento de una PyME, ésta puede ser expulsada de la SGR. Al tratarse de garantías autoliquidables, no es necesario recurrir a la instancia judicial para obtener el cobro del crédito caído a través de la garantía de respaldo, como sucede con las garantías tradicionales. Este instrumento asegura así a los bancos una mejor calidad de sus carteras y el cobro de préstamos a PyMEs acotando el riesgo de licuación de la rentabilidad, pues los contratos de garantía son títulos ejecutivos por el monto de la obligación principal, sus intereses y gastos; y el deudor limita el encarecimiento de la financiación oportunamente otorgada. Como el socio protector evalúa el riesgo crediticio del socio aportante, esta figura favorece la reducción de los costos operativos de evaluación de riesgo de las entidades financieras, y al costo de financiamiento para las PyMEs.

Pero por otro lado, solicitar el aval de una SGR implica otros costos:

- a) comisión por estudio de proyecto y evaluación de la empresa,
- b) gastos administrativos derivados de la operatoria, neto de donaciones de los socios protectores.

Estos gastos administrativos comprenden gastos por estudio de los proyectos de la PyME y gastos en monitoreo del cumplimiento de las obligaciones del socio avalado (o sea, una comisión por aval). Por consiguiente, para la PYME asociada, el beneficio neto de solicitar el aval de una SGR es la diferencia entre el valor actual neto de la operación de préstamo avalada por la SGR y el valor actual neto de esa operación sin aval. La participación en una SGR será beneficiosa si esa diferencia es de signo positivo.

Las SGR pueden ser abiertas a cualquier socio o cerradas: regionales o sectoriales. Cuando son sociedades cerradas hay un conocimiento implícito entre los socios que es un valor agregado para el riesgo crediticio; el análisis de contragarantías es más flexible que el que hacen los bancos, aún en las sociedades abiertas en las que los socios no se conocen.

A favor de las SGR, podemos sostener que durante la crisis del año 2001, no dejaron de honrar las garantías otorgadas. Asimismo, invierten sus recursos en activos que siguen criterios de liquidez, solvencia, diversificación y transparencia, y la gestión de cobranza es más eficiente en costo y tiempo.

Para el Estado significa transparencia en la asignación de los recursos, posibilidad de que aumente el número y variedad de agentes económicos, interesar a potenciales socios protectores para que aporten recursos financieros y gerenciamiento profesionalizado, fomentar la creación de S.G.R. con participación de empresas y gobiernos provinciales como socios protectores para potenciar el crecimiento de las regiones, motivar a las PyMEs a involucrarse en estrategias asociativas, realizar el contralor de las garantías otorgadas, para incentivar su tratamiento preferencial por parte de las entidades financieras.

En resumen, la SGR se constituye en un instrumento esencial, ya que permite a las PyMEs la obtención de financiamiento en mejores condiciones financieras disminuyendo los costos tanto financieros como impositivos y contribuyendo al aumento del valor de la firma.

De esta forma, las pequeñas empresas reducen los costos financieros de sus proyectos de inversión y hasta pueden disponer de asistencia técnica para el armado y evaluación de los proyectos de inversión, asesorías de gestión, asistencia técnica para el ordenamiento de su proceso de trabajo, o colaboración profesional para el registro, la contabilidad y el control de sus operaciones. Desde el punto de vista de los socios aportantes y protectores, les permite la disminución de los costos impositivos vía exención impositiva a través de la oportunidad de inversión y sin presentar un aumento de riesgos. Las SGR's y los Fondos de Garantías, junto al Sistema Financiero y al Mercado de Capitales resultan una excelente alternativa para resolver el problema de acceso al financiamiento con mejores tasas, montos y plazos brindando seguridad y transparencia en todo el proceso, tanto para inversores como para las PyMEs y acceso a diferentes tipos de inversores para distintos niveles de riesgos. Se presentan distintas alternativas de financiamiento de acuerdo a las necesidades particulares de cada PyME y proactividad en el desarrollo de nuevos instrumentos.

En el año 2008, se registran 24 SGR autorizadas, 414 socios protectores, 10.220 PyME beneficiadas, con Fondos de Riesgo por \$ 650 millones y 24 mil garantías otorgadas por \$ 1.470 millones.¹²

3.4.4. EL MERCADO DE CAPITALS

Para analizar los instrumentos disponibles en el Mercado de Capitales vamos a partir de la premisa de que los instrumentos poco disponibles durante los períodos de crecimiento macroeconómico, no estarán disponibles durante los períodos de crisis.

Como operaciones de cobertura de los diferentes tipos de riesgo financiero, las PYME poseen una larga selección de instrumentos disponibles pero estos instrumentos se tornan más caros cuanto menor es la magnitud del negocio.

Con el fin de facilitar el acceso de las pequeñas y medianas empresas a la utilización de los diversos recursos que ofrece el mercado de capitales, se han dictado normas para agilizar y simplificar ese acceso y disminuir los costos implícitos en esas operatorias. En la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, a mediados del año 2002, se crea el Departamento PyME con el objetivo de insertarlas en el sistema bursatil e informarles sobre los instrumentos disponibles, los elementos y las características necesarias para ingresar al mismo.

¹² Datos publicados por la Secretaría PyME

Las pequeñas y medianas empresas pueden emitir acciones y obligaciones negociables bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización instituido por un Decreto del Poder Ejecutivo (en el caso de obligaciones negociables), normas complementarias de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y resoluciones de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), creado a efectos de que las citadas empresas accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos.

Las PyMEs son automáticamente autorizadas a hacer oferta pública de obligaciones negociables y acciones, previo registro ante la CNV y cumplimiento de los requisitos de información que exige dicho organismo. Para obtener la autorización de cotización, deben realizar los trámites respectivos ante la BCBA.

Se puede decir que la entrada al mercado de capitales por parte de las PyMEs es un “certificado de calidad financiero”, si se tiene en cuenta que una emisión de Obligación Negociable o Fideicomiso tiene la evaluación, por lo menos, de la Comisión Nacional de Valores y de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Si a estas evaluaciones sumamos, además, la “calificación de riesgo” que le da una Sociedad de Garantía Recíproca para otorgar un aval se puede decir que a la PyME emisora se le comienzan a abrir las puertas de distintas entidades financiadoras, nacionales o extranjeras. Los instrumentos del mercado de capitales se han convertido en una buena opción al alcance de las Pyme para satisfacer sus necesidades de financiamiento.

El auge de estos instrumentos de financiamiento estructurado obedece en gran medida a la necesidad de los prestamistas financieros de disminuir el riesgo de prestar a empresas en un contexto de insolvencia generado por las numerosas renegociaciones de deuda y la baja valuación de sus activos físicos. Por lo tanto, una manera de lograr este objetivo es prestar contra la garantía de activos con una liquidez mayor, es decir, flujos de fondos futuros, aislándolos del riesgo empresa.

Si bien cada esquema presenta diferencias marcadas en cuanto a su funcionamiento, en todos los casos existen interesantes ventajas frente a los mecanismos usuales de crédito bancario. Básicamente:

1. Un menor costo de financiamiento, específicamente en el caso de la titularización de activos en donde se financian activos “fuera de balance”, lo que evita la calificación del “riesgo empresa” (se califica el “riesgo activo cedido”)
2. Reducción del costo de intermediación, ya que negocian directamente oferentes y demandantes.
3. La flexibilidad del producto a las necesidades de la empresa y al contexto macroeconómico.
4. Aumenta la capacidad de financiamiento de la empresa, ya que al ser fuera de balance no afecta los ratios de deuda / patrimonio.
5. De alguna manera, mejora la imagen de la compañía, al mejorar la transparencia de la información proveniente de la misma, redundando en un mejoramiento de la calificación crediticia por parte de las instituciones financieras.

Las ventajas son numerosas, pero no cualquiera puede acceder a este tipo de financiamiento, ya que requiere asumir una posición de fuerte liderazgo y compromiso empresarial, lo que de algún modo será transmitido e interpretado por el sector financiero en general.

Principales alternativas de financiamiento en el mercado de capitales para las PyME:

- Obligaciones Negociables PyMEs
- Fideicomisos Financieros
- Negociación de Cheques de pago Diferido:
 - ⇒ Sistema Avalado
 - ⇒ Sistema patrocinado
- Apertura de Capital a la Oferta Pública

En cuanto a los costos, al momento de desarrollar el presente trabajo, todas las alternativas poseen menor costo con respecto a la financiación bancaria y con respecto a las empresas grandes.

3.4.3.1. OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Una Obligación Negociable (ON) es un título representativo de deuda que se utiliza como herramienta de financiamiento por las empresas, otorgando a su titular el derecho a cobrar intereses y capital, sin tener un derecho de propiedad sobre la sociedad que las emite, como en el caso de las acciones. Los Valores de Corto Plazo (VCP), sólo se diferencian de aquellas por el plazo de emisión, que en estos casos es menor.

La mayor ventaja de las **obligaciones negociables (ON)** es que se trata de un préstamo sin intervención de bancos ni entidades financieras. Las ON son valores de deuda emitidos por sociedades con respaldo en el patrimonio del emisor, salvo que se estipulen garantías especiales, o colaterales, incluyendo avales otorgados por Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), fideicomisos en garantía, u otros mecanismos acordados con el negocio subyacente.

Además, existe la posibilidad de conseguir plazos mayores a los que habitualmente se manejan en el circuito bancario y a tasas considerablemente menores.

Las Pyme pueden emitir ON bajo un régimen simplificado establecido por el Poder Ejecutivo Nacional, la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. En este caso, el monto máximo autorizado de una emisión es de \$5.000.000 en una o más series dentro de un plazo de dos años, pudiendo ser

adquiridas solo por inversores calificados, de acuerdo a la CNV. El emisor se obliga a realizar los pagos de servicios de interés y de amortización de capital y a cumplir con todas las condiciones estipuladas en el prospecto de emisión del instrumento.

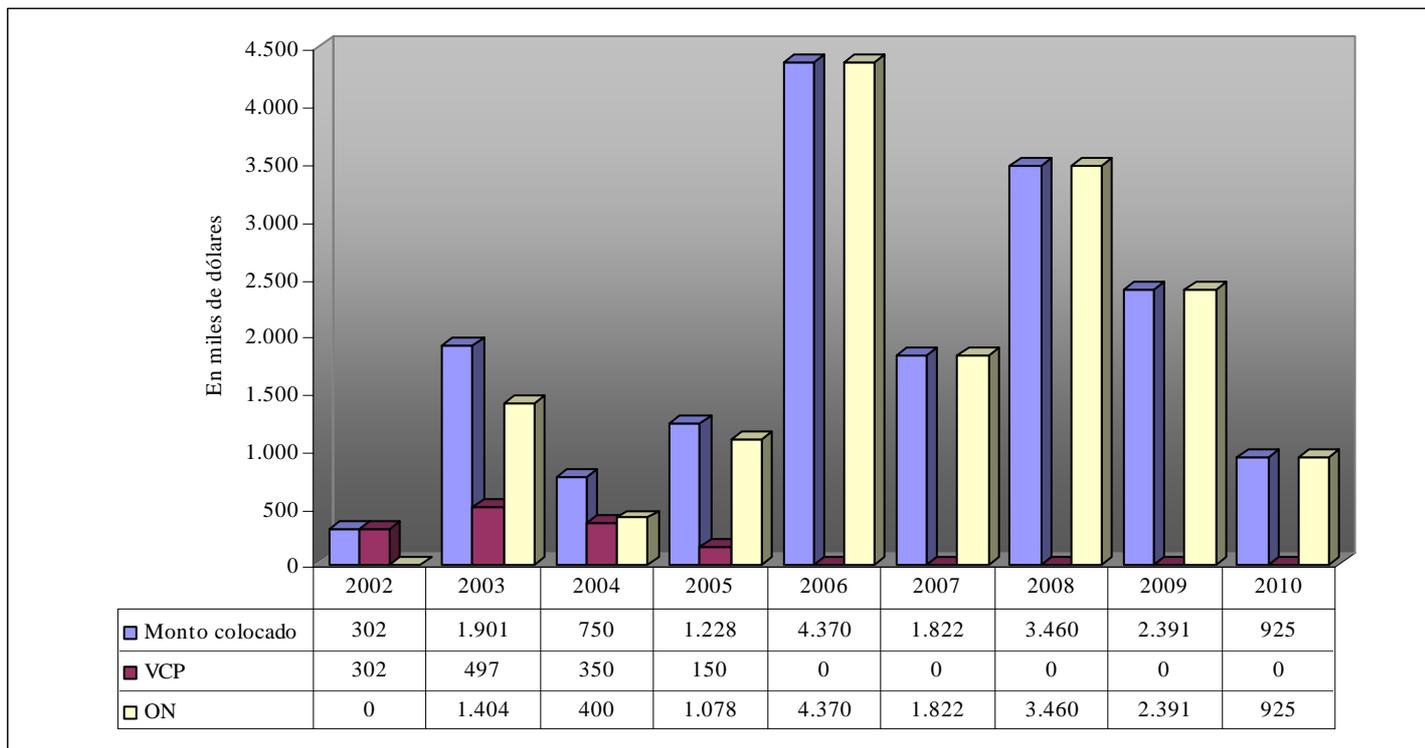
La emisión de ON PyME para el financiamiento de pequeñas y medianas empresas cuenta con una serie de **ventajas**:

- la presentación de información contable básica,
- una vez autorizada la cotización, menor costo financiero total respecto de otras alternativas disponibles,
- acceso a una gran cartera de inversores,
- la disponibilidad de un canal de financiación, incluso en momentos difíciles de la economía,
- un sistema de financiación transparente en el que se conoce claramente los componentes esenciales; por ejemplo, la tasa final de una emisión de deuda,
- la posibilidad de estructurar la emisión en función del flujo de fondos y demás necesidades de la empresa,
- el acceso a nuevos clientes, proveedores y otras fuentes de financiación, como los bancos, que trae como consecuencia la exposición que adquiere la empresa al cotizar en Bolsa.

El número de PYME que usan estos instrumentos sigue siendo marginal y en algunos países sólo pueden emitirlos PYME que se benefician de garantías bancarias. En el caso de la República Argentina, fueron veinte las PyMEs financiadas a través de la emisión de ON desde la creación del departamento PyME hasta mayo de 2010. Si bien las ON pueden estipular garantías especiales, o colaterales, incluyendo avales otorgados por Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), la emisión de ON demostró ser un instrumento orientado a las empresas grandes, más aún en los momentos de crisis cuando la aversión al riesgo hace que el público inversor se incline hacia alternativas consideradas más seguras.

En el gráfico XII, se observa que el financiamiento a través de este instrumento sigue siendo muy bajo. En un principio se utilizaba como medio de financiamiento a corto plazo y en los últimos años esta tendencia se revirtió ya que el 100 % se utilizó para financiar inversiones de capital, todas ellas garantizadas por Sociedades de Garantía Recíproca.

GRÁFICO XII
ON COLOCADAS DESDE CREACIÓN DEPARTAMENTO PYME



Fuente: Elaboración propia en base a datos suministrados por la BCBA

3.4.3.2. APERTURA DE CAPITAL

En la Bolsa, las PyMEs cuentan con un régimen simplificado de oferta pública y cotización, creado a efectos de que estas empresas accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos. De esta manera, pueden abrir su capital incorporando nuevos socios a través del aumento del capital social, con la emisión de nuevas acciones. Mediante su cotización en la Bolsa, estas acciones se colocan entre el público inversor.

Es importante aclarar que las acciones PyMEs sólo pueden ser adquiridas por inversores calificados, según lo regulan las normas de la CNV. Pueden emitir acciones pymes aquellas pequeñas y medianas empresas que califiquen dentro de la Disposición 147/2006 de la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (Sepyme) o de la Resolución General 506/2007 de la Comisión Nacional de Valores (CNV), y que a su vez cumplan con los requisitos del régimen acciones PyME de la BCBA. Dichos requisitos y demás reglamentación para la emisión y cotización de acciones de pequeñas y medianas empresas se encuentran en la Resolución de Consejo Nro. 2/2002.

Es de destacar que el Consejo de la BCBA resolvió en mayo de 2007, bonificar los aranceles que correspondan por derechos de estudio y de cotización de acciones emitidas por pequeñas y medianas empresas a través de Resoluciones de Consejo Nro. 2 y 4/2007.

Sin lugar a dudas, esta es la operatoria más conocida de las que se realizan en la Bolsa, pero el empresario PyME considera que solo está reservada a las grandes empresas. Desconoce que existe un régimen simplificado para que las empresas de estas características puedan recurrir al mercado de capitales cotizando en la Bolsa.

La supuesta complejidad de esta operatoria por ser considerada costosa por la existencia de costos fijos en la emisión de acciones y bonos tales como gastos jurídicos, honorarios profesionales, comisiones por "underwriting", información contable, calificaciones, etc.; y el temor a perder el manejo de la empresa ayuda a que esta interesante opción no sea ni siquiera evaluada por el empresario Pyme. Por ello, es importante remarcar que el procedimiento simplificado para que las acciones de una PyME coticen en bolsa, no es ni complejo ni excesivamente oneroso, y a través de una adecuada diagramación de la estructura societaria se garantiza que el control de la empresa continúe en las mismas manos.

La gran **ventaja** de esta operación, sumada al prestigio que adquirirá una PyME por el simple hecho de cotizar en bolsa, radica en:

- la posibilidad de capitalizar la empresa sin endeudarse, ya que quien adquiera sus acciones en el mercado de capitales no es un acreedor de la empresa sino un nuevo socio, cuya ganancia estará relacionada con el éxito de aquella.
- es conveniente para aquellas empresas que no desean asumir deuda y prefieren incorporar socios,
- permite a la PyME encarar negocios que sin la incorporación de socios-inversores no podría y
- aporta una valoración objetiva de la empresa y facilita la resolución de situaciones familiares.

Como principal **desventaja**, podemos sostener que las emisiones de reducido volumen tienden a ser poco atractivas para los inversores (en particular inversores institucionales) dado que gozan de escasa liquidez en los mercados de valores. Finalmente, la oferta pública de títulos requiere información que en muchos casos sólo empresas de cierta envergadura están en condiciones de poder procesar. Estas observaciones se han verificado en la experiencia argentina, ya que iniciativas tales como los regímenes especiales para la emisión de títulos de deuda (obligaciones negociables) y acciones han tenido muy escaso desarrollo.

Asimismo, en las crisis, momento en el que la aversión al riesgo aumenta, la experiencia demuestra que las inversiones en acciones tienden a disminuir al igual que las colocaciones a largo plazo.

Analizando los últimos 4 años (2007-2010), se observa que sólo se realizaron dos aperturas de capital PyME. Ambas en el año 2007, por un total de \$ 6,6 millones de pesos, no habiéndose registrado nuevas emisiones durante los años 2008, 2009 y 2010.

3.4.3.3. FIDEICOMISO FINANCIERO

El **fideicomiso** es una herramienta financiera mediante la cual las PyMEs, en forma individual o conjunta, pueden obtener fondos, separando determinados activos de su patrimonio, y cediéndolos a un administrador en propiedad fiduciaria, para que sean transformados en activos financieros líquidos para su negociación en el mercado bursátil.

Pueden securitizarse todo tipo de activos físicos. El procedimiento consiste en agrupar los activos actuales o futuros de acuerdo a determinadas condiciones de homogeneidad. Luego, este conjunto es transferido a una entidad independiente, usualmente un fideicomiso, a cambio del producido de la venta de los valores mobiliarios que esa misma entidad coloca.

La posesión de uno de estos valores otorga al titular del mismo un derecho de participación sobre esos activos. En caso de incumplimiento, el fiduciario, quien administra el fondo, debe liquidar los activos transferidos en garantía y repartir su resultado entre los inversores. Los originadores del fideicomiso financiero cumplen el objetivo de financiarse a un menor costo por la disminución de la tasa de interés pagada y la mejora en los plazos. Por su parte, los inversores buscan un instrumento con mayores rendimientos y menores riesgos frente a otras alternativas.

La cartera de activos apta para armar un fideicomiso debe cumplir como principal condición la uniformidad en las características básicas de estos activos. Los activos securitizados deben ser homogéneos, con una instrumentación adecuada, con un esquema de pagos preciso, flujo de fondos predecible en función de su comportamiento histórico y otras variables, atomización de la cartera, amortización total de los créditos a su vencimiento, alta liquidez, bajo porcentaje de morosidad e incobrabilidad de la cartera, disponibilidad de acciones judiciales ejecutivas que aseguren el rápido y poco costoso recupero de créditos fideicomitados.

Las partes intervinientes de los fideicomisos son:

- **Fiduciante:** Es el propietario del bien que se transmite en fideicomiso y es quien instruye al fiduciario acerca del encargo que deberá cumplir. Puede ser a la vez el beneficiario o el fideicomisario. Puede ser una persona física o jurídica. Se puede reservar el derecho de dirigir el fideicomiso en materia de inversiones en todos sus aspectos y el de vigilar los actos que lo requieran. El fiduciante puede exigir rendiciones de cuentas al fiduciario y accionar ante su incumplimiento, puede también exigir la transmisión de los bienes y designar fideicomisarios sustitutos.

- **Fiduciario:** Es quien asume la propiedad fiduciaria y la obligación de darle el destino previsto en el contrato, siendo un fideicomiso financiero, el fiduciario deberá ser una entidad financiera o una sociedad autorizada por la CNV para actuar como fiduciario financiero. En caso de incumplimiento de sus deberes, puede ser removido. Puede ser una persona física o jurídica. El fiduciario debe rendir cuentas a los beneficiarios y al fiduciante periódicamente y tiene derecho al reembolso de los gastos y retribución, a la separación del patrimonio y a la disposición de los bienes fideicomitidos según lo acordado en el contrato.
- **Beneficiario:** es el titular de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos. Es aquel en cuyo beneficio se administran los bienes fideicomitidos. Puede ser una persona física o jurídica. En el caso de no existir al tiempo del otorgamiento del contrato, se deben detallar los datos que permitan identificarlo en el futuro. Pueden ser varios. El derecho del beneficiario es transmisible. Tiene derecho a pedir al fiduciario rendición de cuentas y puede accionar contra el fiduciario por mal desempeño.
- **Fideicomisario:** Es quien se queda con la propiedad de los bienes fideicomitidos al vencimiento del fideicomiso. En la mayoría de los casos los fideicomisarios son los beneficiarios del fideicomiso. Tiene derechos y obligaciones semejantes a las del beneficiario.
- **Operador:** Administra la cartera y es el agente de cobro del producido de los activos. Provee al fiduciario, al fiduciante y al beneficiario de informes mensuales y anuales del estado de los activos y rendición periódica de cuentas acerca de los flujos percibidos y transferidos.

Los títulos de deuda garantizados por los bienes fideicomitidos pueden ser emitidos por el fiduciante, el fiduciario o un tercero. Cuando los títulos de deuda fueren emitidos por el fiduciario los bienes de éste no responderán por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos conforme lo dispuesto por el artículo 16 de la Ley N° 24.441.

Cuando los títulos de deuda fueran emitidos por el fiduciante o por un tercero, las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso podrán ser satisfechas, según lo establecido, con la garantía constituida con los bienes fideicomitidos, sin perjuicio de que el emisor se obligue a responder con su patrimonio o con los bienes fideicomitidos exclusivamente.

En un fideicomiso financiero se pueden emitir una o varias clases de títulos de deuda. Por lo general, cada clase tiene distinto grado de subordinación, por ende distintos grados de riesgo y de rendimiento. Estos títulos pueden ser a tasa fija o a tasa variable de acuerdo con la decisión del inversor. La subordinación de clases permite llegar a distintos tipos de inversores y les permite a los mismos armar carteras con distintos tipos de riesgo y rendimiento. La clase *senior* es la que cobra primero y tiene menor rendimiento ya que el riesgo es acotado. El pago del capital y el interés de las clases subordinadas dependen del cobro de la clase anterior. Las clases subordinadas

tienen un mayor rendimiento a medida que aumenta el grado de subordinación, que compensa el riesgo.

Los tenedores de certificados de participación fiduciarios tienen derecho a los rendimientos, a una cuota de propiedad y a los rendimientos o a una cuota del importe de la venta. Estos certificados no atribuyen un derecho de condominio sobre los bienes y rentas del fideicomiso, sino derechos personales o creditorios para exigir una cuota de condominio o su valor. Los certificados de participación deben ser emitidos por el fiduciario. El inversor de los certificados de participación toma los riesgos del proyecto y obtiene un beneficio de sus rendimientos. Por lo general, estos certificados pagan amortización de capital y luego un porcentaje de las utilidades del proyecto.

En un proceso de securitización, introducir garantías adicionales o mejorar las existentes permite disminuir el riesgo de la emisión y por lo tanto su costo financiero. La mejora de la calidad de la cartera de activos permite cubrir la posible insuficiencia de ingreso de fondos de los activos securitizados y por ende un incumplimiento de pagos. El incremento en las garantías se puede dar internamente por parte del emisor o a través de participantes externos. Como mejora interna, podemos mencionar a la “Sobrecolateralización” en el que el monto de garantías es mayor al valor de los títulos emitidos; “Subordinación de la emisión” se emiten distinta clase de títulos con distinto nivel de riesgo y rendimiento; “Exceso de flujo de caja” el flujo de fondos estimado de los activos securitizados es superior al interés que pagan los títulos, el excedente constituye un fondo de garantía.

Con respecto a las mejoras externas de la calidad de crédito se da a través de cartas de crédito, pólizas de seguro o avales de terceros como sociedades de garantía recíproca. Un fideicomiso también se puede garantizar con un fideicomiso de garantía que se constituya dentro del primero.

Como desventaja podemos sostener que en la práctica, es una alternativa no muy accesible económicamente que utilizan las PyMEs agrupadas, ya que se hacen desde un mínimo de cinco millones de pesos.

Las principales ventajas son:

- El hecho de que los bienes fideicomitados queden separados del riesgo comercial de la empresa, hace que ésta pueda acceder a mejores calificaciones de riesgo y emitir títulos valores garantizando su pago con el flujo de fondos generado por esos activos específicos.
- Reduce el costo de endeudamiento debido a que disminuye el riesgo total al aislar el riesgo del emisor, mejorando la calificación de riesgo y las garantías. Además los costos para grupos de empresas son menores a los de una emisión individual.
- Otorga liquidez a los activos que no eran líquidos ni negociables. Convertir activos inmovilizados, entre los que pueden encontrarse créditos a cobrar entre muchos otros, en capital disponible, no sólo es beneficioso en sí mismo, sino que mejora la estructura financiera de la empresa y permite el acceso a nuevas

alternativas de financiación con mayor facilidad y seguramente a tasas menores que las que hubiera conseguido por los canales habituales.

- Mejora los plazos de endeudamiento ya que permite contar con un plazo de financiamiento mayor al de los activos que lo respaldan.
- Elimina el descalce financiero en plazos y tasas: ya que los plazos de pago de los títulos se pueden ajustar a los vencimientos de los activos securitizados.
- La securitización permanece fuera del balance del emisor, así éste puede continuar obteniendo financiamiento sin mostrar un alto nivel de apalancamiento eliminando las restricciones de endeudamiento que se aplican sobre los balances de la empresa.
- La evaluación crediticia se realiza sobre el negocio y no sobre la empresa. De esta manera, aún teniendo dificultades, una empresa con buenos negocios proyectados puede ingresar al sistema.
- Como los bienes fideicomitidos quedan exentos de la acción de acreedores, el inversor no se perjudica ante eventuales inconvenientes.
- Elimina la intermediación bancaria.
- Brinda acceso a capitales extranjeros a un costo inferior al riesgo país.

Se presenta como alternativa válida a utilizar durante las crisis, debido al tratamiento del riesgo y los plazos ajustables a los vencimientos de los activos securitizados, tan importantes en los momentos analizados donde los plazos de cobro muchas veces se alargan, permitiendo de esta manera un mejor manejo de los recursos financieros.

Desde la creación del Departamento PyME en la Bolsa de Comercio en el año 2002, se han financiado más de 6.000 empresas PyME asociadas. Del total colocado, más del 90 % fue garantizado por Sociedades de Garantía Recíproca. Si bien se observa una disminución en el monto colocado en el año 2009 como resultado de la crisis, el mismo sigue siendo significativo, de acuerdo al cuadro siguiente:

CUADRO II
Fideicomisos Financieros – Montos colocados desde la creación del
Departamento PyME por Sector

Fecha Colocación	Dólares		Total
	Agropecuarios	Comercial	
Año 2002	1.350.000	0	1.350.000
Año 2003	7.697.500	1.604.397	9.301.897
Año 2004	30.064.893	6.351.951	36.416.844
Año 2005	46.734.836	23.696.404	70.431.240
Año 2006	74.232.220	31.159.322	105.391.542
Año 2007	110.593.064	70.511.708	181.104.772
Año 2008	84.637.678	80.895.928	165.533.606

Año 2009	72.441.108	23.112.249	95.553.357
Año 2010	13.286.000	9.000.817	22.286.817
Total	441.037.300	246.332.775	687.370.075
% sobre el total colocado	64%	36%	100%

Fuente: Elaboración Propia en base a datos suministrados por el Departamento PyME de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

3.4.3.4. CHEQUES DE PAGO DIFERIDO

La negociación de cheques de pago diferido es una alternativa sencilla para financiar capital de trabajo. La experiencia demuestra que se trata de un instrumento muy útil para la aproximación de las PyMEs a la Bolsa. Usualmente los bancos y otras entidades financieras han ofrecido servicios de factoring a las empresas, por el cual los flujos de cobro de clientes son adelantados a la empresa a cambio de un fee.

En sentido estricto, el cheque de pago diferido es una orden de pago librada a una 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.

Existen dos tipos de sistemas de Cheque de Pago diferido: el avalado y el patrocinado.

En el sistema avalado, el mercado de capitales local permite a las PyME operar con descuento de valores, entregándolos por ejemplo a una SGR que los colocará en la bolsa a una tasa de descuento menor a la usualmente requerida en los servicios de factoring tradicionales. El sistema avalado es exclusivo para PyME o personas físicas.

Para negociar cheques de sus clientes o propios, las PyMEs deben incorporarse como socio partícipe a una SGR autorizada a cotizar cheques en la BCBA, ya que la SGR puede negociar cheques que tengan como beneficiarios a sus socios pymes, y así poder garantizar el pago mediante un aval.

Como principales ventajas podemos mencionar que los cheques de pago diferido avalados constituyen una nueva alternativa de financiación que permite:

- negociar cheques propios y recibir cheques endosables,
- acceder a tasas similares a las obtenidas por grandes empresas por contar con el aval de una SGR,
- mantener al librador y a la pyme beneficiada en el anonimato, ya que la que cotiza en Bolsa es la SGR,

- equiparar tasa y comisión con todos los clientes de la pyme y
- acercar a la empresa al mercado de capitales.

CUADRO III – EJEMPLO DE REDUCCION COSTO POR FINANCIAMIENTO CON CHEQUE AVALADO

La reducción de Costo Financiero para la PyME Cheque Avalado

Monto del Cheque		\$ 100.000
Fecha de operación		10/04/2009
Fecha de Vencimiento del cheque		10/05/2009
Días al vencimiento		30
<hr/>		
Descuento	13%	\$ 1.057,20
Percepción IVA	21%	\$ 222,01
Aval SGR, en TNA	3,0%	\$ 246,58
Derecho de Cotización	0,12%	\$ 29,26
Arancel Sociedad de Bolsa	1,20%	\$ 98,63
Costo Caja de Valores (variable)	0,03%	\$ 80,00
IVA	21%	\$ 20,71
Total Costos		\$ 1.754,39
<hr/>		
Monto Final		\$ 98.246
Monto Final (excluyendo el IVA)		\$ 98.488
<hr/>		
Descuento final (sin IVA), con aval de SGR		20,03%
Descuento final (sin IVA), sin aval de SGR		49,58%

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de información de CPCECABA

En el sistema patrocinado, las PyME pueden diferir sus pagos a los proveedores hasta 365 días, y éstos pueden descontarlos a tasas sustancialmente menores que las tradicionalmente cobradas por los mecanismos usuales de crédito. Pueden solicitar a la BCBA la autorización de cotización de cheques de pago diferido propios (llamados cheques patrocinados) entidades PyMEs y grandes, que correspondan a alguna de las siguientes clasificaciones: sociedades comerciales legalmente constituidas, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales o fundaciones. Una vez que la empresa está autorizada a cotizar cheques de pago diferido, los envía a la Caja de Valores S.A., donde debe presentarse el beneficiario de los documentos (proveedor) a fin de endosarlos a favor de ésta (según lo dispone el decreto 386/2003), para su posterior negociación en el mercado. Un agente o sociedad de bolsa depositará los fondos resultantes de la negociación realizada por oferta pública, en una cuenta comitente a nombre del beneficiario para su disposición. La operatoria concluye con el vencimiento del plazo del cheque, momento en que el emisor debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en

descubierto, y así cumplir con el pago del documento que tendrá como beneficiario al inversor.

Como principales ventajas podemos mencionar que los cheques de pago diferido patrocinados son una excelente herramienta de financiación de capital de trabajo y permiten:

- generar mejores condiciones y plazos de pago, liberando así otras líneas de crédito;
- ofrecer a los beneficiarios liquidar los documentos al menor costo y con la mayor agilidad;
- brindar asistencia a pymes proveedoras, ayudando así a promover la empresa y fidelizar proveedores;
- acceder al prestigio y reconocimiento de cotizar en Bolsa;
- los beneficiarios de los cheques (proveedores de bienes y/o servicios) pueden hacerlos líquidos en el mercado sin que recaiga ningún tipo de calificación sobre ellos.

Durante las crisis, los cheques de pago diferido avalados pueden constituirse en un instrumento viable de financiamiento, debido a que son avalados por una SGR, quien cotiza en la bolsa y mantiene a la PyME y sus riesgos en el anonimato.

En cuanto a la tratativa fiscal de los valores negociables con oferta pública, existe un tratamiento preferencial. En líneas muy generales, los pagos de intereses y ganancias de capital sobre los títulos están exentos del impuesto a las ganancias y del IVA. Por encima de \$200.000, deberán pagar el impuesto a la ganancia mínima presunta. Podemos afirmar, que el fisco incentiva de alguna manera el financiamiento a través de este tipo de instrumentos.

Los cheques de pago diferido han demostrado ser un eficiente instrumento de financiamiento de capital de trabajo. Desde el tercer trimestre del año 2005 hasta julio de 2010, se han negociado 123.672 cheques por un total de \$ 3.301 millones de pesos, correspondiendo un promedio trimestral de \$ 157,2 millones.

Como conclusión de este capítulo, se puede sostener que las mejores alternativas que se adaptan a las PyMEs en los momentos de crisis se encuentran en el Mercado de Capitales, principalmente en aquellas en las que intervienen Sociedades de Garantía Recíproca avalando las operaciones y consecuentemente disminuyendo los costos a niveles de tasas similares a las grandes empresas, por plazos más largos, y constituyendo a los mencionados instrumentos como alternativas más líquidas. Los Cheques de Pago Diferido Avalados y los Fideicomisos Financieros son los instrumentos más indicados para financiar el capital de trabajo. Al no incorporar nuevos socios, los empresarios PyME evitan compartir el control de la empresa, generalmente no deseado, y si bien son costosos, poseen un menor costo que las alternativas que ofrece el sistema bancario y son más accesibles en términos de garantías y requisitos. Las Obligaciones Negociables por otro lado, demostraron estar

dirigidas a las empresas grandes y disminuir su participación en el total del financiamiento de pequeñas, medianas como grandes empresas, durante las crisis económicas.

3.5 EXPERIENCIA DE FINANCIAMIENTO A LAS PYMES DURANTE LA CRISIS DE LOS AÑOS 2001-2002

El presente capítulo tiene como objetivo, la comprobación de las distintas conclusiones a las que arribamos a lo largo del presente trabajo. Se analizan los desequilibrios financieros en el país exponiéndose resumidamente una descripción general de la evolución de la crisis económica-financiera que afectó a la Argentina en los últimos años, poniendo énfasis en la severa profundización observada durante 2001. Posteriormente, se observa la evolución del crédito en el segmento de deuda de las PyME entre 2001 a 2004 con el fin de apreciar el impacto de las crisis cambiaria y bancaria de finales de 2001 en el mismo. Finalmente, se realiza un breve análisis de los instrumentos financieros disponibles en el mercado de capitales durante las crisis de los años 2000-2001 y 2008-2009.

3.5.1 DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA CRISIS

En términos generales se puede decir que, en gran parte de la segunda mitad de la década de los noventa, en especial desde 1997, la evolución de la economía Argentina estuvo signada por la ocurrencia de una serie de severos shocks adversos en el plano internacional (se pueden mencionar la disminución del precio internacional de los principales bienes de exportación, el aumento de la tasa de interés de referencia de EEUU, las crisis financieras en varias economías emergentes, la consecuente disminución del apetito por riesgo emergente y las apreciaciones de las monedas de importantes socios comerciales principalmente el Dólar y el Real) y la ejecución de una combinación de políticas monetaria-cambiaria y fiscal a nivel doméstico que resultó insuficiente para lidiar con el cambio del contexto externo.

La permanencia de esta situación desembocó en un contexto de mayor vulnerabilidad externa, minando la capacidad de crecimiento económico. Una vez consolidado un entorno económico negativo, configurado básicamente por el continuo descenso del nivel de actividad económica y la consecuente tendencia desfavorable para el resultado de las cuentas fiscales, no se pudieron encontrar respuestas, en términos de acciones y políticas de gobierno, tendientes a revertir semejante situación adversa. Este marco resultó particularmente agravado por la conformación de una situación de creciente inestabilidad política, como se observó desde el 2000, derivando sus consecuencias al plano económico-financiero al profundizar el contexto general de incertidumbre en el cual debían tomar decisiones los distintos agentes económicos. Esta incertidumbre se vio acrecentada por la inclusión en el debate público de la discusión sobre la capacidad del régimen monetario-cambiario vigente para facilitar el restablecimiento de cierto equilibrio macroeconómico.

Con respecto al desarrollo de la crisis en el sistema financiero durante 2001, se sostiene que no obstante la probable existencia de múltiples factores que interactuaron, entre los que se puede mencionar la prolongada recesión con su efecto en

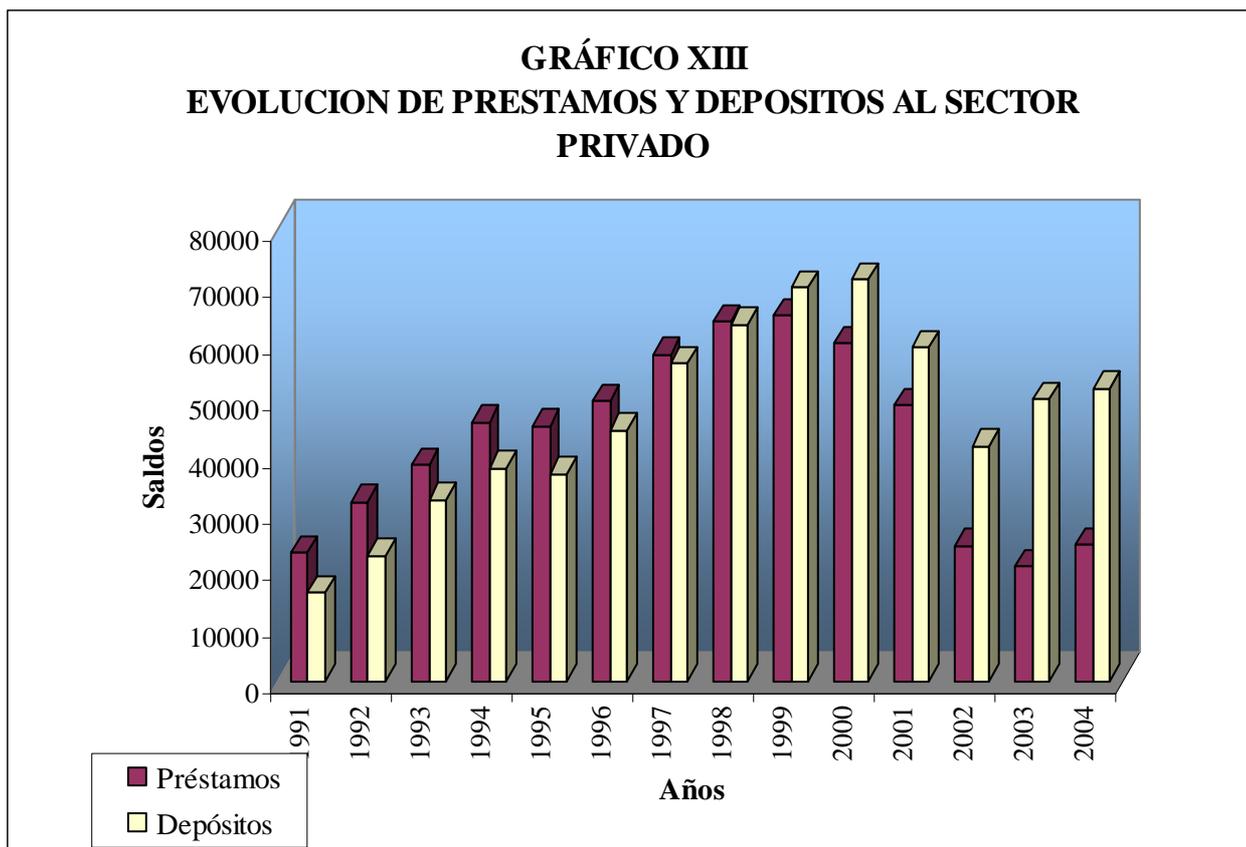
el empeoramiento de la calidad de la cartera privada, existieron dos factores que desempeñaron un papel crucial en la evolución de la percepción de deterioro en el grado de solvencia del sector.

En primer lugar, se debe remarcar la compleja situación que a nivel macroeconómico significaba la conjugación de una recesión y una avanzada dolarización financiera, dada la falta de un prestamista de última instancia en moneda extranjera sin restricciones. El descalce de monedas observado en las entidades financieras implicaba un alto riesgo, en la circunstancia de fuertes expectativas de colapso del régimen de convertibilidad.

El segundo factor, fue la apreciación general de una inminente incapacidad del sector público consolidado para afrontar los servicios de su deuda, en un contexto donde la banca tenía una importante exposición a la misma. A principios de 2001, un estado de desconfianza generalizada dio lugar a bruscas modificaciones en las políticas de tenencia de activos domésticos por parte de los ahorristas. Es así que comienza a observarse una fuerte disminución del valor de mercado de los instrumentos de deuda pública y una reducción en el saldo de los depósitos. Este último fenómeno, se tradujo en un quiebre en la tendencia que había observado el sector bancario, desembocando en un claro proceso de desintermediación. Como consecuencia de la masiva y creciente salida de fondos, que generaba severas restricciones a la liquidez del sistema, el gobierno nacional decidió en diciembre de 2001 imponer una serie de restricciones al retiro de efectivo de las cuentas de depósitos del sistema bancario (corralito). Estas medidas, si bien debilitaron el sistema de pagos, desaceleraron el ritmo de salida de depósitos en ese mes evitando el quiebre del sistema financiero, dada la diferencia intrínseca de plazos de maduración entre activos y pasivos bancarios.

3.5.2 EL SISTEMA BANCARIO

En el siguiente gráfico, se puede apreciar la evolución de Préstamos, depósitos y saldo financiero (préstamos-depósitos) del sector privado, en millones de pesos, a valores constantes de enero de 2001 del período 1991-2004, realizado en base a datos publicados por el BCRA. Cuando los préstamos otorgados por el sistema bancario a los residentes privados (individuos y empresas) superan los depósitos bancarios que los mismos residentes efectúan en el sistema financiero, diremos que el sector privado de Argentina está recibiendo un financiamiento neto del sistema bancario local. Viceversa, cuando los depósitos superan a los préstamos, diremos que se trata de un desfinanciamiento bancario neto del sector privado.



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos publicados por el BCRA

Como puede observarse, a nivel agregado el sector privado tiene un saldo financiero positivo con el sector bancario en el período anterior a la crisis. Sin embargo, a partir de 1999, se observa un completo cambio de tendencia: el sistema financiero local deja de proveer financiamiento neto al sector privado argentino y por otra parte el desfinanciamiento neto de este último alcanza valores sin precedentes. Este cambio de tendencia obedece fundamentalmente a dos factores.

Primero, los depósitos del sector privado superan a los préstamos al mismo sector, por lo tanto se concluye que una de las razones de ello, es que parte de los depósitos del sector privado fueron utilizados para financiar las crecientes necesidades de financiamiento del sector público desde 1999, que debido al aumento del riesgo país, debió tomar más crédito en el mercado local.

Segundo, el cambio de tendencia en la relación financiera entre el país y el resto del mundo, que va desde fuerte ingreso de capital a inicios de los '90 hasta la abrupta salida neta de capital del país desde fines de 2001. Por lo tanto una periodización posible contempla tres momentos: relativa abundancia de capital externo entre 1991 y 1995, una menor disponibilidad del mismo después del efecto tequila hasta 1999, y la etapa de recesión - crisis y recuperación entre los años 2000 y 2004.

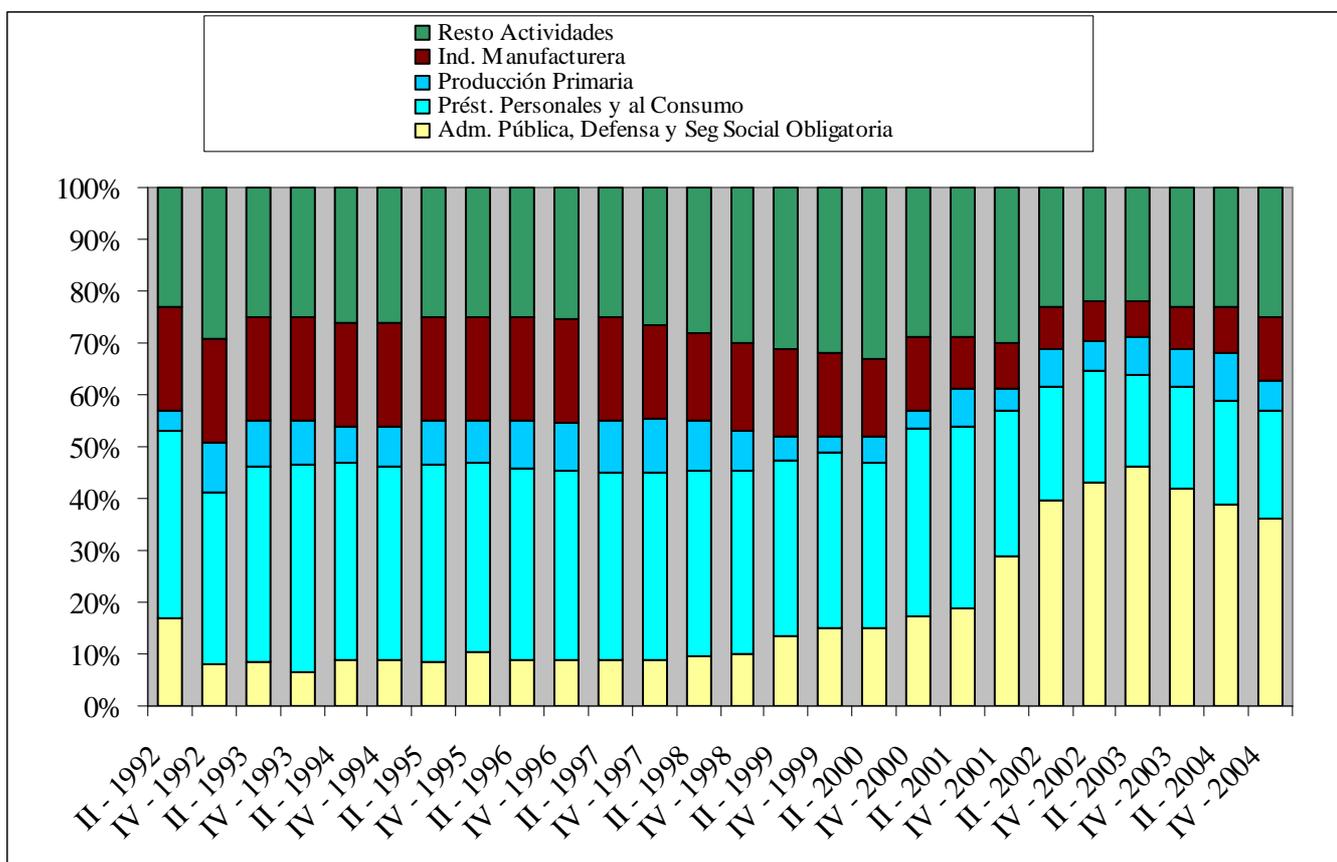
Para finalizar el análisis sobre la evolución de los depósitos, resulta indispensable dedicar un espacio al análisis de las principales fuentes de fondos

utilizadas por las entidades para hacer frente al proceso de desintermediación observado en los primeros 7 meses de 2002.

En este sentido, uno de los dilemas más urgentes a resolver durante la crisis local fue el financiamiento de la salida de los depósitos del sector privado no financiero. La cancelación de préstamos al sector privado resultó la principal fuente de fondos, con una contribución cercana al 66% de las necesidades de liquidez generadas por el retiro de las imposiciones. La caída en los saldos de las líneas al sector privado fue sistemática en el periodo observado. Por otra parte, la notoria crisis económico-financiera caracterizada no sólo por la importante magnitud de la salida de depósitos sino también por la alta velocidad a la que ésta se materializó, provocó una insuficiencia de liquidez en los bancos que, en términos anuales, se tradujo en el otorgamiento de asistencia por parte del BCRA por el 34% de los requerimientos de liquidez derivados de la extracción masiva de depósitos privados. Asimismo, las instituciones bancarias utilizaron sus saldos de reservas en cuenta corriente en el BCRA en la primera etapa del año, los cuales se recuperaron hacia mediados de 2002, resultando en una aplicación de fondos en el acumulado anual.

La participación del sector público en el financiamiento total, también se puede apreciar en el siguiente gráfico:

GRAFICO XIV
Evolución del destino de los fondos del financiamiento en el período 1992-2004



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Observatorio PyME- Università di Bologna

El gráfico muestra la evolución de la participación de cada sector en los préstamos otorgados por el sistema bancario entre 1992 y 2004. Puede apreciarse la importante caída de la industria, que parte de un 20% del total a principios de 1992 a un 7% a principios 2003, para recuperarse hacia el final de 2004 llegando a 12,4%. A medida que el financiamiento al sector público crecía, la participación de la actividad industrial decaía en términos absolutos y relativos especialmente a partir de principios de 1999, con el comienzo de la crisis. Como se observa en el gráfico, el efecto desplazamiento o “crowding out” del sector público alcanza su máxima expresión durante el segundo trimestre de 2004.

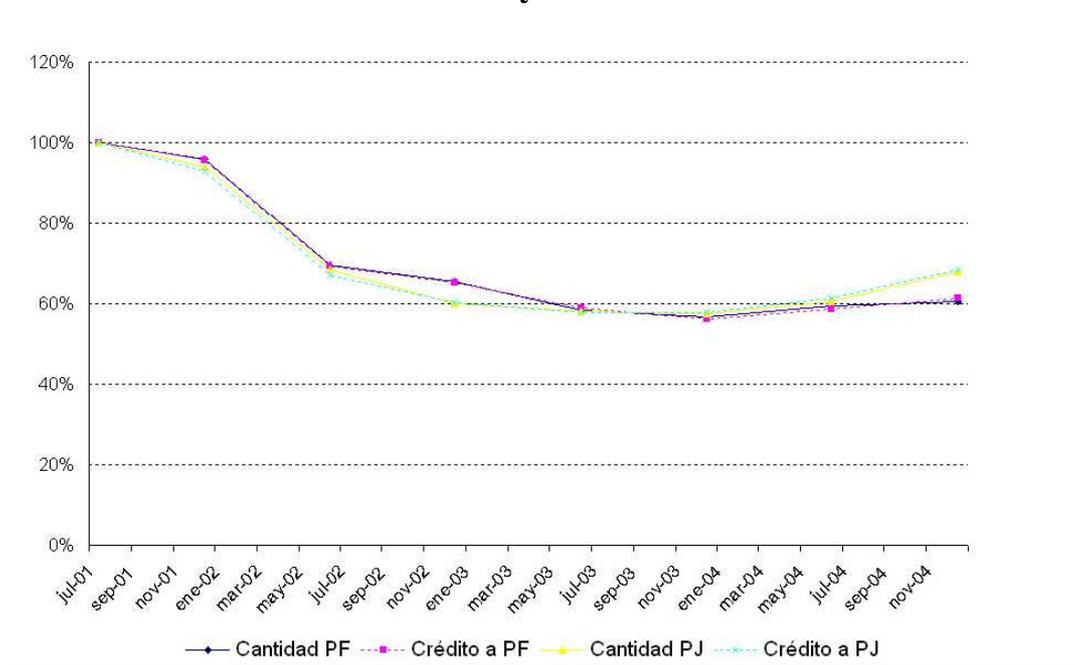
Considerando específicamente a las PyMEs, vamos a analizar el caso de las empresas industriales con entre 10 y 200 ocupados. Llamamos “segmento PyME” al tramo de deuda entre \$50.000 y \$2.500.000, es decir, el segmento crediticio donde las PyME consiguen la mayor parte de su financiamiento desde el sistema financiero, de acuerdo a la central de deudores del sistema financiero perteneciente al BCRA. Dicho segmento incluye tanto personas físicas como jurídicas. Si bien una buena parte de los créditos a personas físicas se dirige en realidad a emprendimientos productivos, se desconoce en qué proporción. De acuerdo a estudios del BCRA ¹³, se intenta obtener una aproximación mediante encuestas a bancos las cuales arrojaron que cerca de un 30% de los créditos a personas físicas se utilizan para financiar empresas.

En el gráfico XV, se puede apreciar que ambos sectores, personas físicas (PF) y personas jurídicas (PJ), poseen similar comportamiento.

Entre 2001 y 2004 se observa una contracción del crédito al sector PyME tanto en la cantidad de entidades que reciben crédito como en los montos adeudados. Dicha contracción se acentúa durante el peor momento de la crisis económica analizada, en el primer semestre de 2002. Con todo, la caída prosigue hasta el primer semestre de 2004, momento en el que empieza a observarse un repunte. Sin embargo, teniendo en cuenta que en el período bajo análisis la inflación estaba en niveles muy altos, el gráfico anterior expresado en términos nominales estaría subestimando el impacto de la crisis en el crédito al segmento que nos ocupa.

¹³ Escudé, G., Burdisso, T., Catena, M., D’Amato, L., McCandless, G., y Murphy, T., (2001) “Las MIPyME y el mercado de crédito en la Argentina”, *Documento de trabajo* N° 15, BCRA – Gerencia de Investigaciones Económico-Financieras.

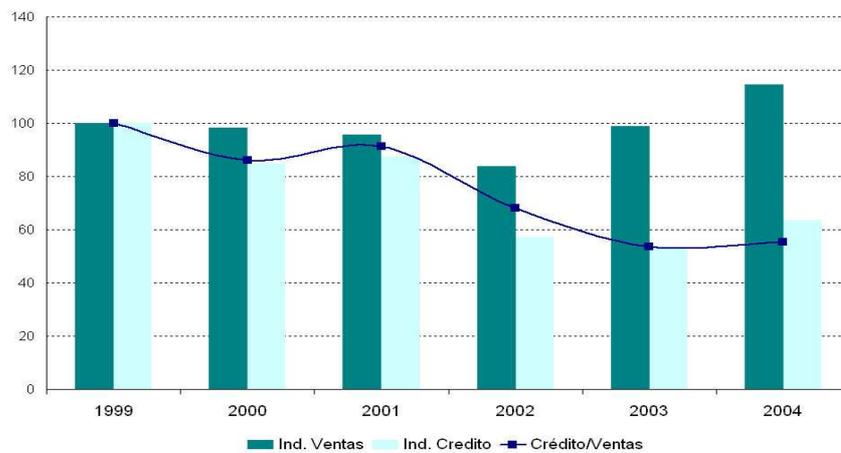
GRÁFICO XV
Evolución del crédito a personas físicas y jurídicas dentro del segmento PyME



Fuente: Observatorio PyME – Universidad di Bologna

Una aproximación más real de este impacto, estaría reflejado en el siguiente gráfico:

GRÁFICO XVI
La evolución del ratio entre el índice de ventas de las PyMEs y el índice de crédito al segmento PyME.

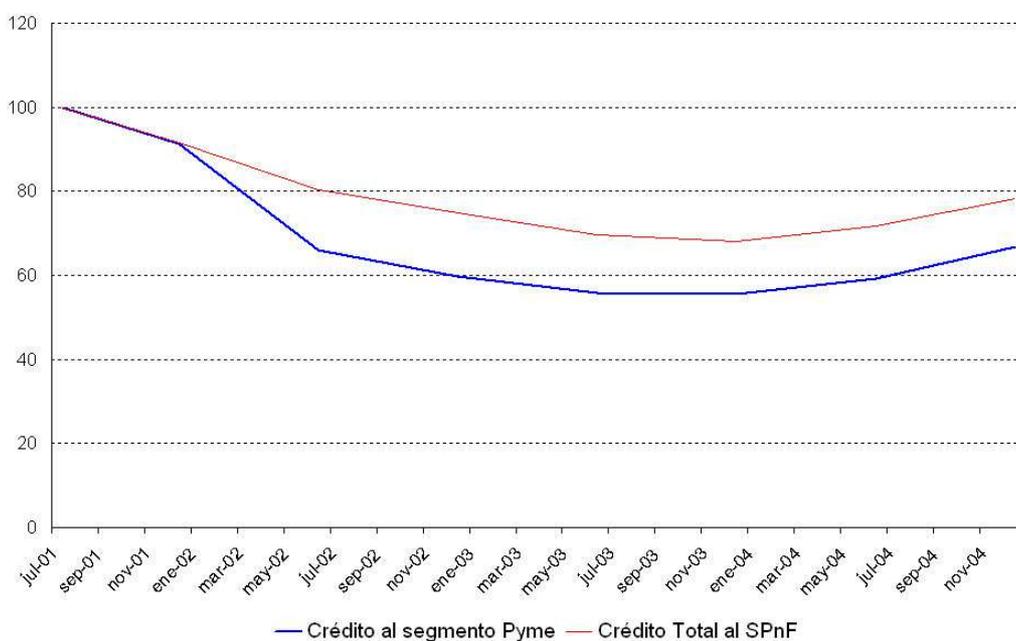


Fuente: Observatorio PyME

Tanto las ventas como el crédito caen hasta fines de 2002 recuperándose levemente durante 2003 y 2004. Por ello, aún cuando los últimos semestres marcan el retorno paulatino y tímido del crédito al segmento PyME, dicho financiamiento es aún escaso en relación con el volumen de ventas.

En cuanto a las causas de la caída del crédito a las PyME, podemos mencionar como efecto predominante a una importante contracción al sector privado no financiero durante la corrida bancaria/cambiaria. La segunda causa o factor es el efecto desplazamiento de las compañías grandes sobre las pequeñas, confirmándose lo sostenido en capítulos anteriores, con respecto a las causas de restricciones y a las asimetrías de información. Ambas causas pueden apreciarse en el siguiente gráfico:

GRÁFICO XVII
Crédito al Sector Privado no Financiero y al Segmento PyME



Fuente: Observatorio PyME – Universidad de Bologna

Se puede apreciar que si bien ambos segmentos/sectores poseen el mismo comportamiento, la caída del crédito al sector PyME fue mayor, sobretudo al inicio de la crisis. Con ello se deduce el efecto desplazamiento de las empresas grandes privadas sobre el segmento PyME. Asimismo, se observa que la reducción del crédito al sector privado se prolonga más tiempo. La mayor parte del efecto desplazamiento de las firmas pequeñas por grandes puede ubicarse en el primer semestre de 2002, como se aprecia en el gráfico anterior, mientras que el resto de la caída del crédito al segmento PyME obedece más bien a la reducción del crédito al sector privado financiero en su conjunto.

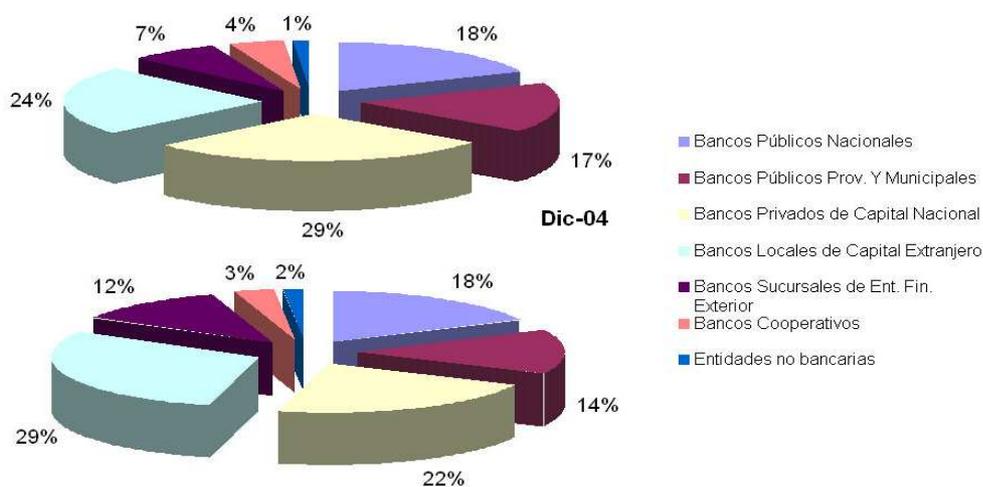
Con respecto al efecto desplazamiento, se tienen dos explicaciones no excluyentes. Una de ellas es que en el momento más crítico de la crisis los bancos redirigieron el crédito a las empresas más grandes, bien sea para reducir el riesgo en sus carteras o para conservar clientes importantes, o por otros vínculos que puedan tener

con estas empresas, como suele ocurrir habitualmente durante las crisis y como sostuve anteriormente en el capítulo 3 del presente trabajo.

La segunda explicación radica en las diferencias en los ajustes efectuados a los créditos bancarios después de su pesificación en 2002, en el marco de las leyes 25.561 (“ley de emergencia pública y reforma del régimen cambiario”), 25.713 y 25.796, junto a otros 8 decretos del PEN y 9 comunicaciones del BCRA. Las PyME obtuvieron un tratamiento preferencial con respecto a las empresas grandes. Por consiguiente, es probable que estén operando ambos factores.

En cuanto a las fuentes de financiamiento, el crédito proveniente del sistema financiero al segmento PyME es atendido en más de un 98% por el sector bancario. Posiblemente debido al bajo desarrollo del Mercado de Capitales que existía en ese momento ya que para ese entonces, todavía no existían los tratamientos preferenciales de las PyMEs dentro del mercado mencionado. Dicha proporción del 98 % es similar al del total de la economía donde sólo el 2% de los saldos financieros pertenecen a entidades financieras no bancarias. Resulta interesante agrupar a los bancos de acuerdo al tipo de entidad con el fin de evaluar si existe alguna diferencia en su comportamiento y comprobar las conclusiones a las que se arribaron en el capítulo 4.1.

GRÁFICO XVIII
Fuentes de crédito al segmento PyME, Dic. 2001 y Dic. 2004



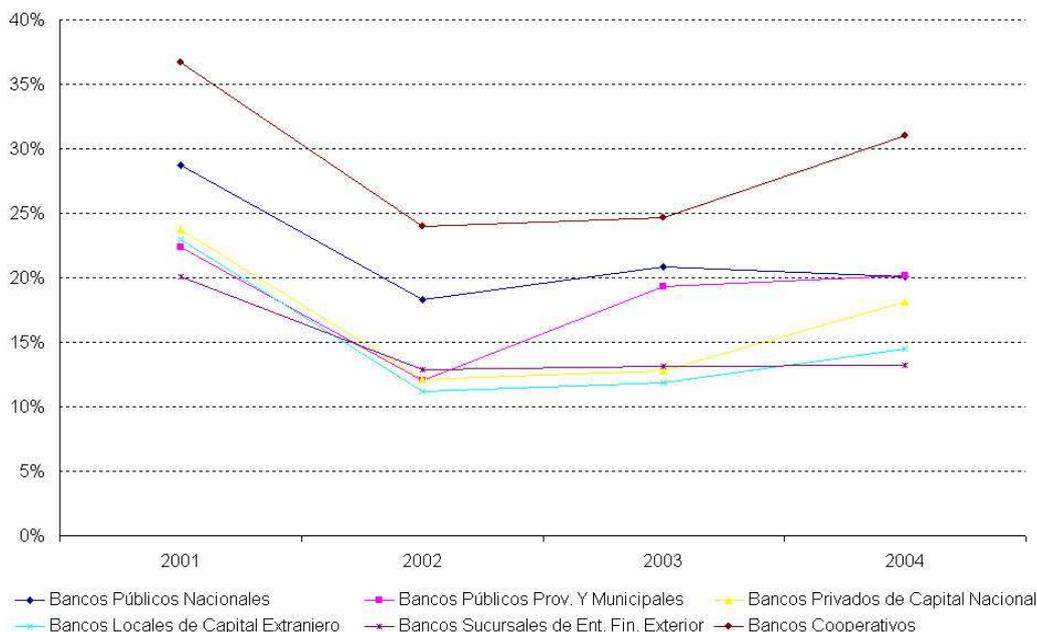
Fuente: Observatorio PyME- Universitá di Bologna

Comparando dos momentos, el año 2001, previo a la devaluación y default, y el año 2004, vemos que a pesar de la disminución del crédito en términos absolutos, mientras que los bancos sucursales de entidades financieras del exterior disminuyeron su participación en el financiamiento PyMEs, se observa un aumento de la participación de los bancos públicos provinciales y municipales y de los bancos privados de capital nacional. Ello se debe al aumento del riesgo país, a la retirada de varios bancos extranjeros, su venta a grupos de capital nacional y cierta pérdida de confianza por parte del público hacia ellos.

Por otra parte, también resulta interesante examinar la evolución de la participación de estos grupos de bancos dentro del segmento PyME como porcentaje de su cartera total. La proporción de cartera que cada grupo destina al segmento PyME varía sensiblemente con el tipo de banco, tal como podemos apreciar en el siguiente gráfico XIX.

En todos los casos la proporción de cartera destinada al segmento PyME disminuye en 2002, aunque lo hace menos en los bancos cooperativos y públicos nacionales. El saldo de préstamos totales al segmento experimenta una caída más marcada en el primer semestre de 2002 en los bancos privados, seguidos de los bancos cooperativos. Los bancos públicos nacionales y provinciales sufren la menor contracción en el saldo prestado aunque esta caída se prolonga más en el tiempo (de hecho los bancos públicos nacionales recién incrementan el saldo prestado al segmento PyME en el último semestre de 2004). En contraste, los bancos privados comienzan a aumentar sus saldos prestados al segmento durante el segundo semestre de 2003, es decir, un año antes. Finalmente, los bancos cooperativos son los que más aumentaron los saldos prestados al segmento PyME. Esto último parecería evidenciar una evolución más dinámica del sector bancario privado, respondiendo más rápidamente a los cambios de la economía conllevando quizás la idea de mayor eficiencia en la asignación del crédito. Con todo, podría argumentarse que en momentos de ausencia de liquidez y contracción del crédito a las pequeñas empresas por parte del sector privado, el sector público llenaría espacios dejados en mercados financieros que sufren de imperfecciones importantes.

GRÁFICO XIX
Evolución de la participación de la cartera destinada al segmento PyME, por tipo de banco

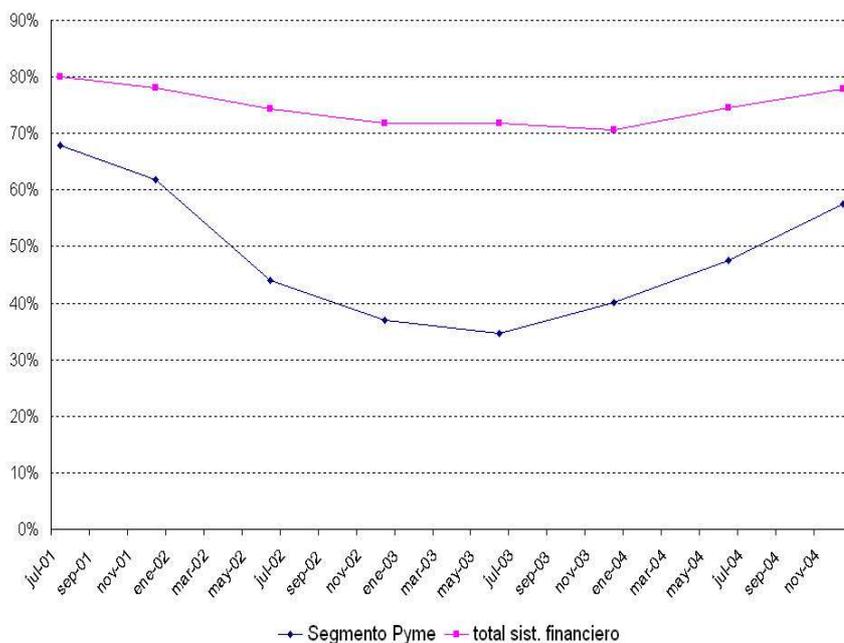


Fuente: Observatorio PyME – Università di Bologna

En relación a la solvencia y crédito al segmento PyME, durante el período posterior a la devaluación del peso, los bancos experimentaron un fuerte deterioro de sus carteras. En el gráfico que se muestra a continuación, se observa que los créditos otorgados al segmento PyME mostraron un deterioro superior al promedio del sistema, lo cual es consistente con la idea de que este segmento es más riesgoso que el promedio, tal como sostuvimos en el capítulo 3.

Entre julio de 2001 y junio de 2003, el porcentaje de cartera en cumplimiento normal (situación 1) disminuye desde un 67% hasta un 34% en el segmento PyME. Las cifras comparables para el total del sistema financiero son de un 80% a un 70% aproximadamente.

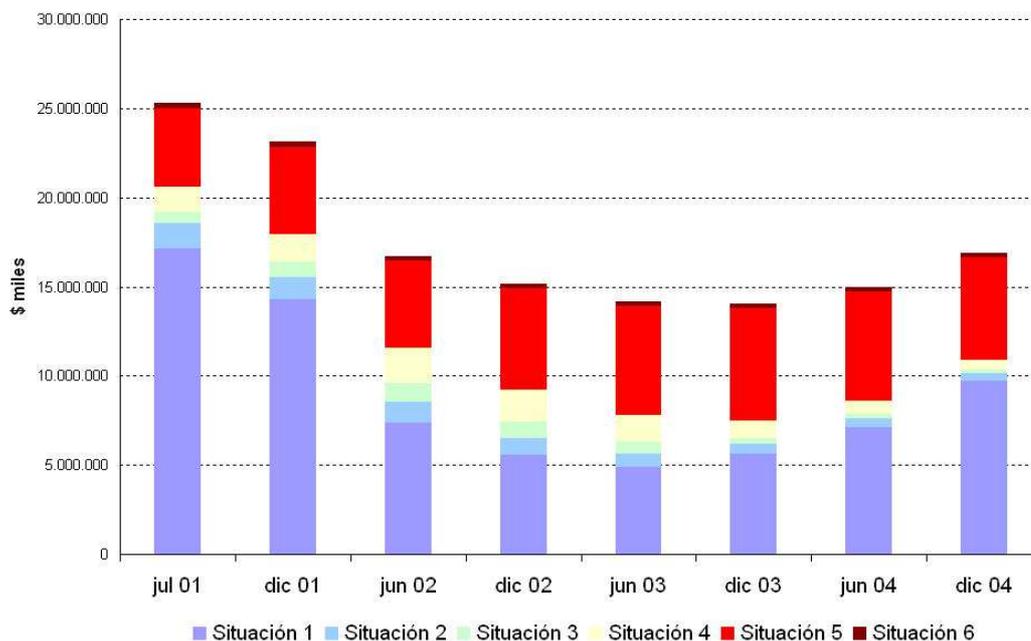
GRÁFICO XX
Porcentaje de cartera en situación de cumplimiento normal, total del sistema financiero y cartera destinada al segmento PyME



Fuente: Observatorio PyME – Università di Bologna

Las causas de ello, las podemos apreciar en el siguiente gráfico:
El BCRA establece una calificación del 1 al 5 para el riesgo crediticio: Situación 1 – Cumplimiento normal; Situación 2 - Con riesgo potencial / Cumplimiento inadecuado; Situación 3 - Con problemas / Cumplimiento deficiente; Situación 4 - Con alto riesgo de insolvencia / De difícil recuperación; Situación 5 – Irrecuperable. La situación 6 corresponde a Irrecuperable por disposición técnica, y abarca una minoría de casos especiales.

GRÁFICO XXI Crédito total al segmento PyME, evolución de situación crediticia



Fuente: Observatorio PyME- Università di Bologna

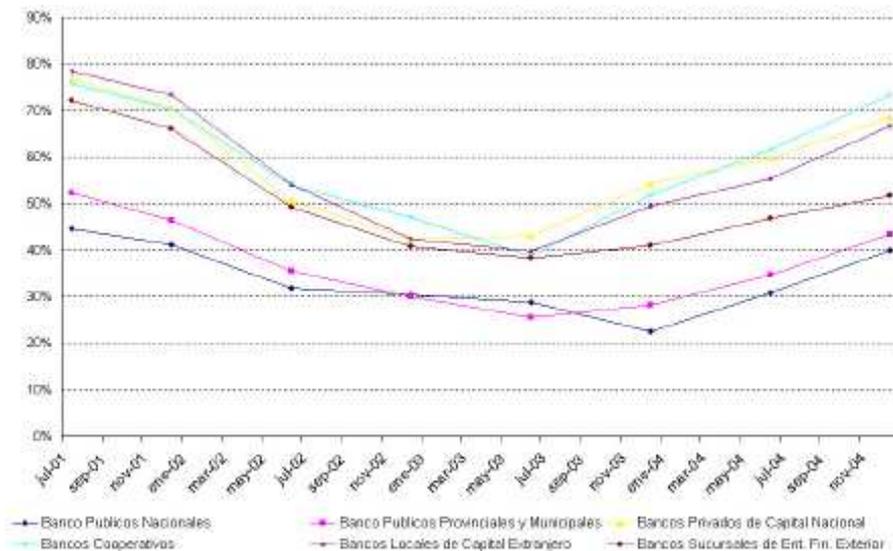
Como pudimos apreciar en el gráfico anterior, el deterioro del crédito ocurrió fundamentalmente debido a la caída en los deudores en situación de cumplimiento normal. La mayor parte de esta caída estuvo constituida por deudores que decidieron cancelar sus deudas, y una menor proporción fueron deudores que dejaron de pagar normalmente y pasaron a situación irregular (de éstos, la mayoría se fue a la “situación 5”, irrecuperable). Por lo tanto, la mayor parte de las empresas con cumplimiento normal salieron del sistema y comenzaron a financiarse con otras alternativas, como el autofinanciamiento o simplemente dejaron de realizar inversiones.

Asimismo, puede observarse que los segmentos intermedios (situaciones 2 a 4) se reducen, de modo que en diciembre de 2004 la mayoría de los saldos adeudados se concentran en los extremos, de cumplimiento normal o irrecuperable.

En el gráfico XXII, se observa que los bancos públicos poseen una cartera sustancialmente más riesgosa que los bancos privados. El porcentaje de deuda en el segmento PyME que se encuentra en situación 1 llega a ser de un 22% para los bancos públicos nacionales en diciembre de 2003, cuando para los bancos privados está en torno al 50%. Este dato da sustento a la idea de que la asignación de crédito en los bancos públicos sigue en buena medida criterios distintos de cierta relación entre riesgo y retorno.

GRÁFICO XXII

Evolución de la proporción de cartera dedicada al segmento PyME en situación de cumplimiento normal, por tipo de banco



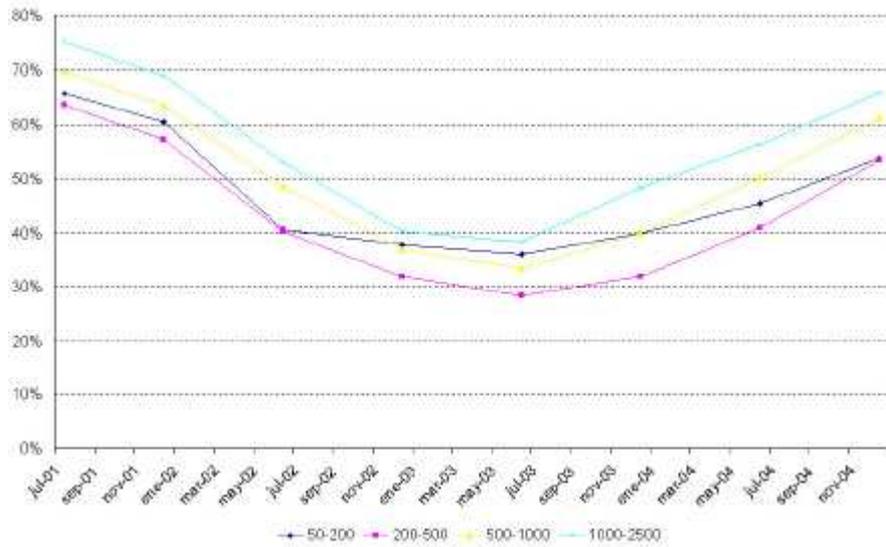
Fuente: Observatorio PyME – Universidad di Bologna

Analizando la solvencia por tramo, se observa una menor proporción de cartera con problemas en el tramo más alto (entre \$1 y \$2,5 millones) lo cual sería consistente con la idea de que las empresas medianas son menos riesgosas que las pequeñas y micro. Con todo, esta relación no aparece entre los tres tramos más bajos. El segundo tramo más alto (\$500.000 – \$1.000.000) es consistentemente más solvente que el tercero (\$200.000- \$500.000), pero el tramo más bajo de todos exhibe una solvencia mayor que el tercero, y por un tiempo, que el segundo también. Ello, lo podemos ver en el gráfico XXVIII.

La proporción de cartera en cumplimiento normal sobre el total decrece con la crisis, alcanzando el mínimo a mediados de 2003, para comenzar a recuperarse en el año y medio posterior. Dicha tendencia surge esencialmente de la salida (hasta el año 2003) de entidades en situación de cumplimiento normal, y su posterior reingreso durante 2004 (año en que la cantidad de entidades deudoras en el segmento PyME disminuye de unos 150.000 a 87.000, para luego crecer hasta casi 100.000 en diciembre de 2004).

GRÁFICO XXIII

Evolución de la proporción de cartera en situación de cumplimiento normal, por tramo de deuda, en segmento PyME

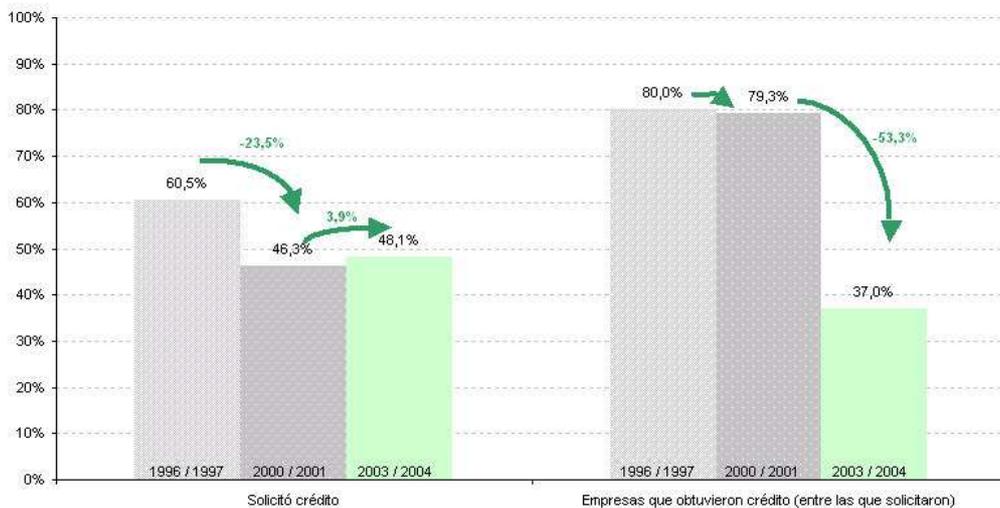


Fuente: Observatorio PyME – Universidad di Bologna

En un escenario caracterizado por la inexistencia del crédito al sector industrial es absolutamente previsible que sólo pueda realizar inversiones una proporción menor de las empresas que las que hubieran podido hacerlo en un contexto de “acceso limitado” como el de la primera mitad de los años '90. La evolución de la demanda y oferta de crédito bancario de las PyMI argentinas aparece claro en el siguiente gráfico.

GRÁFICO XXIV

Porcentaje de PyME industriales que solicitaron crédito y porcentaje que finalmente lo obtuvo.

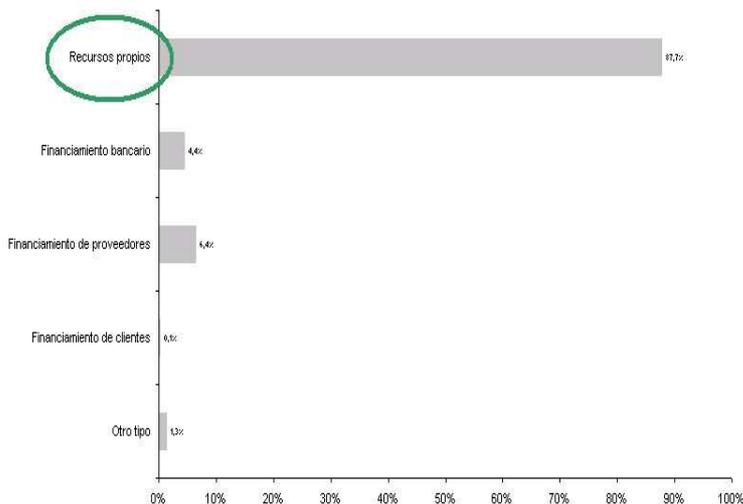


Fuente: Observatorio PyME – Universidad di Bologna

	Solicitó Crédito	Variación del período	Empresas que obtuvieron crédito (entre las que solicitaron)	Variación del período
1996/1997	60,5%	-	80,0%	-
2000/2001	46,3%	-23,5%	79,3%	-0,9%
2003/2004	48,1%	3,9%	37,0%	-53,3%

Se observa la baja proporción de PyMI que solicitan crédito bancario en Argentina y, por otra parte, un creciente y simultáneo rechazo de las solicitudes de crédito. Mientras que en 1996-1997 solicitó crédito bancario un 60% de las PyMI, en 2003-2004 esta proporción descendió al 48%. Más grave aún, mientras que en 1996-1997 el sistema bancario aceptaba el 80% de las solicitudes de las empresas, en 2003-2004 sólo fueron aceptadas el 37% de las solicitudes presentadas. En ocho años, el número de empresas que no ha recibido ningún crédito bancario (excluido el descubierto en cuenta corriente) se incrementó en más de un 60%. Así, la reducida disponibilidad de fondos para nuevas inversiones constituiría una restricción que amenazaría con disminuir la velocidad de crecimiento de la inversión en el corto plazo si cambiasen las condiciones de liquidez en las empresas. Debe subrayarse este punto dado que más del 85% de las inversiones realizadas durante 2003 en las PyME manufactureras fue financiada mediante recursos de los propios empresarios, ya sea mediante reinversión de utilidades o aportes de sus propietarios.

GRÁFICO XXV
Fuentes de financiamiento del monto total invertido por las PyME Industriales



Fuente: Encuesta Estructural de Observatorio PyME, 1998-2004

Fuentes del Financiamiento	
Recursos Propios	87,7%
Financiamiento Bancario	4,4%
Financiamiento de Proveedores	6,4%
Financiamiento de Clientes	0,1%
Otro tipo	1,3%
Total	100,0%

Como conclusión, podemos sostener que la crisis económica que comenzó en 1999 y llevó al abandono de la convertibilidad también acarrió una dramática reducción del crédito a las PyME, aumentando las tasas de rechazo de crédito en los bancos y disminuyendo el porcentaje de empresas que utilizaron a los bancos como fuente de financiamiento de sus inversiones, y llevando al crédito al sector industrial a proporciones mucho menores que las existentes en la década anterior.

Se deshecha al sector bancario como la mejor alternativa de financiamiento a las PyMEs durante las crisis económicas, debido a su corto plazo, altos costos, y todo lo demostrado anteriormente que conllevan a incumplimientos de parte de las PyMEs que califican crediticiamente para obtenerlos, a la cesación de pagos y posteriormente a su quiebra.

Es por ello que se plantea el desafío para el país de construir políticas públicas e instrumentos que puedan generar alternativas de financiamiento de largo plazo que alcancen a una masa grande de PyMEs y sirvan para canalizar el ahorro hacia la inversión productiva y el crecimiento.

3.5.3 EL MERCADO DE CAPITALES CON BREVE DESCRIPCION DE LA CRISIS 2008-2009

Acompañando la incertidumbre política y económica descripta anteriormente, la volatilidad de los índices bursátiles, como medida del riesgo, mostraron una importante alza durante la crisis 2001-2002, de acuerdo a los datos publicados por IAMC¹⁴. En el caso del índice Merval en el 2001 pasó de 23,36 % a 78,04 % y la del Índice Merval Argentino (M.AR), del 16,17 % al 81,2 %. Lógicamente, debido al aumento del riesgo de mercado ocasionado por una fuerte suba del riesgo país. Luego, en septiembre del mismo año, la situación económica local después de 38 meses de recesión, la proximidad de elecciones legislativas y un escenario internacional volátil marcado por los atentados terroristas del 11 de septiembre, definieron un mes con resultados negativos para el Merval. Ello fue acompañado del ingreso de una menor recaudación impositiva dificultando el “déficit cero” en las cuentas públicas, las dudas con respecto a un nuevo canje de deuda y las constantes fugas de depósitos y reservas internacionales, colocaron al índice Merval en

¹⁴ Instituto Argentino de Mercado de Capitales, Anuarios 2001 y 2002.

el valor más bajo del año. Una vez establecido el “corralito”, los inversores se refugiaron en las acciones de empresas privadas. La crisis llevó a la renuncia del Presidente Fernando De La Rúa a la vez que el índice Merval subía un 45,91 % en un mes.

El 6 de enero del 2002, el Gobierno Nacional sancionó la Ley N° 25.561 (Ley de Reforma Pública y Reforma del Régimen Cambiario), que implicó la adopción de un nuevo régimen monetario y cambiario y la derogación de la Ley de Convertibilidad. El tipo de cambio del dólar comenzó su ascenso y en pocos meses llegaba a los \$ 5,- por dólar para luego ubicarse entre los \$ 3,- y los \$ 4,-. En este contexto, el mercado bursátil se convirtió en el refugio de ahorristas e inversores dadas las limitaciones y la crisis de confianza en el sistema financiero.

Se concretaron operaciones con el objeto de cubrirse del riesgo de devaluación a través de CEDEAR`s, se realizaron coberturas financieras de corto plazo utilizando pases y cauciones y se observó un desplazamiento hacia inversiones en renta variable con mayor selectividad en la compra-venta de acciones. A su vez, el sistema bursátil actuó como canalizador de las políticas gubernamentales de administración de crisis a través de distintos instrumentos como: Conversión de Deuda Pública Provincial, certificados de crédito fiscal, CEDROS (los bancos ofrecieron a los ahorristas la extensión de certificados sobre depósitos negociables en el mercado secundario), Boden (otra opción que daban los bancos era canjear los depósitos por bonos según la moneda original del depósito para la compra de autos, viviendas); y el pago de deudas bancarias con títulos públicos.

Por su parte, en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, a mediados del año 2002, se creó el Departamento de Pymes con el objetivo incorporarlas al sistema bursátil a través del Régimen Simplificado, se les informó sobre los instrumentos disponibles, los elementos y las características necesarias del mercado de capitales.

Con respecto al comportamiento de los distintos instrumentos, lo podemos apreciar en el gráfico XXVI.

Si se divide el análisis por segmento corporativo, de acuerdo a datos publicados por el IAMC, se obtiene que para el caso de las grandes empresas, prácticamente todo el financiamiento se canalizó a través de la emisión de fideicomisos financieros y el saldo restante a través de ONs y valores de corto plazo (VCP).

Asimismo, podemos apreciar una importante disminución de la capitalización bursátil durante los períodos de crisis económicas, principalmente durante la crisis 2001-2002.

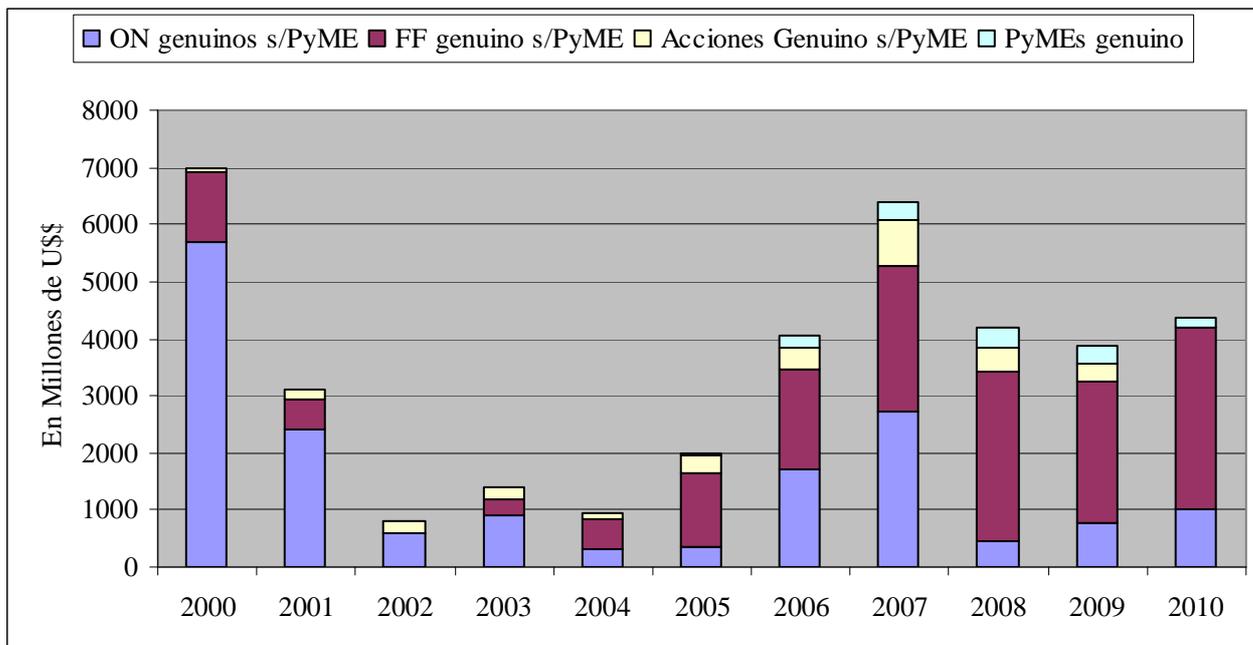
Se observa que en los años anteriores a la crisis 2001-2002 el único instrumento representativo para las empresas grandes eran las ON, siguiéndole los Fideicomisos Financieros y las Acciones. Durante la crisis de los años 2001-2002, la participación de las ON y de los Fideicomisos Financieros en el total disminuye, mientras que la participación de las acciones se mantendría en niveles similares. Ello puede estar explicado, como se sostuvo anteriormente, en el refugio de parte de los ahorristas en el mercado de capitales. Durante los años siguientes a la mencionada crisis

hasta el inicio de la crisis de EEUU de los años 2008-2009, los fideicomisos financieros vuelven a ganar participación llegando en el año 2007 a niveles similares a las ON.

GRÁFICO XXVI

Financiamiento genuino por tipo de instrumento y tamaño de empresa.

Acumulado a diciembre de cada año, a excepción del año 2010 que considera el acumulado a julio.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por IAMC

Según un informe del Instituto Argentino de Mercados de Capitales (IAMC), el 2008 concluyó con un retroceso del 41% en el financiamiento bursátil. En dicho año, el financiamiento empresarial a través del mercado de capitales doméstico acumuló un monto total de U\$S 4.186 millones, una cifra sensiblemente inferior a la del 2007.

Si se analiza instrumento por instrumento, se observa un comportamiento muy disímil.

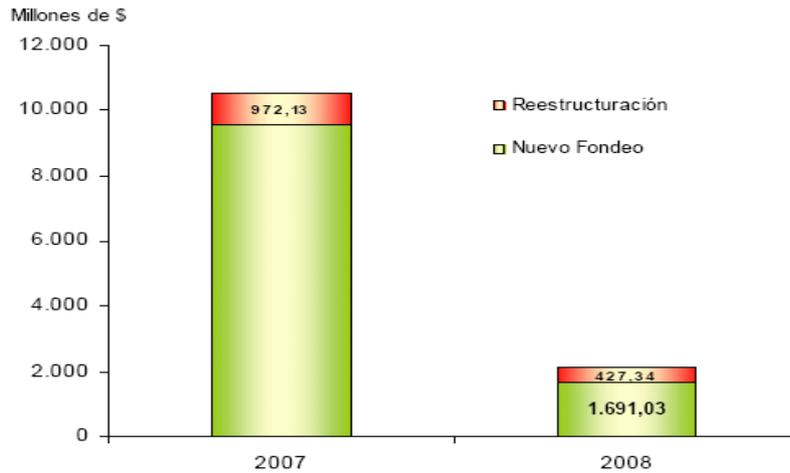
En el caso de las acciones, durante el año 2008 sólo cuatro empresas realizaron colocaciones. En este período, además, debido al mal clima financiero global, se suspendió la salida a cotización de acciones de distintas empresas. Respecto al 2007, como se ve, la caída en las emisiones fue notoria: de 10 emisiones se pasó a tan sólo las cuatro emisiones antes comentadas. Ello se debe a la caída en la suscripción de nuevas acciones por parte de las grandes empresas.

En esta última crisis, la participación de las ON nuevamente disminuye a niveles similares a los del año 2002 mientras que los fideicomisos financieros se mantienen. En lo que hace a Obligaciones Negociables, al 31/12/08, veinte empresas obtuvieron fondos mediante la emisión de deuda corporativa. Como se desprende del

gráfico XXVII, la caída respecto al año anterior fue la peor dentro de todos los instrumentos financieros del mercado de capitales. Posteriormente, se observa en el gráfico XXVI que la participación de las ON nuevamente vuelve a aumentar posiblemente debido a la tendencia superadora de la crisis. Las ON Grandes Empresas demuestran un buen comportamiento durante los períodos de auge económico, durante las crisis la volatilidad del mercado de bonos obligan a las empresas a cancelar o posponer las nuevas emisiones.

GRÁFICO XXVII

Obligaciones negociables: Causas de emisión

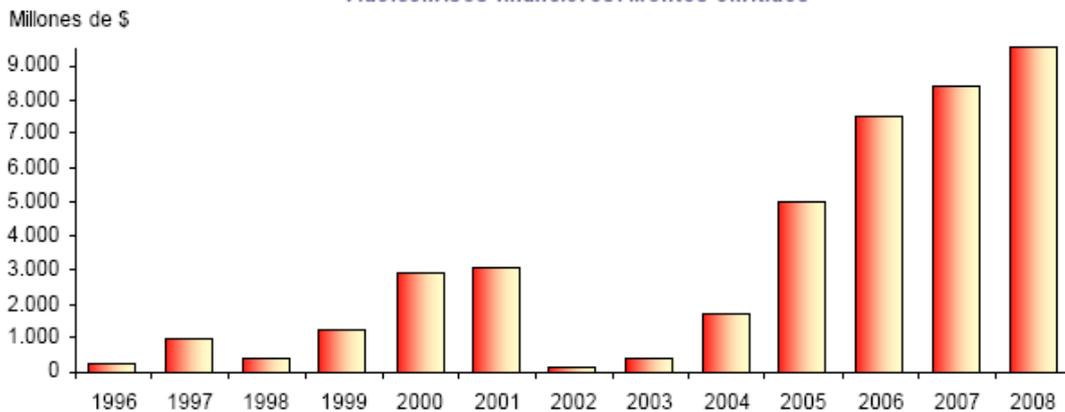


Fuente: BCBA

Pese al magro desempeño general, los fideicomisos financieros tuvieron un gran 2008 y subieron un 22,19% respecto del total emitido en 2007. Muy por detrás, pero con rendimiento positivo, se posicionaron las emisiones PyMEs, con un avance del 1%. Se debe decir que los fideicomisos financieros emitidos durante 2008 totalizaron \$9.589,4 millones.

GRÁFICO XXVIII

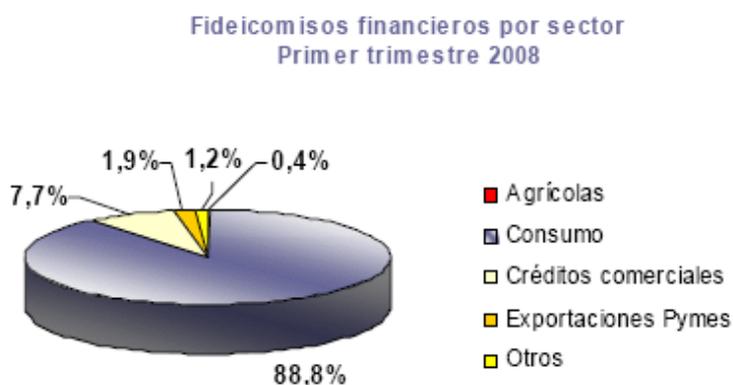
Fideicomisos financieros: Montos emitidos



Fuente: BCBA

Del total registrado durante 2008, el 97% fue emitido en pesos, en tanto que el restante porcentaje correspondió a fideicomisos en dólares. En cuanto a los activos subyacentes, se destacaron los de consumo, que representaron el 88,8% del total emitido en este instrumento, al reunir \$8.518 millones con un incremento del 39,67% respecto a 2007. Luego, los fideicomisos por créditos comerciales significaron el 7,7% del total con emisiones por \$738 millones de pesos, un 8,7% inferior a 2007. Seguidamente, con menor participación, los fideicomisos destinados exportaciones de PyMEs disminuyeron un 34,92% respecto del total de 2007 al finalizar \$178,47 millones, mientras que los fideicomisos correspondientes al rubro agrícola disminuyeron un 69,6% durante 2008 al compararlo contra 2007. Como se ve, éstos últimos participan con tan sólo el 0,4% del total.

GRÁFICO XXIX Fideicomisos financieros por sector Primer trimestre 2008

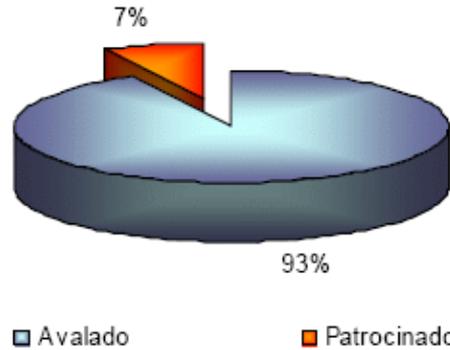


Fuente: BCBA

Finalmente, la utilización de cheques de pago diferido durante el año 2008 alcanzó emisiones primarias por \$641,8 millones, por lo que frente a los \$611,75 millones acumulados durante el 2007, el financiamiento ostentó una suba del 4,91%. Del total emitido, como viene ocurriendo históricamente, la gran mayoría (el 92,6%) correspondió a operaciones con cheques avalados por una SGR, al tiempo que representaron el 55,5% del financiamiento a PyMEs en el mes de diciembre, y el restante 7,4% fue negociado bajo el sistema patrocinado.

GRÁFICO XXX

Emisiones primarias de cheques - 2008

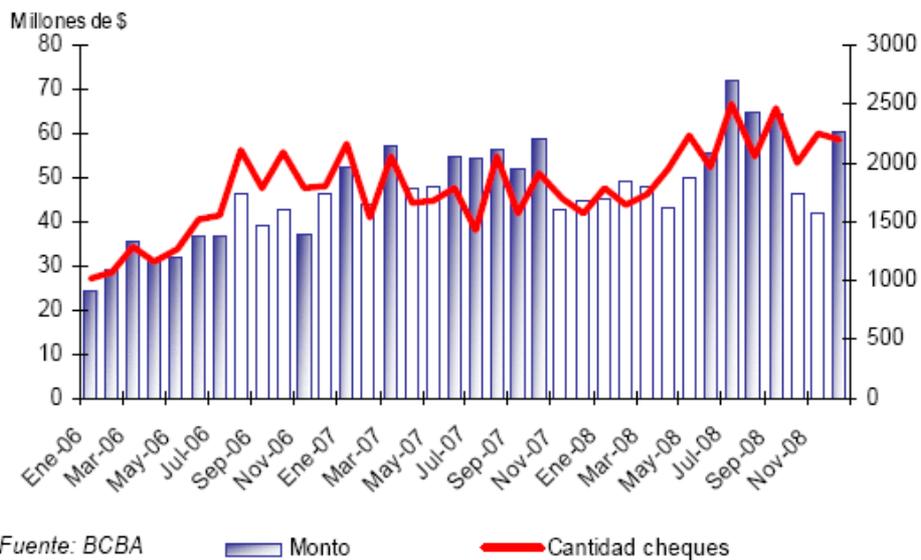


Fuente: BCBA

Asimismo, en dicho período, se negociaron un total de 24.761 cheques, un 17,21% más que en 2007, con una tasa promedio ponderada del último mes del año que se situó en torno al 25%.

GRÁFICO XXXI

Negociación de Cheques de Pago Diferido



Fuente: BCBA

■ Monto

— Cantidad cheques

La participación de las PyME es muy pequeña en comparación con las grandes empresas, evidencia de un mercado de capitales dirigido a las PyMEs muy poco desarrollado. Sin embargo, se debe remarcar que su participación sobre el financiamiento total sigue escalando posiciones, como puede observarse en el cuadro III.

CUADRO IV

% del financiamiento PyMEs sobre el Financiamiento total por año									
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
0,1%	0,2%	0,5%	1,6%	2,2%	4,2%	5,0%	8,6%	8,2%	3,9%

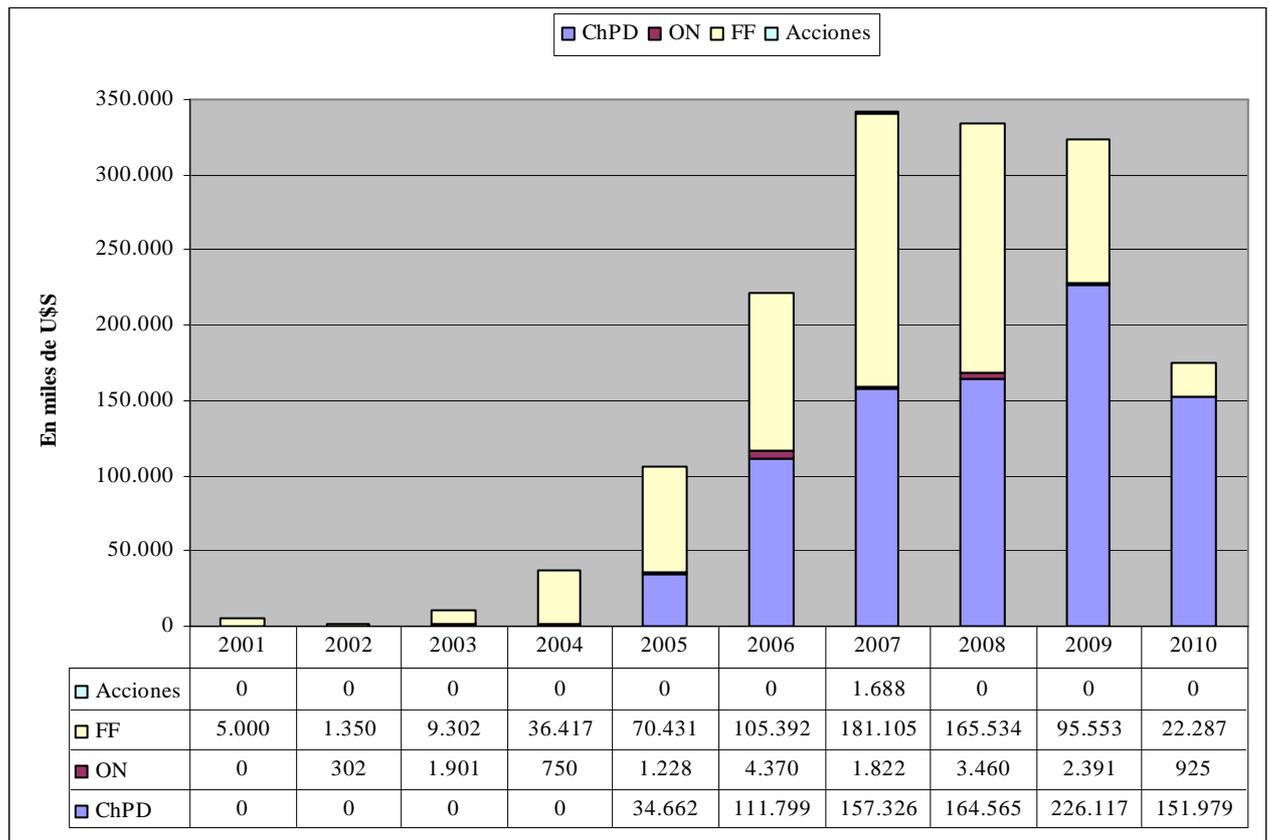
Fuente: Elaboración propia en base a datos publicados por el IAMC a julio de 2010.

Asimismo, para el caso de las emisiones PyMEs, los cheques de pago diferido y los fideicomisos financieros fueron el principal instrumento de financiamiento. Durante el año 2008, los primeros representaron el 53,9% del total mientras que los fideicomisos significaron el 45%. Muy por detrás, marginalmente, las ONs PyMEs representaron el 1% restante.

GRÁFICO XXXII

Financiamiento PyMEs por tipo de instrumento

Acumulado a diciembre de cada año, a excepción del año 2010 que considera hasta julio.



Fuente: Elaboración Propia en base a datos suministrados por la BCBA e IAMC

Se puede apreciar que en durante la crisis de los años 2001-2002 el total del financiamiento a las PyMEs era casi inexistente y representado exclusivamente por los Fideicomisos Financieros y las ON. Si bien la Comisión Nacional de Valores, a

través de la RG N° 336 del 13/05/99, ya había establecido las pautas para que las PyMEs organizadas como sociedades por acciones resulten automáticamente autorizadas a hacer oferta pública de acciones representativas del capital social, fue recién en el año 2007 que se realizó la primer emisión de acciones por medio de este régimen.

Una vez superada la crisis 2001-2002, la participación de los distintos instrumentos en el total financiado fue variando conforme se fueron conociendo los regímenes simplificados para PyMEs. De esta manera, se puede apreciar que en el año 2005 aparecen en escena los cheques de pago diferido representando casi el 40 % del financiamiento total a PyMEs, a partir de entonces la utilización de este instrumento fue en ascenso, inclusive durante la crisis comenzada en el año 2008. Los cheques emitidos por el sistema avalado representaron el 70 % con respecto al total. Mientras que éstos cheques financiaron por un plazo de hasta 360 días, mediante el sistema patrocinado sólo hasta los 120 días.

El comportamiento de las ON, una vez superada la crisis 2001-2002, no presenta una relación clara entre los períodos de auge y las crisis, ya que los importes financiados fueron manteniéndose bajos a largo plazo. Del total financiado a través de este instrumento desde el año 2002, el 70% fue avalado por una SGR.

Los Fideicomisos Financieros se fueron utilizando en forma ascendente hasta el año 2007. Durante la crisis de los años 2008-2009 disminuye el total financiado pero sigue siendo el instrumento más utilizado junto con los cheques de pago diferido avalados. Con respecto a los primeros, desde el año 2002 en adelante, el 97 % fue avalado por una SGR.

Con respecto a las SGR, de acuerdo a un informe de IdePyME – ABBAPRA ¹⁵, aún durante la crisis económico financiera de fines de 2001, ninguna SGR dejó de honrar las garantía otorgadas.

En conclusión como instrumentos de financiamiento viables para las PyMEs durante las crisis, debemos remarcar a aquellos instrumentos avalados por una SGR, siendo los más utilizados, los fideicomisos financieros y los cheques de pago diferido avalados. El primero para el largo plazo, mientras que el segundo sólo para el financiamiento de capital de trabajo.

Se demuestra que el fideicomiso financiero es flexible en cuanto a que en un proceso de securitización, introducir garantías adicionales o mejorar las existentes permite disminuir el riesgo de la emisión y por lo tanto su costo financiero. La mejora de la calidad de la cartera de activos permite cubrir la posible insuficiencia de ingreso de fondos de los activos securitizados y por ende un incumplimiento de pagos, constituyéndose en una alternativa de bajo riesgo y atractiva para el inversor durante las crisis. En el mercado local se han emitido fideicomisos financieros a partir de 1996. Sin embargo, es después de 2001 cuando comienzan a tomar mayor fuerza y a reemplazar otras formas tradicionales de financiamiento en el caso de muchas empresas.

¹⁵ LeoPyME N° 45, año 2006, p. 10. ABBAPRA-IdePyME

Según los bienes fideicomitados y el objeto del fideicomiso, se han emitido varios tipos de fideicomisos en el mercado local. La importancia relativa de cada sector en el total de emisiones se va modificando con el tiempo de acuerdo al auge de los distintos sectores en la actividad económica local

4. CONCLUSIÓN (ES)

4.1. Las PyMEs argentinas tienen un componente cultural muy importante. En ellas se observa reticencia de parte de los empresarios a dar a conocer la información, compartir el poder, endeudarse aún cuando la combinación financiera de capital propio y endeudamiento resulte mejor para la empresa y consecuentemente para el crecimiento del país. A lo largo del desarrollo del presente trabajo, se detallaron cuáles son las causas de las tendencias a autofinanciarse por parte de los empresarios PyMEs durante las crisis económicas, destacándose la asimetría de la información, las imperfecciones del mercado de crédito, así como también a un importante desconocimiento predominante de los instrumentos disponibles no sólo en las PyMEs sino en el total del empresariado argentino.

4.2. Uno de los problemas principales es que muchos bancos no operan con estos segmentos por considerarlos demasiado riesgosos. La financiación de las PyMEs es rentable para los bancos, no necesariamente es más riesgosa, y debería ser encarada en forma activa. Para ello, resulta fundamental la participación del Estado, otorgando el marco necesario y ofreciendo instrumentos no estandarizados que se adapten a las necesidades de las PyMEs e instituciones financieras argentinas, lejos de ser modelos tomados de países desarrollados, y con una adecuada difusión.

4.3. Similares condiciones encontramos en el mercado de capitales argentino que cuenta con una adecuada oferta de instrumentos, los cuales se han estado utilizando en forma creciente. No obstante, el potencial del mismo se encuentra en gran medida desaprovechado, pues el volumen de operaciones para una economía como la Argentina debería ser sustancialmente mayor.

4.4. Los programas de asistencia financiera del Estado también son desaprovechados por este tipo de empresas. Si bien las encuestas demuestran que las empresas que utilizaron los programas resultaron conformes, hay un alto porcentaje de desconocimiento de parte de las PyMEs.

4.5. Observamos que instrumentos que en la crisis de los años 2008-2009 son considerados viables, no lo eran en la crisis económica de los años 2001-2002. Ello se debe a que lamentablemente en nuestro país, se trabaja a “prueba y error”, es decir se modifica el comportamiento cuando ya es tarde, cuando queda demostrado que la estructura no funciona. Las modificaciones a las normas del mercado de capitales y la creación del Régimen Simplificado PyME en la crisis del año 2001-2002 fueron realizadas sin el tiempo requerido para darlas a conocer al empresariado PyMe.

4.6. Dentro de este régimen encontramos como alternativas viables de financiamiento a los Fideicomisos Financieros y a los Cheques de Pago Diferido avalados por Sociedades de Garantía Recíproca. El primero de ellos es susceptible de financiar al mercado de largo plazo, mientras que el segundo sólo es utilizado para el financiamiento de capital de trabajo.

4.7. Las Sociedades de Garantía Recíproca se convierten en un participante

esencial como complemento de los instrumentos ofrecidos por el Mercado de Capitales y el Sistema Bancario, permitiendo a las PyMEs la obtención de financiamiento en mejores condiciones financieras, disminuyendo los costos, contribuyendo al aumento de valor de la firma; aún en los momentos de crisis económicas.

4.8. El fideicomiso financiero mediante el aval de una Sociedad de Garantía Recíproca y el proceso de securitización, al introducir garantías adicionales o mejorar las existentes, se constituye en una alternativa de bajo riesgo ya que los activos subyacentes son altamente diversificados. Desde el punto de vista del inversor, las tasas son más competitivas que las de los plazos fijos convirtiéndose en una alternativa atractiva durante las crisis. En el mercado local se han emitido fideicomisos financieros a partir de 1996. Sin embargo, es después de 2001 cuando comienzan a tomar mayor fuerza y a reemplazar otras formas tradicionales de financiamiento en el caso de muchas empresas.

4.9. El cheque de pago diferido, es un instrumento muy útil para la aproximación de las PyMEs a la Bolsa. Durante las crisis, pueden constituirse en un instrumento viable de financiamiento a corto plazo, debido a que son avalados por una SGR, quien cotiza en la bolsa y mantiene a la PyME y sus riesgos en el anonimato.

4.10. Finalmente, el aprovechamiento de este potencial en los próximos años dependerá de la creatividad de todos los participantes del mercado para superar las principales trabas que dificultan su desarrollo: en primer lugar, la falta de opciones para estructurar operaciones que garanticen el mantenimiento del capital, y en segundo lugar, la subsistencia de un alto desconocimiento y de ciertos preconceptos de parte de las empresas con respecto al mercado de capitales.

5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABAPPRA- IDEPYME. “Las PyMes argentinas. Mitos y Realidades.”
- ABAPRA- IDEPYME. LeoPyME n° 45, año 2006, p.10
- Anastasi, Alejandra; González Padilla, Gustavo; Repetto, Gastón. “Argentina 2002-2005: Utilización de financiamiento bancario, crédito de largo plazo y sus impactos en la performance microeconómica de los empresas”. Banco Central de la República Argentina. Documento de trabajo nro. 39. Abril de 2008.
- ARGENTINA – Informe de Resultados Onda 005 – Mayo 2008 MAPA PyME – SEPYME, Secretaría de Industria Comercio y Pyme, Ministerio de Producción de la Nación.
- Bebczuk Ricardo N., Sangiácomo Máximo. “Eficiencia en la asignación sectorial del crédito en Argentina”. Banco Central de la República Argentina. Ensayo Económico Nro 49. Diciembre de 2007.
- Brealey – Myers- Marcus . “Fundamentos de Financiación Empresarial”. Mc Graw Hill, 4ta Edición. Madrid, España, 1998
- Brennan, M. y A. Kraus, "Efficient financing under asymmetric information", (1987) *Journal of Finance*, vol. 42, pp. 1225-1243.
- Costa, E. y Foutel, M. “Reflexiones acerca del Pensamiento Estratégico en Entornos Caóticos”. VIII Congreso Latinoamericano de Estrategia. Sao Leopoldo, Brasil, 1995.
- Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Lic Martín Lousteau. “Charla sobre Financiamiento bancario para capital de trabajo”.
- Davis, Henry A.; Sihler William W. “Building Value with Capital Structure Strategies”. A publication of Financial Executives Research Foundation, Inc.
- Delfines, Miguel; Lippi, Claudia; Pailhé, Cristina. “La Administración del Riesgo de Liquidez en las Entidades Financieras: Mejores Prácticas Internacionales y Experiencias”. Subgerencia General de Investigaciones Económicas del BCRA. Ensayos Económicos Nro. 46. Enero de 2007.
- Donaldson, G. "Corporate debt capacity: A study of debt capacity", (1961), Harvard Graduate School of Business Administration: Harvard, Division of Research.
- Elosegui, Pablo; Español, Paula; Panigo, Demian. “El impacto asimétrico de las restricciones al financiamiento en Argentina. Comparación por sector, tamaño y origen del capital (1995-2003)” Subgerencia General de Investigaciones Económicas del BCRA. Ensayos Económicos Nro. 49. Noviembre de 2007.
- Erpen, Mónica. “Cómo financiar a la empresa a través del Mercado de Capitales”. Instituto Argentino de Mercado de Capitales. Cuaderno de Investigación Nro. 12. Junio 1999.

- Escudé, G., Burdisso, T., Catena, M., D'Amato, L., McCandless, G., y Murphy, T., (2001) “Las MIPyME y el mercado de crédito en la Argentina”, *Documento de trabajo* N° 15, BCRA – Gerencia de Investigaciones Económico-Financieras.
- Fabbozi, Modigliani y Ferri. “Mercados e Instituciones Financieras”. Prentice Hall, Mexico.
- Filippo, A., Kostzer, D. y Schleser, D. (2004) “Créditos a PyME en Argentina. Racionamiento Crediticio en un contexto de oferta ilimitada de dinero”. Serie Desarrollo Productivo N° 154, CEPAL.
- Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas. “Las pequeñas y medianas empresas en Argentina”. 1996
- López Larroy, Dolores; Anido, Marcela; Adrogué, Ma. De la Paz; Rodríguez Míguez, María Marta. “Endeudamiento Empresario en la Argentina: más que una estadística, una realidad cotidiana”. Instituto Argentino de Mercado de Capitales. Cuaderno de Investigación Nro. 7, año 1995.
- Marcario Gustavo E. “Claves de Gestión Financiera en momentos de inflación”. Trabajo presentado en Jornadas Internacionales de Finanzas. Santiago de Chile. 2003.
- Modigliani, Franco y Merton Miller “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment” *American Economic Review*, 1958
- Myers, S. "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, July (1984), pp. 595-620.
- Myers, S. C. y N. S. Majluf: "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics* (1984), Nro. 13, pp.187-221.
- McKinnon R. “Money and Capital in Economic Development”. Washington, Brookings Institution. 1973.
- Observatorio PyMI “Situación y perspectivas de las PyME Industriales – (2004) Informe Estructural”.
- Rappaport, Alfred. “La creación de valor para el accionista. Una guía para inversores y directivos” – Ed. Deusto- 1ra Edición 2006
- Stiglitz, Joseph E. “Asymmetric Information in Credit Markets and its Implications for Macro Economics” Oxford University Papers, 1992.
- Suárez Suárez, Andrés S. “Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa”. Ediciones Pirámide. Madrid, España, 1995.

Páginas Web consultadas:

- MBA Systems on line.
- www.bcba.gov.ar – Bolsa de Comercio de Buenos Aires
- www.bcra.gov.ar – Banco Central de la República Argentina
- www.iamc.sba.com.ar – Instituto Argentino de Mercado de Capitales
- www.mecon.gov.ar – Ministerio de Economía
- www.sepyme.org.ar – Secretaria de la Pequeña y la Mediana Empresa
- www.observatoriopyme.org.ar – Fundación Observatorio PyME
- www.bolsar.com – Servicio de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

8. SOPORTE ELECTRÓNICO (C. D.)

**[SOPORTE ELECTRÓNICO (C. D.) :
PEGAR AQUÍ EL SOBRE CON EL C. D.,
O UNIRLO EN EL ANILLADO.**