

Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado

---

**CARRERA DE ESPECIALIZACIÓN EN  
ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

---

**TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN**

---

Estructuras adecuadas de financiamiento e inversión en  
Pymes Argentinas (2000-2017)

---

AUTOR: [GENARO ANDRES ORREGO](#)

DOCENTE DEL TALLER: [HERNAN RUGGERI](#)

**AGOSTO 2018**

---

## Resumen

En la presente tesis se ha elegido dar respuesta al interrogante con respecto a las características que poseen ciertas Pymes argentinas que han ido sobreviviendo, creciendo y desarrollándose en un contexto complejo como el argentino, donde hay procesos recesivos, inflacionarios y cambios de otra índole como ser políticos y sociales. Además se han desarrollado las herramientas de financiamiento que poseen en dicho mercado al igual que las correspondientes a las inversiones. Es muy interesante vislumbrar que características deben poseer estas herramientas para ser consideradas más adecuadas al contexto. La temática se ha desarrollado desde el paradigma de la complejidad, el enfoque de la auto-organización y entendiendo a la organización como un sistema sociotécnico complejo. Se han elegido estos enfoques porque permiten visualizar y entender a la organización como un sistema dentro de otro mayor con el cual comparten recursos, información, entre otros factores.

La intención de identificar las características consideradas adecuadas en cuanto financiamiento e inversión que deben poseer las herramientas a tal fin elegidas por los empresarios Pymes es ayudar a la sociedad en su conjunto, ya que dichas organizaciones emplean al 70% del personal formal y contribuyen con el 60% del PBI de la Argentina.

**Palabras claves:** Administración financiera – Pymes – Riesgos - Desarrollo de la organización.

## Índice General:

<b>Resumen.....</b>	<b>2</b>
<b>Palabras claves .....</b>	<b>2</b>
<b>CAPÍTULO 1: Introducción .....</b>	<b>4</b>
Fundamentación .....	5
Planteamiento de la Problemática.....	5
Objetivos .....	6
Metodología a utilizar .....	6
<b>CAPÍTULO 2: Marco teórico.....</b>	<b>7</b>
Enfoque de la AUTO-ORGANIZACIÓN .....	8
Ciclo de vida de las organizaciones.....	20
Caracterización Pymes .....	23
Principales teorías relacionadas con la estructura de capital.....	26
Principales teorías relacionadas con las inversiones.....	42
Perfil Inversor .....	44
<b>CAPITULO 3: Estructuras adecuadas de financiamiento.....</b>	<b>46</b>
Introducción a las estructuras de financiamiento externo. ....	46
Desarrollo de las fuentes de financiamiento externo en el mercado local argentino. ....	47
Características adecuadas que deben poseer las herramientas de financiamiento elegidas. ....	62
<b>CAPITULO 4: Alternativas adecuadas de Inversión .....</b>	<b>63</b>
Introducción a las alternativas de inversión financiera. ....	63
Desarrollo de las alternativas de inversión financiera en el mercado local argentino. ....	63
Características adecuadas que debe poseer la alternativa de inversión financiera elegida. ....	77
<b>CONCLUSION.....</b>	<b>78</b>
<b>Referencias bibliográficas.....</b>	<b>81</b>
<b>Anexos.....</b>	<b>82</b>

## **CAPÍTULO 1: Introducción**

Para dar respuesta a la pregunta que se ha planteado en esta tesis, se ha dividido el trabajo en 5 capítulos, bajo las siguientes denominaciones: Introducción, Marco teórico, Estructuras adecuadas de financiamiento, Alternativas adecuadas de inversión y Conclusión.

En el capítulo 1 – Introducción, se plantea la problemática, su fundamentación, los objetivos y la metodología utilizada en el desarrollo del trabajo.

Posteriormente en el capítulo 2 – Marco teórico, se mencionan las principales teorías relacionadas con los temas elegidos, las cuales dan sustento al presente trabajo. Bajo este título también se desarrolla el enfoque de la auto-organización, complejidad y dinámica organizacional, como ejes centrales para dar cuenta de la complejidad con la que conviven las Pymes. Además se mencionan las características que definen a estas organizaciones tan importantes para el mercado argentino.

Luego, en el capítulo 3 – Estructuras adecuadas de financiamiento se realiza un análisis de las diferentes alternativas de financiamiento existentes dentro del mercado, hacemos hincapié en las correspondientes al financiamiento externo, intentando identificar las características más adecuadas respecto del contexto donde dichas organizaciones desarrollan su actividad y su necesidad de recursos.

En el siguiente capítulo realizamos el mismo análisis arriba descrito para las alternativas de inversión financiera que pueden encontrar las Pymes en el mercado (capítulo 4 – Alternativas adecuadas de inversión).

Por ultimo en el capítulo final se presenta la Conclusión del trabajo, se plantean las características que deben poseer las herramientas de financiamiento externo e inversión financiera elegidas por las Pymes Argentinas para desarrollar su negocio exitosamente y no perecer ante las dificultades que presente el contexto.

## **Fundamentación**

A lo largo de esta tesis intentaremos explicar cómo las Pymes (pequeñas y medianas empresas) argentinas logran adaptarse a los continuos cambios que presenta un contexto por demás turbulento e incierto, manteniendo su esencia. En esta dirección, nos focalizaremos en las características que deben poseer las herramientas de financiamiento externo e inversión financiera explicándolo desde el enfoque de la AUTO-ORGANIZACIÓN. Este enfoque comprende a la organización como un ente dinámico, viviente y en general como un sistema complejo que interactúa constantemente con el medio que lo rodea y con sus partes componentes.

Entendemos que dicho enfoque describe con precisión el accionar y la operatoria de dichas organizaciones y de las personas que la componen, ya que el mismo tiene en cuenta las relaciones e interrelaciones de todas las partes interesadas dentro y fuera (contexto) de la organización para que la misma permanezca en funcionamiento.

La importancia de este estudio radica en que estas estas empresas representan para la economía argentina una porción muy importante de mercado, el 99% de las empresas de nuestro país son PyMES, además, en cuanto a la generación de empleo emplean a más de 4.1 Millones de trabajadores, que representa el 70% del empleo formal en nuestro país y en términos de PBI contribuyen con el 60% del mismo. Este estudio permitirá difundir un mayor conocimiento entre estas organizaciones siendo útil, principalmente, para la elección de herramientas tanto de financiamiento externo como de inversión financiera según cada necesidad y realidad organizacional. De esta forma contribuiremos a lograr un bienestar general, pues debemos tener presente la contribución que estas organizaciones hacen al nivel de producción y empleo de todos los argentinos.

## **Planteamiento de la Problemática**

¿Qué características deben poseer las herramientas de financiamiento externo e inversión financiera que deberían utilizar las Pymes para lograr adaptarse a los cambios en el contexto argentino (años 2000-2017) y continuar desarrollándose?

## Objetivos

Identificar las características que deben poseer las herramientas de financiamiento externo e inversión financiera que deberían utilizar las Pymes para lograr adaptarse a los cambios en el contexto argentino (años 2000-2017) y continuar desarrollándose.

- Determinar la relación entre las diferentes herramientas de financiamiento externo y las etapas de ciclo de vida de la organización.
- Establecer la relación entre las diferentes herramientas de inversión financiera y el perfil inversor del empresario Pyme.

## Metodología a utilizar

La metodología empleada en este trabajo consiste en un estudio explicativo, no experimental y de corte trasversal. Proponemos un estudio explicativo para poder determinar las características que deben poseer las herramientas de financiamiento externo e inversión financiera que deberían utilizar las Pymes para poder acompañar los cambios del contexto donde desarrollan su actividad. Para lograr tal identificación es necesario analizar las relaciones existentes entre las distintas fuentes de financiamiento y las distintas etapas del ciclo de vida de las organizaciones, así como la relación existente entre las herramientas de inversión financiera y los distintos perfiles inversores en el mercado. Ser conscientes de tales relaciones permitirá seleccionar las herramientas de manera eficiente y adecuada, según la real necesidad de la organización a la hora de hacerse de fondeo o invertir excedentes de liquidez, y de acuerdo a los objetivos que tal organización persiga. La importancia de la correcta vinculación entre las relaciones y las herramientas radica en la reducción de contradicciones dentro de su estructura de capital e inversión, permitiendo la adecuación al contexto.

Este estudio no es experimental ya que no tomamos una posición activa, solo se observa el fenómeno tal y como ocurre naturalmente.

Por ultimo especificamos que se ha elegido la transversalidad ya que no se hará un seguimiento a lo largo del tiempo de las variables que condicionan este fenómeno sino que nos hemos centrado en el análisis de un conjunto de variables y de las relaciones existentes entre ellas en un rango de tiempo específico como ser el rango de los años 2000-2017.

## **CAPÍTULO 2: Marco teórico**

### **Introducción**

En este apartado se desarrolla todo el soporte teórico que da sustento a la presente tesis. Se ha elegido el Enfoque de la Auto-Organización, el Paradigma de la Complejidad y la Dinámica Organizacional para describir y dar a entender la complejidad con la que conviven y desarrollan sus actividades estas organizaciones, las cuales definiremos como sistemas sociotécnicos complejos.

Una vez caracterizadas las organizaciones y explicado lo complejo de su existencia, se procederá a explicar las diferentes etapas del ciclo de vida por las que van a ir transitando y los perfiles de inversores que pueden poseer sus empresarios. Dos puntos claves que van a permitir hacer la mejor elección de las diferentes alternativas tanto de financiamiento o inversión a utilizar, se enunciarán en los Capítulos 3 (Estructura adecuada de financiamiento) y Capitulo 4 (Estructura adecuada de inversión).

Por último se desarrollarán las distintas teorías relacionadas a la estructura de capital y a las inversiones. Dichas teorías nos ayudarán a comprender la estructura teórica e ingeniería financiera existente debajo de las diferentes herramientas que se explicarán en los capítulos ya anunciados.

## Enfoque de la AUTO-ORGANIZACIÓN

Abordaremos la problemática planteada en esta tesis a través del enfoque de la AUTO-ORGANIZACIÓN de la que habla Etkin, J. & Schvarstein, L. (1997) en su obra *Identidad de las organizaciones: invariancia y cambio*:

Esta perspectiva explica el funcionamiento de las organizaciones sociales como una realidad basada en la capacidad de los sistemas de producir y mantener por si mismos los componentes y relaciones que ellas necesitan para seguir operando sin pérdida de identidad. La identidad es el concepto que permite distinguir a cada organización como singular, particular y distinta de las demás. Las organizaciones se caracterizan como entidades autónomas por su capacidad para fijar sus propias reglas de operación, y estas reglas no están subordinadas a las relaciones con el contexto. Las reglas que provienen del contexto, y que implican restricciones para el funcionamiento de la organización, son procesadas de modo tal de preservar las coherencias internas y asegurar así la supervivencia del conjunto. Las organizaciones son autónomas en el sentido que demuestran su capacidad para sobrevivir aun en condiciones ambientales diferentes de las de su creación. (p. 51)

El concepto de auto-organización está vinculado a una particular manera de entender y describir la lógica de funcionamiento de las organizaciones sociales. Este tipo de abordaje privilegia las ideas de autonomía, identidad, los procesos de regulación compensatoria, el orden instituido y la actividad instituyente que se genera en la propia organización. (p.52)

Utilizamos el enfoque de la auto-organización para dar cuenta de la capacidad compleja de las organizaciones sociales, consideradas en este trabajo como sistemas sociotécnicos complejos. Esta capacidad compleja incluye múltiples componentes:

- a) Producirse por sí solo, dado que el sistema va a crear todo lo que necesita para seguir operando.



- b) Mantener los rasgos de identidad frente a perturbaciones externas.
- c) Capacidad de operar en condiciones diferentes de las de origen sin perder continuidad ni cohesión entre las partes.
- d) Autonomía.
- e) Presencia de procesos internos de control mediante los cuales se regulan las operaciones del sistema y se delimitan las fronteras de la organización.
- f) Capacidad del sistema para realizar su propia renovación estructural cuando se producen situaciones de crisis y catástrofes.

Como podemos observar estos autores hacen hincapié en tres conceptos (meta-conceptos) muy importantes dentro de este enfoque los cuales son: la identidad, estructura y la autonomía de las organizaciones. Etkin Jorge et al. (1997) nos explican dichos meta-conceptos de la siguiente manera:

Las organizaciones poseen una identidad definida como invariante en sentido de que su transformación también implica la aparición de una nueva organización. Constituye definición de dicha identidad la enumeración de todo aquello que permita distinguir a la organización como singular y diferente de las demás, todo aquello que si desaparece afecta decisivamente a la organización. (p. 156)

Los rasgos de identidad permiten resaltar la continuidad de existencia y no deben confundirse con rigideces y estereotipos que conducen a una constancia estática que finalmente atenta contra la propia supervivencia de la organización. En definitiva la diferencia radica en cierta flexibilidad que logra mantener su esencia.

La identidad de una organización se materializa a través de una estructura. Estructura es entonces la forma concreta que asume una organización en un aquí y ahora concretos. Se define por los recursos de que dispone y del uso que de ellos hace, por las relaciones entre sus integrantes y con el entorno, por los modos que dichas relaciones adoptan, por los propósitos que orientan

las acciones y los programas existentes para su implementación y control. (p. 156)

Identidad y estructura son conceptos complementariamente descriptivos que no pueden comprenderse el uno sin el otro, ya que uno es la materialización del otro, y ese otro que no se ve puede estudiarse o analizarse gracias a que se puede reflejar en algo más tangible.

Se considera a la autonomía como la capacidad propia de la organización para gobernarse y también de reorganizarse y sobrevivir en condiciones diferentes de las de origen. (p. 162)

Reconocer autonomía a una organización significa tratarla como un sistema con fuerte determinación interna, independiente como unidad, de los eventos del medio ambiente, y con estructuras que reflejan sus acoples con el entorno.

Del análisis llevado a cabo por medio de los meta-conceptos podemos concluir que en las organizaciones existe un núcleo central que las identifica y diferencia de otras, y que tienen la posibilidad de ir transformando las estructuras en función de las perturbaciones de origen interno y externo, lo cual se denomina plasticidad estructural. Aquellas organizaciones más plásticas estructuralmente serán las que presentan un mejor grado de adaptación a la realidad.

Si bien no existe autonomía en sentido absoluto porque todas las organizaciones están acopladas estructuralmente con otras de orden jerárquico superior, igual o inferior al de ellas, la idea de autonomía restringida al dominio de la propia organización es necesaria para explicar la dinámica de sus relaciones, y subraya la fuerte determinación interna que presentan estas entidades. El concepto de autonomía como perspectiva para el análisis organizacional significa que en lugar de pensar la manera como los impactos externos afectan las salidas del sistema, el observador prioriza la variedad de mecanismos internos que toman dichas perturbaciones y las procesan bajo sus reglas propias de transformación. Las perturbaciones en el entorno no llevan siempre a la misma respuesta, porque las organizaciones cambian en sus estructuras internas. De tal manera, el enfoque de la autoorganización considera el atributo de la autonomía en términos relativos por los acoples estructurales del sistema con otras organizaciones del medio ambiente.

## Complejidad organizacional

Entendemos a la organización como un sistema sociotécnico complejo. En términos de Levy, Alberto (2017), en su obra *ECP Estrategia, Cognición y Poder*:

Las organizaciones son sistemas sociotécnicos complejos, ya que las relaciones entre sus elementos desarrollan una dinámica que no puede determinarse a priori. No es posible predecir, con certeza y al margen de la experiencia, el rumbo que seguirá la interacción entre cierta clase de sistemas y el entorno. (p. 39)

Las organizaciones son sistemas abiertos en los que pueden identificarse aspectos sociales y técnicos, cuyas interacciones determinan su desempeño. Estas organizaciones son más que la simple adición de los subsistemas (técnico y social); son el emergente sistémico de la interacción entre esos subsistemas y el entorno.

Esto nos permite entender las interrelaciones existentes entre sus partes componentes y de estas con el contexto. El dinamismo existente y cada vez más complejo, con el que estas deben convivir. Con relación a esto Etkin Jorge et al. (1997), dice:

Nuestro abordaje organizacional admite la coexistencia de dos manifestaciones de la realidad organizacional, que se van alternando en la experiencia del observador. Por un lado, la idea del sistema como conjunto o totalidad organizada, en la cual predomina la cohesividad, y por el otro, la individualidad de las partes componentes y su comportamiento autónomo. No hablamos de partes dependientes, sino de la coexistencia de ambas realidades en el marco de procesos de autorregulación, que da continuidad al sistema. (p. 52)

Podemos ver que los autores son conscientes del entramado de relaciones dentro de la organización y de esta para con el contexto. Es importante resaltar el hecho de la existencia de relaciones dialógicas con las que conviven las organizaciones, lo cual se fundamenta con nuestra acepción del análisis organizacional desde el paradigma de la complejidad. Y ello significa aceptar que en realidad están estructuradas sobre la base de relaciones donde

coexisten de maneras simultáneas y antagónicas, entre otros, los conceptos de orden y desorden, estabilidad e inestabilidad, certeza e incertidumbre.

Como ya se ha dicho, nuestra postura para el análisis organizacional es desde el paradigma de la complejidad. Complejidad que entendemos desde la postura de Edgar Morin (1990). Él define a la complejidad de la siguiente manera:

Pero la complejidad no comprende solamente cantidades de unidades e interacciones que desafían nuestras posibilidades de cálculo; comprende también incertidumbres, indeterminaciones, fenómenos aleatorios. En un sentido, la complejidad esta siempre relacionada con el azar.

De este modo, la complejidad coincide con un aspecto de incertidumbre, ya sea en los límites de nuestro entendimiento, ya sea escrita en los fenómenos. Pero la complejidad no se reduce a la incertidumbre, es la incertidumbre en el seno de los sistemas ricamente organizados. Tiene que ver con los sistemas semi-aleatorios cuyo orden es inseparable de los azares que incluyen. La complejidad esta así ligada a una mezcla de orden y desorden.  
(p. 60)

En esta explicación podemos observar como esta relación dialógica, de la que ya habíamos dado cuenta, es parte del entramado complejo de la propia organización. Entendiendo esta bipolaridad entenderemos su dinamismo.

Dicho autor nos brinda tres principios que nos permiten entender mejor la complejidad, estos son: dialógico, recursividad y hologramático. Los definimos con sus palabras:

El principio dialógico nos permite mantener la dualidad en el seno de la unidad. Asocia dos términos a la vez complementarios y antagonistas. (p. 106)

El segundo principio es el de la recursividad organizacional. Para darle significado a ese término, yo utilizo el proceso del remolino. Cada momento del remolino es producido y, al mismo tiempo, productor. Un proceso

recursivo es aquel en el cual los productos y los efectos son, al mismo tiempo, causas y productores de aquello que los produce. (p.106)

El tercer principio es el principio hologramático. En un holograma físico, el menor punto de la imagen del holograma contiene casi la totalidad de la información del objeto presentado. (p. 107)

Con estos principios podemos entender mejor a la complejidad con la que viven y forman parte dichas organizaciones. Nos permite entender como aquello que percibimos como conocimiento de las partes reentra sobre el todo. Aquello que aprehendemos sobre las cualidades emergentes del todo, todo que no existe sin organización, reentra sobre las partes. Entonces podemos enriquecer el conocimiento de las partes por el todo y del todo por las partes, en un mismo movimiento productor de conocimientos. De allí que la idea hologramática esté ligada, ella misma, a la idea recursiva que está, ella misma, ligada a la idea dialógica de la que partimos.

Con el desarrollo que hemos realizado en este apartado (complejidad organizacional), utilizando las propias palabras de los autores citados, se ha querido explicar la forma que se utiliza en este trabajo para comprender mejor a estas organizaciones, creemos que es importante este abordaje ya que nos brinda herramientas útiles para estos tipos de ambientes, como ser: la prudencia, el estar atentos, el ser conscientes de que existe una realidad diferente de la que habla el determinismo. En palabras de Edgar Morin (1980):

El pensamiento complejo no resuelve, en sí mismo, los problemas, pero constituye una ayuda para la estrategia que puede resolverlos. (p. 118)

La complejidad no es una receta para conocer lo inesperado. Pero nos vuelve prudentes, atentos, no nos deja dormirnos en la mecánica aparente y la trivialidad aparentes de los determinismos. Ella nos muestra que no debemos encerrarnos en el contemporaneismo, es decir, en la creencia de que lo que sucede ahora va a continuar indefinidamente. (p. 117)

## Dinámica organizacional

Continuando con el entendimiento de la complejidad con las que conviven y forman parte estas organizaciones, es interesante el concepto de fuerzas, ya que son estas las que van a incidir directamente en el funcionamiento de la organización, en palabras de Etkin Jorge et al. (1997):

El concepto de autoorganización también implica una manera diferente de pensar sobre la existencia de fuerzas en la organización. Desde esta perspectiva, las fuerzas son una manifestación de la trama de relaciones internas y de acoples con el exterior. Esta trama es cambiante y también lo son las tensiones en el sistema, de manera que no puede decirse que un componente disponga de una fuerza que actúe en un sentido determinado, sin considerar su interacción con otros factores. La organización es una estructura de significados y sus estados internos no son dependientes de la presión de factores impersonales que la modelen. Son los participantes quienes atribuyen sentido a las presiones de otros miembros y del contexto.  
(p. 67)

Podemos observar que la lógica del funcionamiento y de las transformaciones en los sistemas sociotécnicos complejos no pueden explicarse como el resultado de factores causales que operen en un solo sentido, en el marco de las relaciones entre el sistema y su medio pertinente. Tenemos que ser conscientes de las interrelaciones existentes. Y a estas concebirlas como un proceso de mutuos condicionamientos.

En la descripción de los procesos de cambio debe considerarse la multiplicidad de los estados posibles hacia los cuales el sistema organizacional se puede encaminar. Estos sistemas sociotécnicos se caracterizan por su capacidad de morfogénesis; ósea de cambiar tanto los modos de operación como sus estructuras, a través de procesos internos de planeamiento y control.

Siguiendo lo anterior, estos sistemas sociotécnicos complejos presentan una morfología dinámica, esto significa que pueden recombinar sus componentes, reasignar sus recursos y elegir caminos alternativos. Todo ello para arribar con sus actos intencionales a los estados deseados, tanto en sus relaciones internas como en los resultados de sus intercambios con el contexto. En palabras de Jorge Etkin (1985) de su obra *Viabilidad de las organizaciones, formas de vivir y crecer en medios inciertos*:

En las organizaciones sociales no existe un estado estable absoluto, sino un equilibrio dinámico que se caracteriza por un ajuste constante entre las fuerzas internas y el ambiente, ajuste que admite cambios en las magnitudes de las variables a través del tiempo. (p. 67)

En cuanto a la dirección del cambio, un esquema realista de los fenómenos dinámicos en el sistema debe contemplar la posibilidad de movimientos y transformaciones de diferente sentido e intensidad, como ser: 1) La tendencia hacia el aislamiento y la pérdida de organización; 2) los procesos de intercambio destinados al mantenimiento de los estados vigentes en el sistema; 3) los procesos de adaptación o de ajustes de formas estructurales, para adecuarlas tanto a los cambios externos como a las tensiones en el medio interno.

Es importante resaltar la coexistencia de estos movimientos en la organización, por lo que la dinámica resultante no puede ser unidireccional y orientada en un solo sentido con un conjunto homogéneo de fuerzas, sino que se trata de un proceso complejo con cambios múltiples, de distinta velocidad y sentido.

Es importante analizar la profundidad o intensidad del cambio en el contexto. De esta profundidad o intensidad vamos a poder decir si el cambio es sustantivo o no. Para dicho análisis es fundamental tener en cuenta que el ambiente será más o menos complejo según la cantidad y el grado de interdependencias entre las variables que lo componen y que además influyen sobre los procesos internos de decisión.

Como bien sabemos hay dos tipos de medios externos: los medios estables y los inciertos.

En los medios estables no hay una presión externa para diseñar o delinear estructuras con alternativas, y las actividades internas se arman orientadas por la conservación y el mantenimiento de los estados internos. Cuando las situaciones cambian hacia un medio incierto, con situaciones altamente inestructuradas, es difícil hacer programas permanentes y precisar el alcance de cada uno de los roles a desempeñar por los miembros individuales.

En esta tesis analizamos un estado externo considerado incierto, turbulento o inestable, caracterizado por situaciones ambiguas y movimientos contradictorios y por la naturaleza irregular de ciertos acontecimientos críticos que se presentan con una frecuencia no previsible. Dicho contexto se caracteriza por la complejidad de factores intervinientes como ser procesos recesivos, inflacionarios, cambios políticos y sociales.

Estas variaciones en las condiciones del contexto de la organización, producen consecuencias sobre ella. Podemos determinar dos grandes áreas de influencia:

- a) El impacto sobre los estados y relaciones internas, como también sobre las bases de los acuerdos que le permiten a la organización lograr cierto orden en sus procesos y cohesión entre sus participantes.
- b) Los efectos sobre los resultados de las transacciones con el medio, o sobre la efectividad de sus acciones externas o bien sobre el grado de aceptación de los servicios y productos organizacionales.

Una organización que se maneja en un medio incierto va a buscar desarrollar capacidades que le permitan discriminar, responder y actuar sobre los elementos del medio externo, y sus restricciones. Podemos decir que dicho sistema codificada y delinea, o bien incorpora al diseño de su organización una parte relevante de la variedad ambiental.

Entendemos por variedad ambiental todos estos factores exógenos que influyen en la organización. Va a depender de éstos el análisis de si el medio es estable o no. Y por delinear, a la capacidad del sistema para obtener un conocimiento empírico de su realidad circundante y proceder a su incorporación en los esquemas de acción.

Para cumplir tal fin la organización va a recurrir a mecanismos como el ensayo y error, la percepción, el aprendizaje y la asociación.



## Contexto Argentino

Centrándonos en el medio externo, donde las organizaciones objeto de estudio en esta tesis desarrollan su actividad, es de importancia absoluta comprender los vaivenes que han caracterizado al contexto argentino. Éste, en el rango de fechas bajo estudio, presentó procesos recesivos, cambios políticos y sociales, los cuales detallaremos a continuación, con el objetivo de brindar una idea de algunos cambios sustantivos a los que las organizaciones debieron adaptarse.

Cronología de acontecimientos relevantes a tener en cuenta:

1. El 24 de octubre de 1999 en Argentina, el neoliberal Fernando de la Rúa es elegido presidente; renunciará dos años después en medio de una crisis económica.
2. El 14 de octubre de 2001 en Argentina se celebran las elecciones legislativas de 2001. El voto en blanco o voto bronca logra porcentajes destacados.
3. El 1 de diciembre de 2001 en Argentina, el ministro de Economía Domingo Cavallo anuncia el Corralito.
4. El 3 de diciembre de 2001 en Argentina, el presidente Fernando de la Rúa impone el corralito (la restricción de la libre disposición de dinero en efectivo de plazos fijos, cuentas corrientes y cajas de ahorros).
5. El 19 de diciembre de 2001 en Argentina comienza la movilización popular conocida como Argentinazo a partir del descontento social contra las medidas económicas del Gobierno de Fernando de la Rúa y la imposición del estado de sitio.
6. El 20 de diciembre de 2001 en Argentina, en medio de una gran crisis económica, saqueos e incidentes con decenas de muertos, renuncia el presidente Fernando de la Rúa.

7. El 21 de diciembre de 2001, De la Rúa levanta el estado de sitio como última acción de su mandato. El Congreso nombra como presidente provisional al titular del Senado, el peronista Ramón Puerta.
8. El 23 de diciembre de 2001, Jura como presidente interino Adolfo Rodríguez Saá. En su primer mensaje al país, anuncia la suspensión en los pagos de la deuda pública externa y declara que no devaluará el peso ni dolarizará por completo la economía.
9. El 30 de diciembre de 2001, renuncia a su cargo el presidente interino Adolfo Rodríguez Saá, por falta de apoyo en su gestión.
10. El 31 de diciembre de 2001, El presidente del Senado, Ramón Puerta, también presenta su dimisión, con lo que queda vacante la jefatura de Estado que debía asumir en sustitución de Rodríguez Saá. La renuncia de Puerta obliga al presidente de la Cámara de Diputados, el peronista Eduardo Camaño, a asumir interinamente la jefatura de Estado y convocar de urgencia a la Asamblea Legislativa para que designe un nuevo presidente provisional.
11. El 2 de enero de 2002 en Argentina, Eduardo Duhalde asume como presidente provisional en medio de una crisis gravísima.
12. El 6 de enero de 2002 en Argentina se devalúa el peso convertible.
13. El 5 de febrero de 2002 en Buenos Aires (Argentina), el presidente provisional, Eduardo Duhalde, anuncia elecciones generales para el 14 de septiembre de 2003.
14. El 14 de noviembre de 2002 Argentina entra en default con el Banco Mundial por 805 millones de dólares.
15. El 25 de mayo de 2003 en Buenos Aires, Néstor Kirchner asume la presidencia de la Nación Argentina (hasta el 2007).
16. El 28 de octubre de 2007 Cristina Fernández se convierte en la primera mujer electa presidenta de Argentina (por 2 periodos 2007 a 2011 y 2011 a 2015). En 1974,

María Estela Martínez había sido electa vicepresidenta, y se convirtió en presidenta tras la muerte del presidente Perón.

17. El 9 de diciembre de 2007 Argentina, Bolivia, Brasil, Ecuador, Paraguay, Uruguay y Venezuela firman el acta fundacional del Banco del Sur.
18. El 11 de marzo de 2008 en Argentina, la presidenta Cristina Fernández de Kirchner, anuncia un nuevo plan de retenciones móviles aplicadas a la soja y al maíz, provocando la reacción de los sectores agropecuarios que decretan un paro que durará 100 días.
19. El 7 de mayo de 2008 en Argentina se reinicia el paro patronal agropecuario.
20. El 17 de julio de 2008 en Argentina, la votación por una polémica ley de retenciones termina en empate 36 a 36 en la Cámara de Senadores. Julio Cobos (vicepresidente de la Nación) vota en contra del Gobierno al que representa.
21. El 28 de junio de 2009 en Argentina se celebran elecciones legislativas.
22. El 25 de mayo de 2010 en Argentina se celebra el bicentenario de la Revolución de Mayo.
23. El 27 de octubre de 2010, fallece Néstor Kirchner.
24. El 23 de octubre de 2011 en Argentina, la entonces presidenta Cristina Fernández de Kirchner es reelecta para un nuevo período de cuatro años, por el 54,1 % de los votos (el otro candidato tuvo un 16,8 % de los votos).
25. El 18 de enero de 2015, aparece muerto el fiscal Alberto Nisman.
26. El 4 de octubre de 2015 en Argentina se realiza el primer debate presidencial de su Historia política y democrática.
27. El 25 de octubre de 2015 en Argentina se realizan elecciones presidenciales.

28. El 22 de noviembre de 2015 en Argentina se realizó por primera vez una segunda vuelta electoral para la presidencia, en la que Mauricio Macri resultó ganador con el 51,45%, con una participación del 80,92% del padrón electoral.

Primera etapa de gobierno de Mauricio Macri, según Cué C. E. (20 de octubre de 2017). Dos años de Macri: de la recesión dura de 2016 a la recuperación al llegar las elecciones. El País. Recuperado de [https://elpais.com/economia/2017/10/19/actualidad/1508440676\\_071292.html](https://elpais.com/economia/2017/10/19/actualidad/1508440676_071292.html), indica sobre el contexto argentino lo siguiente:

1. Año 2016, fuerte recesión e inflación del 40%. El presidente redujo impuestos al campo, la histórica mina de oro del país, y en la fértil pampa húmeda todo es entusiasmo y votos para el macrismo. Sin embargo en paralelo aumentó las tarifas de gas, luz, agua y combustible, la industria, y en especial los superpoblados y empobrecidos alrededores de Buenos Aires están sufriendo, ventas que se desploman, una inflación imparable que devora los salarios, y un fuerte aumento de la pobreza en el primer año de Gobierno, un durísimo 2016.
2. Año 2017, las cifras mejoran a comparación del año anterior (inflación del 40% al 27%).

## Ciclo de vida de las organizaciones

A continuación describiremos las principales características de las etapas por las que transita una organización a lo largo de su ciclo de vida, para posteriormente enfocarnos en el aprendizaje que nos permitirá identificar la etapa presente en una organización y así escoger correctamente la herramienta de inversión o financiamiento que se requiera.

Toda empresa tiene 5 momentos en su ciclo de vida: nacimiento, crecimiento, madurez, declinación y liquidación, pudiendo o no pasar por la etapa de renacimiento.

#### Etapa de Nacimiento

1. Momento de máxima innovación.
2. Estructura pequeña e informal.
3. Métodos de decisión altamente centralizados en las figuras de los dueños de la organización.
4. Se puede penetrar en el mercado compitiendo a precios bajos o buscando un nicho de mercado.
5. Inicialmente el negocio genera pérdidas que se cubren con financiación, hasta que se alcanza el punto de equilibrio.
6. Casi tres cuartas partes de las empresas no sobreviven a esta fase (esta proporción depende del país y del sector).

#### Etapa de Crecimiento

1. Para llegar a esta fase es importante: tener una clara ventaja competitiva, tener una buena cartera de clientes satisfechos, una deuda asumible y los costos controlados.
2. Se fidelizan clientes, se abren nuevos mercados y se desarrollan nuevos productos o se mejoran los existentes.
3. Se amplía la estructura, se delegan ciertas decisiones y se establecen protocolos internos.
7. Sólo una décima parte de las empresas superan esta fase (esta proporción depende del país y del sector).

#### Etapa de Madurez

1. Se alcanza el tamaño óptimo en el mercado y se inicia una competencia intensa con las empresas importantes del sector.

2. Es necesario estar atento al mercado para adaptarse rápidamente a los cambios. Estrategia defensiva.

3. El objetivo es alcanzar la eficiencia en todos los aspectos: añadir valor al producto, incrementar márgenes, entre otros.

4. La estructura de la empresa se amplía y se hace más compleja, lo que obliga a formalizar procedimientos, con el riesgo de burocratización.

Por riesgo a la burocratización entendemos al conjunto de anomalías o imperfecciones en el funcionamiento de la burocracia, que llevan a la ineficiencia de la organización. Dichas anomalías son: exagerado apego a los reglamentos, formalismo y papeleo excesivos, resistencia al cambio, despersonalización de las relaciones, jerarquización como base del proceso de decisión, conformidad con rutinas y procedimientos, exteriorización con signos de autoridad y la dificultad en la atención de clientes y conflictos con el público.

#### Etapa de Renacimiento

1. Es posible llegar a esta fase desde la fase de declive, o directamente desde la etapa de madurez.

2. “Reinvención” de la empresa: nuevos productos, nuevos mercados.

3. Desburocratización de la empresa: Descentralización de decisiones pero mayor coordinación.

4. Fomento de la innovación: grupos de mejora, innovación en procesos, productos, organización, entre otras.

5. Se crean divisiones, filiales y se coopera con otras empresas para lanzar nuevos proyectos.

#### Etapa de Declinación

1. Se suele llegar a esta fase por falta de adaptación al mercado.

2. Estructura excesivamente burocrática y escasamente innovadora.

3. Si no se logra la etapa de renacimiento, esta fase acaba en la Etapa de Liquidación y muerte de la empresa.

## Caracterización Pymes

La mayoría de estas organizaciones en la Argentina están representadas por el término MIPYMES, Término que utiliza Jorge Raul Fucaracce (2003) en su obra *Conociendo a las PYMES*, entendiéndolo por esto a las micro, pequeñas y medianas empresas.

Estas empresas representan para la economía Argentina una porción muy importante de mercado, según datos del Ministerio de Producción de la Nación. (2017). Nueva clasificación PyME. Noviembre, 05, 2017, de Ministerio de Producción de la Nación. Recuperado: [www.produccion.gob.ar](http://www.produccion.gob.ar):

El 99% de las empresas de la Argentina son PyMES, además, en cuanto a la generación de empleo estas empresas emplean a más de 4.1 Millones de Argentinos que representa el 70% del empleo formal en nuestro país. En términos de PBI, dichas organizaciones contribuyen con el 60% del mismo.

En nuestro país se define a las Pymes por las ventas anuales y según el tipo de empresa. Se promedian los ingresos anuales de los últimos 3 años sin impuestos (en pesos ARG), siendo los toques de facturación anuales (en pesos ARG) para cada sector, según indica el Ministerio de Producción de la Nación en el siguiente cuadro.

		CATEGORÍA				
		 AGROPECUARIO	 INDUSTRIA Y MINERÍA	 COMERCIO	 SERVICIOS	 CONSTRUCCIÓN
CATEGORÍA	 MICRO	\$3.000.000	\$10.500.000	\$12.500.000	\$3.500.000	\$4.700.000
	 PEQUEÑA	\$19.000.000	\$64.000.000	\$75.000.000	\$21.000.000	\$30.000.000
	 MEDIANA Tramo 1	\$145.000.000	\$520.000.000	\$630.000.000	\$175.000.000	\$240.000.000
	 MEDIANA Tramo 2	\$230.000.000	\$760.000.000	\$900.000.000	\$250.000.000	\$360.000.000

Referencia: Nueva clasificación PyME, fuente Ministerio de Producción.

Otra forma de identificar a dichas organizaciones es como nos dice Silveira D. (2016), *Las pymes argentinas: realidades y perspectivas. Cuadernos del Centro de Estudios en Diseño y Comunicación UPN°57*. Ella identifica otras características, en sus palabras:

Son generadoras de mano de obra intensiva, que se traduce en mayor empleo; permiten el arraigo local, que se traduce en el desarrollo de las economías regionales; permiten una distribución geográfica más equilibrada de la producción, del uso de recursos y de la riqueza, que generan movilidad social y una mejor distribución del ingreso ya que entre las pyme el salario tiene una mayor participación en el valor agregado; tienen flexibilidad que les permite adaptarse a los cambios tecnológicos, económicos y en muchos casos detectar nuevos procesos, productos y mercados siendo generadores de nuevas ideas; poseen una capacidad dinámica y una gran potencialidad de crecimiento. Son piezas clave en la elaboración de productos con valor agregado, siendo un 74,55% empresas productoras de manufacturas de origen industrial.

Una ventaja competitiva de las pymes es su capacidad de adaptabilidad gracias a su estructura pequeña; su posibilidad de especializarse en nichos de mercado ofreciendo un tipo de atención directa, y su capacidad comunicativa. Tiene la capacidad de cambiar rápidamente su estructura



productiva en el caso de variar las necesidades de mercado, lo cual es mucho más difícil en una gran empresa con un importante número de empleados y grandes sumas de capital invertido. (Pp.157-168)

Estas organizaciones, en la mayoría de los casos, comienzan siendo un emprendimiento, cuyo motor es en una persona emprendedora (fundador), que con el objetivo de desarrollar una idea, busca los recursos necesarios para poder llevarla a cabo, invirtiendo sus fuerzas, su tiempo, sus capacidades, sus contactos y sus finanzas.

Es interesante resaltar las cualidades de una persona emprendedora, debe poseer la capacidad de tomar decisiones y resolver de forma efectiva situaciones difíciles e inesperadas, además de poder crear valor. Debe poseer una forma de pensar y actuar basada en la constante búsqueda de la oportunidad, en pos de lograr su objetivo.

Otro rasgo interesante de este tipo de organizaciones es el hecho de que muchas de ellas están formadas por miembros de una misma familia, y la organización que conforman representa el sustento de la misma, debajo desarrollaremos sus rasgos característicos.

## **Empresa familiar**

En muchos casos las Pymes resultan ser empresas conformadas por integrantes de una misma familia, por lo cual es importante analizar los rasgos de la empresa familiar.

### **Rasgos fundamentales de la empresa familiar:**

- 1.- Organización empresarial cuya totalidad o principal parte de la propiedad pertenece a una familia.
- 2.- Los cargos de mayor responsabilidad dentro de la organización, los ocupan miembros de la familia.
- 3.- Existe una voluntad de continuidad y expansión de la empresa, manifestada generalmente por la incorporación de miembros de la segunda generación a la organización.

Es importante tener presente que una empresa familiar es un sistema compuesto por tres grupos de personas: **EMPRESA, PROPIETARIOS y FAMILIA.**

En las empresas familiares el factor humano cobra gran importancia, puesto que en la toma de decisiones hay que tener presente de manera muy especial este factor, no debiéndose considerar únicamente los aspectos económicos.

Las decisiones que se tomen en la organización pueden repercutir en el entorno familiar de la empresa en cuestión. En consecuencia, no valen las recetas generales y estándares, debiéndose respetar la cultura de la empresa, su misión y especialmente los intereses de la familia.

## Principales teorías relacionadas con la estructura de capital

En este apartado enunciaremos las principales teorías relacionadas con la estructura de capital de las organizaciones, las cuestiones relativas al financiamiento, o dicho de otra forma las fuentes de fondos de las empresas.

Entendemos por estructura de financiamiento como nos dice Drimer R. (2011) en su obra *Teoría del financiamiento*, en sus palabras:

Se denomina estructura de financiamiento a la combinación de todas las fuentes de financiamiento que permiten adquirir los recursos activos que emplean las organizaciones. Está formada por el endeudamiento, que son los recursos aportados por terceros, y el patrimonio neto, que son los recursos propios de las organizaciones, aportados inicialmente por sus asociados. (pp. 29)

Como nos dice el autor, estos aportes pueden ser externos (pasivo) o internos de la organización (PN). La combinación de ambos va a depender de la decisión que tomen los dueños, combinación que va a implicar por un lado el rendimiento deseado y por el otro el riesgo aceptable. Esta decisión es una de las principales cuestiones planteadas por la Administración Financiera.

A continuación desarrollaremos las principales teorías relacionadas con el financiamiento de las organizaciones. Por un lado un esquema determinístico, el cual aborda temas financieros desde un punto de vista interno de una empresa, analizando las principales variables e intentando proporcionar metodologías que lleven a maximizar a largo plazo el valor de la organización. Por otro lado un esquema probabilístico, el cual está más relacionado con variables externas a la organización como ser las cotizaciones y los rendimientos del mercado.

Es interesante tener presente el planteo teórico de estas teorías, ya que si bien no describen la realidad de modo absoluto, resultan herramientas muy útiles para entenderla.

### Esquema determinístico

#### 1- Modelo tradicional:

Se define el costo de capital como el costo promedio ponderado de todas las fuentes de financiamiento. Siendo su expresión algebraica, la siguiente:

$$K_0 = K_e * \frac{PN}{F} + K_i * \frac{P * (1-t)}{F}$$

Referencias:

$K_0$ : costo de capital; es el costo promedio de una empresa para obtener fondos.

$K_e$ : costo de capital propio; es el rendimiento que buscan obtener los asociados.

$K_i$ : costo de endeudamiento; son los intereses y demás costos directamente vinculados con contraer pasivos.

PN: patrimonio neto; son los recursos financieros propios atribuidos a una firma.

P: pasivo; es todo tipo de financiación de terceros.

F: estructura de financiamiento, igual a la suma P+PN, e igual al Activo (A) que solventa.

(1-t): factor impositivo.

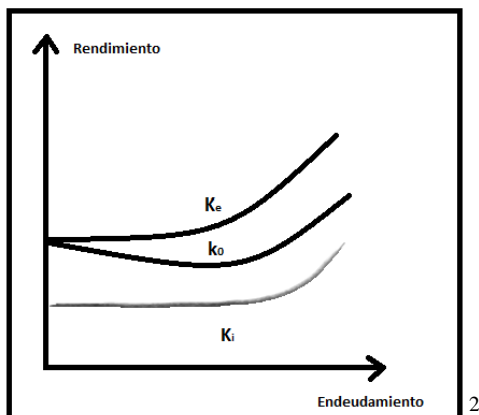
Este enfoque se basa en dos conceptos anteriormente mencionados: Rendimiento y Riesgo. Por rendimiento damos cuenta al que hay que conceder para obtener el

---

<sup>1</sup> Drimer, R. (2011). Teoría del financiamiento. Buenos Aires, Argentina: Buyatti O. D.

financiamiento ósea el costo de dichas fuentes de financiamiento, el cual surge como podemos apreciar en la formula vista anteriormente como costo de capital ( $K_0$ ). Luego el segundo concepto clave en dicho modelo es el riesgo. El riesgo al que nos referimos en este modelo es el endeudamiento, dicho riesgo se asocia con el largo plazo, el mismo encierra el riesgo a la banca rota (cesación de pagos), ósea de no poder abonar el interés y cargos mínimos del pasivo. El cual visualizamos con el indicador de endeudamiento, que figura en la ecuación anteriormente enunciada ( $P/F=$  en otras palabras Pasivo total sobre activo total).

Dicho modelo postula ciertas relaciones a partir de las 3 variables fundamentales mencionadas:  $K_0$ ,  $K_e$  y  $K_i$ . Suponiendo que puede obtenerse un  $K_i$  inferior a un  $K_0$  promedio general, hallan que  $K_e$  resultará superior al anterior. En otras palabras lo que se está intentando dar a entender es que en una primera etapa, el empleo de crecientes cantidades de financiamiento de tercero menos oneroso reduce el costo de capital, permitiendo un mayor rendimiento para el patrimonio neto. Pero al incrementarse el endeudamiento, el mayor riesgo que implica la necesidad de cumplir con las erogaciones fijas que suponen los servicios de capital más su rendimiento tiende a incrementar sostenidamente el costo, ya que los financistas incluyen implícitamente una creciente prima para los mayores riesgos que deben afrontar. De esta manera la curva que representa el costo de capital vuelve a retomar su nivel, indicando que pretender seguir aumentando el rendimiento del capital propio mediante mayor endeudamiento traerá aparejados riesgos rápidamente crecientes.



<sup>2</sup> Drimer, R. (2011). Teoría del financiamiento. Buenos Aires, Argentina: Buyatti O. D.

Es importante aclarar que la ecuación del modelo tradicional comprende el aspecto impositivo  $(1-t)$ , el cual nos permite homogenizar las expresiones de ambos sumandos. Con homogenizar nos referimos a que ambas expresiones tanto el costo del capital propio como el costo del endeudamiento quedan expresados ambos después de impuestos.

## **Modelos probabilísticos**

### **1- Teoría de la irrelevancia de Franco Modigliani y Merton Miller (1958).**

Para comprender este modelo debemos partir del conocimiento de la hipótesis del mercado eficiente (HME), la cual establece que un mercado eficiente es aquel que se caracteriza por su elevada liquidez, por poseer un gran número de operaciones, bajos costos de transacción, ausencia de barreras de entrada y salida e información cristalina para todos los participantes.

Con respecto a este modelo Drimer, R. (2011) explica lo siguiente:

Dentro de esta escuela de pensamiento, Modigliani y Miller aportaron su conocida posición sobre la imposibilidad de aumentar el valor de una compañía con acertadas decisiones sobre su estructura de financiamiento. Afirman que su costo de capital, o sea el costo promedio ponderado de todas sus fuentes financieras, es constante e independiente de las distintas proporciones de endeudamiento y de patrimonio neto propio que pueda recibir. Al aumentar el endeudamiento, aumenta el riesgo de caer en cesación de pagos por la mayor carga fija de interés; sin embargo, la mayor tasa de interés que exigirían los acreedores se compensaría con el menor rendimiento sobre su capital propio que podrían exigir los accionistas, dando un costo de capital total promedio constante e independiente del grado de endeudamiento. (p. 42)

Los autores mencionados postulan sus proposiciones clásicas que desarrollamos a continuación.

- **Primera proposición**

$$\theta_k = \frac{\bar{X}_j}{V_j} \quad 3$$

Referencia

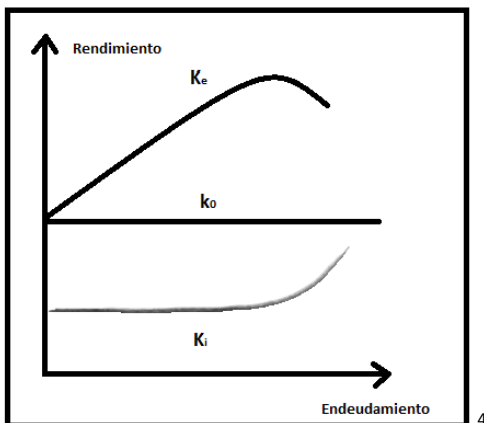
$X_j$ : rendimiento probable de la empresa  $j$  dentro de la actividad  $k$ .

$\theta_k$ : costo de capital de la misma.

$V_j$ : valor de mercado total de la empresa  $j$  dentro de una actividad económica  $k$ .

De esta primera proposición se desprende que el endeudamiento es independiente del costo de capital promedio. Ante un mayor riesgo por endeudamiento, el mercado arbitrará asignando mayor prima a los acreedores y menor rendimiento esperado a los accionistas, manteniendo constante el costo de capital.

Esta misma explicación la podemos visualizar en el siguiente gráfico. El cual nos permite visualizar que el endeudamiento es independiente del costo de capital promedio.



- **Segunda proposición**

<sup>3</sup> Drimer, R. (2011). Teoría del financiamiento. Buenos Aires, Argentina: Buyatti O. D.

<sup>4</sup> Drimer, R. (2011). Teoría del financiamiento. Buenos Aires, Argentina: Buyatti O. D.

$$I_j = \theta_k + (\theta_k - r) \frac{D_j}{A_j}$$

5

Referencia:

$\theta_k$ : costo de capital de la misma.

r: tasa de costo de endeudamiento.

$I_j$ : tasa probable de rendimiento de la empresa j.

$D_j$ : valor de mercado del pasivo de dicha empresa j.

$A_j$ : valor de mercado de las acciones ordinarias de dicha empresa j.

Esta segunda proposición surge del supuesto de que siempre es posible disponer de capital de terceros más barato que el rendimiento del capital propio. Frente a ello Modigliani y Miller hallan que la rentabilidad de una firma es una función lineal y directa de su razón de endeudamiento multiplicada por el diferencial de rendimiento, a la cual suman la tasa de costo de capital, todo expresado en valores de mercado.

Con esta idea de función lineal, los autores intentan explicar que, en condiciones de Mercado eficiente, podría optimizarse la tasa probable de rendimiento de una empresa mediante el incremento del endeudamiento. No obstante, mencionan la existencia de una proporción de endeudamiento máximo admisible para cada sector de la economía.

- **Tercera proposición**

$$VF = \frac{(t \cdot r \cdot D)}{r} = t \cdot D$$

6

VF: valor actual del escudo fiscal por deducción de los intereses del pasivo cuando el número de años tiende a infinito.

t: es la tasa del impuesto a las ganancias, o impuesto directo similar.

---

<sup>5</sup> Drimer, R. (2011). Teoría del financiamiento. Buenos Aires, Argentina: Buyatti O. D.

<sup>6</sup> Drimer, R. (2011). Teoría del financiamiento. Buenos Aires, Argentina: Buyatti O. D.

D: deuda de la empresa.

r: tasa de costo de endeudamiento.

En esta última proposición los autores incorporan el factor impositivo ( $t$ ). Dicho factor impositivo es la tasa del impuesto a las ganancias, que está vinculada a las ganancias obtenidas por la compañía.

Introducen una modificación a su trabajo inicial considerando los efectos de la existencia de un sistema impositivo sobre las decisiones financieras de la empresa. Específicamente introducen en el análisis a los impuestos corporativos como el único método de recaudación del Estado descartando la presencia de alguna otra variante (por ejemplo algún beneficio fiscal según el sector, ubicación, tipo de inversión, etc.). A partir de dicha corrección, se obtiene como resultado que el valor de la firma no es independiente de la estructuración de capital, sino que existe una ganancia adicional para la empresa cuando ésta se financia con deuda, por lo que el endeudamiento será favorecido frente a la emisión de capital propio. En otros términos, el valor de la firma es una función que depende del apalancamiento financiero de la empresa y de la tasa corporativa de impuestos, por lo que su valor máximo se obtiene minimizando el monto total de impuestos a pagar, a lo cual la firma puede acceder mediante una estrategia de endeudamiento permanente.

Es interesante el hecho de que los intereses de deuda suelen ser deducibles del impuesto, mientras que el rendimiento del capital propio no, por ello consideraran los autores que parte del costo del endeudamiento es absorbido por el gobierno y que a largo plazo el valor de la empresa se ve incrementado por el efecto del escudo fiscal.

La hipótesis de Modigliani-Miller (M-M) ha sido recurrentemente criticada bajo el argumento de no corresponderse con las condiciones empíricas en las que operan las firmas. Sin embargo, su esquema de análisis se convierte en el punto de partida de un complejo conjunto de teorías que intentan explicar el fenómeno de la estructuración de capital cuando alguno de los supuestos no se cumplen. De esta manera, comienzan a desarrollarse diversos marcos teóricos que se interiorizan en el análisis de las imperfecciones de mercado, entre ellas: los efectos fiscales de la deuda, las dificultades



financieras que esta produce, los conflictos de intereses entre los agentes participantes en la empresa y las asimetrías de información entre ellos.

Dentro de los marcos teóricos que se desarrollaron en respuesta a las proposiciones de M-M, se reconocen en la literatura académica, tres de ellos como los más relevantes: la Teoría del Trade Off, la Teoría del Pecking Order y la Teoría de la Agencia.

## 2- La Teoría del equilibrio estático o Trade Off (1977)

La teoría del trade-off, también conocida como teoría estática, sugiere que las empresas se adaptan a un nivel de endeudamiento óptimo, que está determinado por un trade off entre los costos y los beneficios del endeudamiento, es decir, el nivel de endeudamiento depende de un equilibrio óptimo entre las ventajas tributarias de la deuda y las desventajas derivadas del incremento de la posibilidad de quiebra.

La siguiente ecuación nos permite visualizar esta idea.

$$\text{VMEE (E)} = \text{VMNE (E)} + \text{VAAF (E)} - \text{VACI (E)} \quad ^7$$

Referencia

**VMEE (E)**: Valor de Mercado de la Empresa Endeudada.

**VAAF (E)**: Valor Actual del Ahorro Fiscal Esperado derivado de los intereses de deuda.

**VACI (E)**: Valor Actual de los Costos de Insolvencia Esperados.

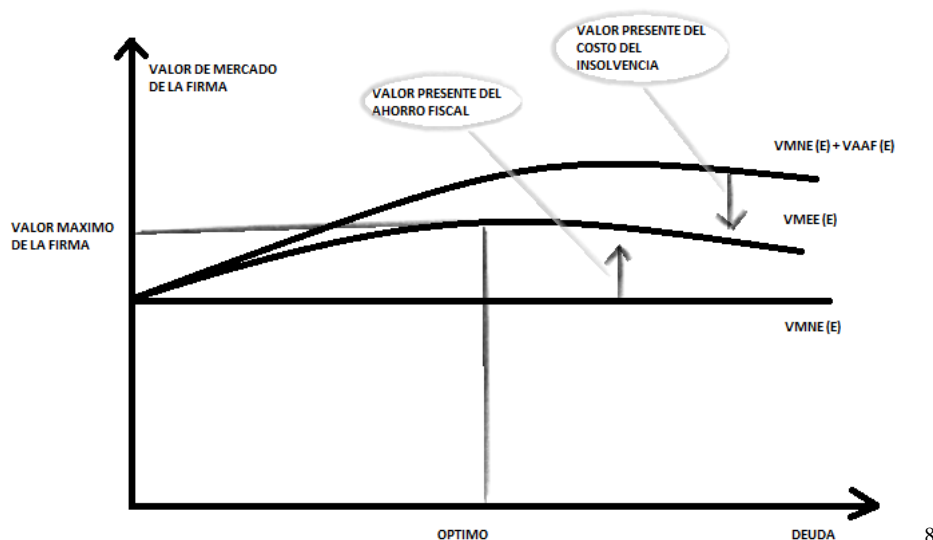
**VMNE (E)**: Valor de Mercado de la Empresa No Endeudada.

Esto implica que la diferencia entre la firma endeudada y la firma no endeudada viene dada por la capacidad de la primera de poder nivelar entre las ventajas de la cobertura impositiva brindada por el endeudamiento financiero y las desventajas derivadas de los costos de insolvencia generados por dicha decisión de endeudamiento. De esta forma, el

---

<sup>7</sup> Gonzalez L. E. (2016). La Estructura De Capital en Pequeñas y Medianas Empresas: Un Enfoque De Múltiples Criterios De Decisión (Tesis de Posgrado). Universidad de Buenos Aires, Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

directivo debería elegir la relación de endeudamiento que maximice el valor de la empresa. Dicha idea podemos visualizarla en el siguiente gráfico.



Cuando se alcanza la combinación óptima entre deuda y recursos propios, las empresas maximizan su valor y no tienen incentivos para aumentar su deuda, pues una unidad monetaria adicional en el endeudamiento supone una pérdida marginal neta valor. Por ende, esta teoría defiende la existencia de una estructura de capital óptima en la empresa, al considerar que tal estructura define el valor de la firma.

### 3- Teoría de la jerarquía de las preferencias o Teoría del orden jerárquico (Pecking Order Theory)

La teoría de la jerarquía de las preferencias supone que la empresa no tiene una estructura óptima de capital, contrario a lo que sugiere la teoría del trade off. En su planteamiento, tiene en cuenta algunas imperfecciones de los mercados, en especial las relacionadas con la presencia de información asimétrica.

<sup>8</sup> Gonzalez L. E. (2016). La Estructura De Capital en Pequeñas y Medianas Empresas: Un Enfoque De Múltiples Criterios De Decisión (Tesis de Posgrado). Universidad de Buenos Aires, Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

En los mercados perfectos, la información no tiene costo y está disponible para todos los inversionistas sin restricción alguna, lo que implicaría que todos los participantes del mercado poseen información simétrica sobre todas las firmas que buscan financiación en él.

Cuando los mercados no son perfectos y hay incertidumbre en ellos, puede haber diferencias en la disponibilidad de la información y son los directivos de las empresas los más aventajados en el acceso a ella. Por supuesto, esta situación genera la aparición de conflictos entre los administradores del ente, los accionistas, los acreedores y los potenciales inversores.

De esta forma e introduciéndonos específicamente en la Teoría del Orden Jerárquico, observamos que este abordaje considera que los agentes internos o insiders de la firma (gerentes y directivos) poseen mayor información que los agentes externos u outsiders (inversores externos, bancos, entidades financieras), y que están dispuestos a utilizarla en su provecho; como consecuencia de ello los outsiders siendo conscientes de esa situación y actuando bajo un esquema racional, exigen mayores tasas de rendimientos por sus aportes de capital que compensen esa incertidumbre sobre riesgo.

Lo expuesto deriva en un encarecimiento de la financiación externa con respecto a los fondos internos, dando origen al postulado más fuerte de esta teoría; como no se pueden sustituir los fondos internos con los externos a costos irrisorios o inexistentes, la firma plantea un orden de jerarquía en las preferencias de fondos, puesto que así maximiza el valor de la firma. Al respecto: primero se prefieren los fondos internos (los que surgen de las ganancias provocadas por la compañía), luego se opta por los fondos externos provenientes de la emisión de deuda y por último, si la insuficiencia de capital lo requiere, se recurre al mercado de capitales (emisión de acciones). (Myers, S. & Majluf, N., 1984, pp. 187-221)

En una primera instancia las firmas usarán los fondos propios, puesto que poseen menores costos; agotada esta fuente se optará por deuda especialmente con garantías y a corto plazo; luego por deuda a largo plazo hasta llegar a la emisión de activos financieros, cuando el proyecto tenga la envergadura y rentabilidad que así lo justifique. Estos últimos

(emisión de títulos y acciones) tienden a evitarse por involucrar largos procesos que conllevan mayores costos y los exponen a la mirada del mercado de capitales.

Por último, las explicaciones para justificar el orden de jerarquía señalan que, las firmas rentables prefieren utilizar sus recursos internos a los fines de evitar los costos de ajuste y tiempo que pudiese transcurrir hasta que la empresa se sitúe en un nivel óptimo de deuda.

#### **4- La Teoría de la Agencia en la estructura de capital**

Definimos relaciones de agencia a un contrato bajo el cual un sujeto principal (accionistas e inversores) contrata a un agente (Gerente) para desempeñar algún servicio a su favor, el cual envuelve la delegación de algunas decisiones, otorgando autoridad al agente. Así, los costos de agencia surgen ante la posibilidad de que el agente NO actúe en beneficio de los intereses de los principales.

En el marco de la estructura de capital, los costos de agencia se encuentran implícitos en todas aquellas decisiones y/o acciones ejecutadas por los gerentes que afecten la riqueza, control y derechos de accionistas y acreedores. Básicamente existen dos problemas principales entre ellos, a saber: por un lado el problema entre los directivos de una empresa y los accionistas, y por otro el problema entre accionistas y proveedores de financiamiento.

Debajo desarrollaremos cada uno de estos problemas y, además ejemplificaremos algunas de estas causas para hacerlos más visibles.

##### **Conflicto entre accionistas y directivos**

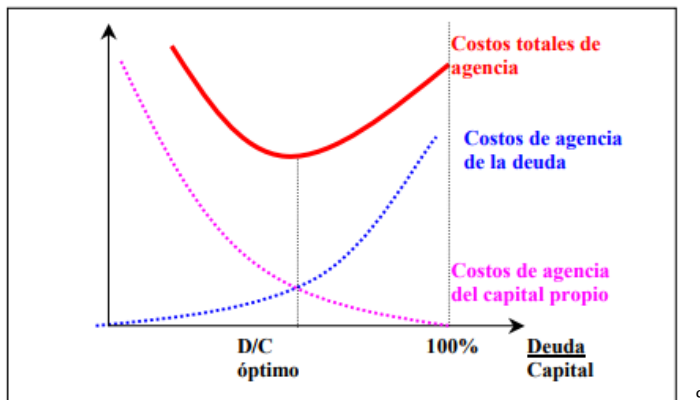
Cuando la propiedad y la gerencia están separadas en una firma, existe la posibilidad que los gerentes actúen en función de su propio interés y dejen de lado el objetivo de maximizar el valor de la empresa. Ejemplo de estos conflictos son: la decisión de retener o distribuir el exceso de Cash Flow Libre; preferencias por proyectos de costo reducido y cuyos beneficios se realicen lo antes posible en lugar de inversiones a largo plazo; el uso de los activos; el riesgo dispuesto a asumir, etc.

### **Conflicto entre accionistas y acreedores**

Surgen cuando los obligacionistas prestan dinero a la firma suponiendo que esta invertirá en proyectos de bajo riesgo, y finalmente el dinero se invierte en un proyecto de alto riesgo. Esta situación, conocida como sustitución de activos, transfiere riqueza de los obligacionistas a los accionistas, ya que el interés que deberían percibir los obligacionistas por el incremento del riesgo de la deuda, lo recibirán los accionistas por beneficiarse de un proyecto más riesgoso y al mismo tiempo más rentable, financiado con un menor costo de deuda del que debería haber sido, como respuesta, los acreedores previendo la conducta de inversión sub-óptima, intentarán descontar las potenciales pérdidas a partir de un incremento en el costo del préstamo.

Cada uno de los conflictos planteados anteriormente responden a dos tipos diferentes de costos de agencia en el primer caso corresponde al “costo de agencia del capital propio” y en el último “costo de agencia de la deuda”, dichos costos como se explicó anteriormente radican en las diferencias de intereses de cada una de las partes intervinientes en las decisiones de la organización, incrementan los costos y condicionan los objetivos de la misma. Los costos están relacionados a escenarios en donde por ejemplo el gerente de la organización toma una decisión más beneficiosa para su gestión descartando aquella que aunque mejor, sus beneficios podrían observarse en años venideros cuando él ya no esté en la misma. Estas acciones tienen sus consecuencias y pueden medirse en costos. Otro costo a tener presente, es el aumento de intereses en los préstamos, ya que el acreedor o prestamista se anticipa al hecho de que se tome un riesgo superior al del contrato.

En el siguiente gráfico, Briozzo, A. & Vigier, H. (2006) plasman la idea explicada. Los costos de agencia de la deuda crecen a medida que los niveles de deuda crecen, en cambio los costos de agencia del capital propio decrecen a medida que los niveles de deuda crecen.



9

Por su parte, Jensen M. & Meckling, W. , sugieren que existe una combinación óptima entre financiación interna y externa que vendrá dada por la minimización de los costos de agencia totales. (Jensen M. & Meckling, W. (1976))

Es decir, minimizando tales costos el gerenciamiento determinará el nivel de endeudamiento óptimo, el cual será distinto para cada firma dependiendo de la magnitud en la compensación de los costos de agencia generados por el enfrentamiento de intereses.

Si bien todos estos esquemas/postulados basados en la hipótesis de mercado eficiente (HME) presentan ciertas limitaciones para su aplicación en contextos menos desarrollados e inestables como el tratado en la presente tesis, son teorías que nos permiten comprender la estructura de financiamiento de las organizaciones.

## Riesgos

Existen riesgos operativos y financieros, que asechan la normal operatoria de las organizaciones, en palabras de Tapia, Olivo & Perossa (2016):

El concepto de riesgo expresa una noción multidisciplinaria y compleja, relacionando acciones humanas y hechos contextuales. Es imposible tener en

---

<sup>9</sup> Briozzo, A. & Vigier, H. (2006). *La estructura de financiamiento Pyme, una revisión del pasado y presente*. Noviembre, 02, 2017, de Munich Personal RePEc Archive. Recuperado de: <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/5894/>

cuenta cada riesgo en un mundo cambiante y caótico, sin embargo esto no implica en absoluto bajar los brazos y asumir peligros evitables. (p. 5)

Estos autores nos resaltan la importancia de tener presente la existencia de estos riesgos, el saber que existen, nos da una posibilidad de evitar, aunque sea sólo en parte, sus consecuencias negativas.

### **Riesgos operativos**

**Riesgo operativo:** es un riesgo por variación de los resultados operativos de los negocios y por ende es un elemento indicador de cambios en las valuaciones de los activos invertidos o a invertir. Las variaciones en las ventas (precio y/o cantidad), costos de producción y demás operativos y entre la facturación y la cobranza son manifestaciones del riesgo operativo. En palabras de Tapia et al (2016):

Es una eventualidad de pérdidas ocasionadas en la ejecución de los procesos y funciones de la empresa. Están dadas por la posibilidad de incurrir en ineficiencias o errores en el empleo de recursos humanos en los procesos productivos, en la tecnología, las decisiones de la infraestructura o por la ocurrencia de hechos externos al ente. (p. 80)

**Riesgo de precios:** riesgo relacionado a la variación en el tiempo de los precios de venta de los productos, como también los precios de compra de los insumos. Este riesgo se mide en base a la volatilidad, ósea la variación en el cambio de precios tanto de productos como de insumos.

**Riesgo empresarial:** es un fenómeno subjetivo-objetivo del proceso de toma de decisiones en situación de riesgo e incertidumbre, bajo la probabilidad de obtener resultados negativos en los objetivos tácticos y estratégicos de la empresa. Se podría producir un resultado peor al previsto, en la etapa de planeación, de modo tal que el riesgo se presenta como un fenómeno complejo de carácter objetivo y a la vez subjetivo.

**Riesgo comercial:** es aquel riesgo que la empresa está dispuesta a correr a efectos de crear ventajas competitivas en el mercado en el cual opera, a efectos de posicionarse mejor en el mercado y crear valor (mayor) para la organización. Está estrictamente relacionado con el producto que la compañía produce o comercializa en el mercado en el cual opera.

**Riesgo de crédito comercial:** es aquel riesgo que nace del beneficio que se le otorga al cliente de abonar su compra con posterioridad a la toma de posesión de la mercadería vendida (producto o servicio). Podría generar un problema en la operatoria diaria el hecho de que la deuda se incremente o no se cancele.

**Riesgo por la obsolescencia de la tecnología:** Riesgo vinculado con la inversión realizada por la organización. Este riesgo prevé la caída en desuso de equipamientos y tecnologías por un insuficiente desempeño en sus funciones en comparación con las nuevas versiones utilizadas en el mercado.

**Riesgo por inflexibilidad del proceso productivo:** este riesgo está estrechamente vinculado a la forma en que la organización administra la producción de sus bienes y servicios, dicho de otra forma está vinculada a la organización del conjunto de tareas que hacen al proceso productivo. Con flexibilidad se hace referencia a la posibilidad y rapidez en que una organización puede cambiar dichas tareas para generar un volumen mayor o menor y/o otros productos.

**Riesgo de Internalización:** este riesgo comprende todos los riesgos al que se expone una organización por competir e ingresar a otros mercados cuando decide llevar a cabo una internalización de ella misma (abordar nuevos mercados externos). Comprenden este riesgo: el **riesgo país, riesgo de mercado, riesgo económico, riesgo cambiario, riesgo político.**

**Riesgo país:** se refiere al riesgo de modificaciones en las condiciones políticas, financieras y económicas, afectando la normal operatoria de la empresa, incrementando la probabilidad de que la empresa no esté en condiciones de devolver los préstamos que fueran otorgados.



**Riesgo económico:** es el riesgo asociado a las variaciones en el ciclo económico de un país. El peligro que supone un cambio económico desfavorable de la economía, así como el impacto de problemas sociales.

**Riesgo cambiario:** se refiere a la posibilidad de cambios bruscos en la relación entre moneda local y divisas extranjeras, sea que el cambio ocurra por decisión de las autoridades del país, donde la empresa desarrolla su actividad (cambios en la política cambiaria) o por decisión de los países hacia donde la empresa exporta o desde donde importa. También los cambios pueden deberse pura y exclusivamente al mercado, sin intervención y/o decisión de las autoridades. Estas modificaciones pueden ocasionarle a las empresas pérdidas de gran magnitud.

**Riesgo político:** es aquel asociado a las actuaciones de los organismos gubernamentales de un país, que por su intervencionismo afectan negativamente a las empresas, como por ejemplo cambios en la aplicación de normas. En definitiva, las actuaciones de las administraciones públicas que resultan perjudiciales para el negocio.

**Riesgo de siniestro:** se refiere a la posibilidad de que ocurra algún siniestro (incendio, accidente, inundación) que afecte la normal operatoria de la empresa.

### **Riesgos financieros**

**Riesgo financiero:** se refiere a la variabilidad de los beneficios esperados por los accionistas.

**Riesgo de insolvencia:** este riesgo está relacionado al otorgamiento de créditos, ya que se lo asocia a la incertidumbre de que una empresa no pueda hacer frente a la obligación de pagar los intereses y la amortización de su deuda.

**Riesgo en la tasa de interés:** se considera la posible variación de los resultados de la empresa en función de la variación de las tasas de interés, ósea las posibles pérdidas que puede sufrir la empresa al registrarse movimientos en las tasas que la afecten.

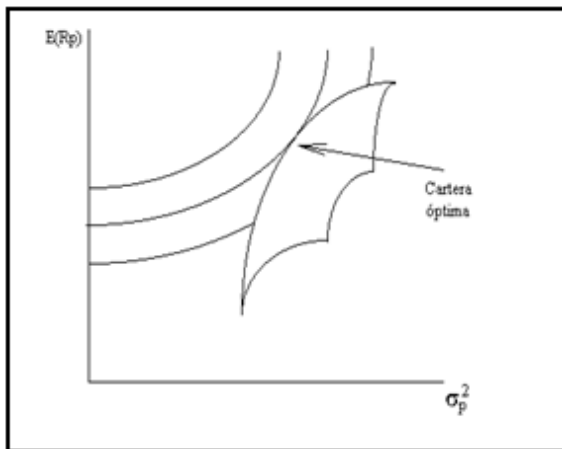
**Inflación:** es la depreciación del poder adquisitivo del dinero en el tiempo (no es el valor tiempo del dinero).

## Principales teorías relacionadas con las inversiones

### La Teoría del Portafolio

Creada por Markowitz, quien estudio la relación existente entre el riesgo y el retorno. En esta teoría Markowitz nos explica que se puede reducir el riesgo en la inversión si se invierte en la combinación de dos o más activos financieros. A esta combinación de dos o más activos se lo conoce como portafolio o cartera de inversiones.

Por medio de la programación lineal (cuadrática) él determina un área de posibilidades o factibilidad de inversión al relacionar las variables del riesgo con las de retorno. Al dibujar esta área se obtiene una “frontera” superior (frontera de inversiones), dada por el límite cuando  $X$  tiende a cero. La imagen tiene una forma de paraguas o sombrilla, como podemos apreciar en el grafico siguiente.



Referencia: Elaboración propia. Gráfico de Set de Oportunidades.

El área dibujada se denomina Set de oportunidades y son las infinitas combinaciones de activos que pueden hacerse.

Dentro de esta área se encuentran infinitas combinaciones que el inversor puede realizar, combinando riesgo y retorno. Lo que resta por hacer es definir cuáles de ellas debe escoger el inversor. En este punto Markowitz introduce la Teoría de la utilidad de Morgenstern, que es aquella que mide niveles equivalentes de satisfacción. Para el caso en cuestión, sería aquella inversión que produzca mayor satisfacción con el mínimo riesgo.

Cada inversor tiene su propia curva de utilidad, según su perfil inversor. La cartera óptima se obtiene al combinar la curva de utilidad con el set de oportunidades, dando como resultado la frontera de inversiones.

Markowitz establece que si bien sigue existiendo un riesgo, propio del mercado, con la diversificación de la cartera, se logra una mejor inversión general.

### **Modelo de equilibrio de activos financieros o Modelo de valuación de activos de capital (Capita Asset Pricing Model - CAPM)**

Willian Sharpe es quien ha desarrollado este modelo. El esquema teórico de Markowitz basado ya no en un rendimiento mínimo exigido ex ante por el inversionista sino en la relación del retorno esperado de un instrumento financiero versus el conjunto que integra el mismo mercado; ósea Willian Sharpe desarrolló las ideas de Henry Markowitz añadiéndole nuevas dimensiones, por un lado el comportamiento de un instrumento financiero en relación con todo el mercado del cual forma parte y por el otro la incidencia de la actitud del inversor frente al riesgo.

Es interesante resaltar que este modelo, si bien comenzó estudiando el rendimiento de los instrumentos de inversión en el mercado financiero, dada la equivalencia en las estructuras de activos y de financiamiento, también se ha empleado para estudiar el costo de los instrumentos de financiamiento.

El Modelo:

$$K_e = R_F + (R_m - R_F) \times \beta$$

Referencia:

Ke: rendimiento esperado del instrumento o del mercado / costo de capital.

Rf: tasa libre de riesgo / rendimiento mínimo esperado.

B: coeficiente beta o riesgo sistémico de la acción.

Rm: rendimiento esperado del mercado.

(Rm-Rf): prima de riesgo de mercado.

Según este modelo la tasa del costo de capital depende de la tasa libre de riesgo y del riesgo de mercado. Entendemos por tasa libre de riesgo a la renta mínima que se alcanza con una inversión segura (sin riesgo de default), sería el rendimiento de un bono de un país con alta calificación, como por ejemplo EEUU. El coeficiente beta representa al riesgo de mercado o no diversificable, es decir, aquel que no puede eliminarse mediante una diversificación de la cartera, mide la relación existente entre los retornos porcentuales de la acción y los retornos porcentuales del mercado.

## Perfil Inversor

En este apartado caracterizaremos los diferentes perfiles de inversores que existen en el mercado y destacaremos la importancia de poder identificarlos para así asesorarlos en cuanto a las herramientas que requieran, según sus necesidades y los de su empresa.

El perfil va a estar relacionado al rendimiento que se pretende lograr y a los riesgos que se está dispuesto a asumir. Los diferentes perfiles son:

1. Conservador
2. Moderado

### 3. Arriesgado

El inversionista conservador se caracteriza por invertir en aquellas inversiones de crecimiento moderado, sin asumir riesgos importantes, pudiendo obtener una liquidez inmediata de sus inversiones y busca minimizar la incidencia de las fluctuaciones del mercado.

Por otro lado, el inversionista moderado se caracteriza por estar dispuesto a asumir ciertas oscilaciones en sus inversiones, esperando que a mediano-largo plazo pueda obtener una rentabilidad mayor. Este es un perfil intermedio entre el moderado y el arriesgado (amante del riesgo). En este perfil encontramos a aquellas personas que pueden tolerar cierto riesgo en sus inversiones a cambio de una rentabilidad mayor.

Por último, el perfil arriesgado, se trata de personas cuyo objetivo principal es maximizar el rendimiento de su cartera, asumiendo un alto componente de riesgo. Ellos están dispuestos a mantener sus inversiones por largos períodos de tiempo sin dar una alta prioridad a la disponibilidad inmediata de sus inversiones.

## Conclusión

En el título anterior se han desarrollado las teorías que dan base a nuestra tesis. Se ha conceptualizado a la organización objeto de estudio y se ha descrito el contexto complejo del cual forma parte.

Luego, hemos presentado las principales teorías relacionadas con la estructura del capital y con las inversiones, que sustentan a las herramientas presentadas en los próximos capítulos.

En cuanto a las teorías relacionadas con la estructura de capital, es importante destacar que dicha estructura está formada por la combinación de las distintas fuentes de financiamiento existentes, pudiendo ser interna (PN) o externa (PASIVO). La combinación óptima de ellas hace a la principal cuestión planteada por la administración financiera.

Se han desarrollado las siguientes teorías: Modelo Tradicional, Teoría de la Irrelevancia de Franco Modigliani y Merton Miller(M-M), La teoría del Trade Off, La teoría del orden Jerárquico y la Teoría de la Agencia en la estructura del capital. Las últimas tres surgen como crítica de la segunda, la cual está basada en la Hipótesis del Mercado eficiente (HME), siendo sus principales postulados, los siguientes: elevada liquidez, gran número de operaciones, bajos costos de transacción, ausencia de barreras de entrada y salida e información cristalina para los participantes.

La HME no refleja la realidad en su totalidad, sin embargo es muy útil para interpretarla y poder analizarla. Por esta razón es que ha dado origen a un conjunto de teorías que intentan explicar aquellas situaciones en las que alguno de sus postulados no se cumple.

Con respecto a las teorías relacionadas con las inversiones, se han presentado las siguientes: La teoría del portafolio de Markowitz y el modelo de valuación de activos de capital (CAPM) de William Sharpe, las cuales destacan la importancia de la existencia del perfil inversor en la figura del empresario y la reducción del riesgo con la diversificación de la inversión.

## **CAPITULO 3: Estructuras adecuadas de financiamiento**

### **Introducción a las estructuras de financiamiento externo.**

En el presente capítulo se desarrollaran las distintas fuentes de financiamiento existentes en el mercado argentino. Estas fuentes pueden ser internas, de la propia organización (Patrimonio Neto), esto quiere decir que la organización puede auto financiarse, o recurrir al mercado y obtener financiación de terceros (Pasivo). También existe la alternativa de que la organización utilice un mix entre ambas fuentes, como bien se puede observar en las teorías referidas a esta temática en el Marco teórico.

Es importante aclarar que en esta tesis hemos elegido solo desarrollar el financiamiento de fuente externa, para conocer las herramientas que existen en el mercado y a las que

pueden recurrir las Pymes cuando necesitan hacerse de fondos y liquidez para llevar a cabo un proyecto o una inversión productiva vinculada a su negocio principal. Para las PyMEs esto es fundamental, ya que debido a los recursos acotados que tienen deben saber explotar estas fuentes al máximo, intentando lograr un negocio más eficiente.

Si bien las organizaciones, objeto de estudio en esta tesis, no utilizan en general todas las herramientas que se desarrollarán en el presente trabajo, se hará un recorrido explicativo de cada una de ellas para conocerlas y comprender cómo podrían utilizarlas, ya que podrían serles de gran utilidad.

Por último, un punto fundamental a la hora de buscar financiación, es saber interpretar en que momento de su ciclo de vida se encuentra la organización. Como hemos visto en el Marco teórico (Ciclo de vida de una organización), la vida de una empresa puede dividirse en 5 etapas: nacimiento, crecimiento, madurez, declinación y liquidación, pudiendo o no pasar por la etapa de renacimiento. Las herramientas de financiamiento que sean óptimas en un momento pueden no serlo en otro.

## **Desarrollo de las fuentes de financiamiento externo en el mercado local argentino.**

A continuación desarrollaremos las distintas fuentes de financiamiento existentes en el mercado: Family, friend and fool, Inversores Angeles, Crowdfunding, Financiación a través de proveedores de la compañía, Créditos productivos, Leasing, Fideicomisos, Factoring, Forfaiting, Warrants, Sociedades de Garantía Recíproca, Obligaciones negociable, Instrumentos híbridos y Asistencia del Ministerio de Producción a Pymes.

### **Family, friend and fool**

Es el tipo de financiación con el cual arrancan la mayoría de los proyectos llevados a cabo por emprendedores (potenciales fundadores de la futura empresa), porque es una fuente considerada “al alcance de la mano”, comprende los fondos que obtiene de las

amistades y de los familiares, para poder iniciar su proyecto. Los motivos de este préstamo inicial radican en el afecto hacia la persona emprendedora y la expectativa sobre la idea que tiene el emprendedor.

Esta fuente de financiamiento es característica de la etapa de nacimiento, luego en el caso de que el proyecto despegue deberá recurrir a otras fuentes para poder fondearse y hacerse de los bienes de capital, la infraestructura necesaria o alguna otra necesidad que requiera el negocio para poder seguir desarrollándose.

### **Inversores ángeles**

Un inversor ángel o también llamado padrino o inversor de proximidad, es un individuo prospero que provee capital propio a una start-up (empresa emergente), usualmente a cambio de una participación accionaria. Además de capital financiero, aporta sus conocimientos empresariales o profesionales adecuados para el desarrollo de la sociedad en la que invierten.

La única manera en que los inversores ángeles van a recibir su ganancia es vendiendo sus participaciones, esto puede ocurrir al momento de recibir una ronda de inversión o una adquisición. Es a través de covenants (cláusula contractual) que se asegurarán el mecanismo de salida.

El capital ángel cubre el espacio en la financiación de un negocio naciente, entre las tres F (family, friends and fools – anteriormente desarrollado) de capital semilla y entidades de capital riesgo (tercera ronda de financiación para las start-up), por lo que las inversiones ángeles son la segunda ronda de financiación para empresas emergentes.

### **Crowdfunding**

Es un sistema de financiamiento colectivo o un préstamo atomizado, el cual crea puentes de conexión e intercambio entre inversores individuales y proyectos innovadores o sin escala, que no son atractivos para el financiamiento tradicional. Actualmente el crowdfunding se encuentra contemplado en la nueva Ley de Capital Emprendedor N° 27.349 que tiene por objeto apoyar la actividad emprendedora en el país, y la Resolución general N° 700 (“SISTEMA DE FINANCIAMIENTO COLECTIVO. CROWDFUNDING.



PROCEDIMIENTO DE ELABORACIÓN PARTICIPATIVA DE NORMAS”) en la cual se determina el régimen informativo a cumplimentar.

En cuanto a la operatoria del Crowdfunding es interesante mencionar que se da a través de canales de internet. El usuario debe registrarse en el portal y subir una descripción del proyecto que planea llevar a cabo, puede ser mediante un video digital, para que inversores en busca de oportunidades puedan realizar aportes a aquellos proyectos que les resulten atractivos, por esto es fundamental además que se detallen los beneficios que recibirán al aportar.

Esta fuente de financiamiento, al igual que la anterior, también pertenece a la etapa de nacimiento, es una herramienta bastante novedosa y actual, ya que utiliza canales informáticos donde se reúnen los posibles inversores (capitalistas) y los emprendedores en busca de financiamiento para poder desarrollar sus ideas. Esta moderna herramienta de financiamiento ya se encuentra contemplada en la legislación vigente, lo que otorga un marco regulado y de mayor seguridad para las partes.

### **Financiación a través de proveedores de la compañía**

Este financiamiento es el que surge de pagar a plazo las mercaderías, materias primas y/o servicios a los proveedores. La empresa contará entonces con más días para abonar la compra, pudiendo operar con un financiamiento en muchos casos gratuito, sin ningún tipo de interés de por medio. En la mayoría de los casos comprenden algún tipo de acuerdo comercial en cuanto al pago, a la hora del ofrecimiento del producto y/o servicio.

Esta fuente de financiamiento pertenece o es aplicable en todas las etapas de vida de la organización, menos en la etapa de declinación, ya que los proveedores necesitan garantías para extender fechas de pago y una empresa en declinación puede no cumplir con tales exigencias.

Decimos que la fuente desarrollada anteriormente es aplicable a todas las etapas, ya que está relacionada con la operatoria de la organización y la misma es llevada a cabo tanto por Pymes como por empresas de mayor envergadura.

### **Créditos productivos**

Son los créditos de tipo empresarial, microcrédito o Pyme otorgado para desarrollar alguna actividad productiva. Están destinados a cubrir necesidades de financiamiento para capital de trabajo, permiten la compra de materia prima, insumos, pago de mano de obra y otras necesidades para ejecutar las operaciones, o capital de inversión que permita adquirir maquinaria, equipos, infraestructura u otros bienes duraderos que permitan incrementar o mejorar la capacidad productiva o de ventas.

Esta fuente de financiamiento es considerada necesaria para el desarrollo de la actividad productiva de una Pyme y está basada en la confianza de que el normal desenvolvimiento de la industria hará posible la devolución del préstamo. Se contrapone a crédito al consumo.

Son muchas las entidades bancarias que ofrecen estos créditos, estatales, provinciales, municipales y privadas.

Dentro de esta línea de créditos podemos enunciar los siguientes: Línea de créditos con tasas preferenciales, Plazo fijos especiales destinados a empresas, Acuerdo para girar en descubierto, Descuento de cheques de pago diferido, Adelantos de Cta. Cte. con Cesión de facturas, Leasing, Financiamiento al capital de trabajo (financiamiento de ventas, cuentas por cobrar o inventarios), Financiamiento de proyectos de inversión e inversiones productivas, Financiamiento de adquisición, ampliación y remodelación de inmuebles, Soluciones Interbanking para agilizar y controlar la tesorería de las Pymes, Beneficios bancarios para los empleados por depositar los sueldos en determinado banco, Servicios de pagos y cobros, Planes de tarjetas de créditos destinadas a empresas con beneficios y descuentos, Trato preferencial y personalizado para el cliente empresa, entre otros.

Esta alternativa de obtención de financiamiento, como vimos, engloba una variedad de productos ofrecidos en su mayoría por diferentes entidades bancarias. Pertenece a la etapa de crecimiento y puede utilizarse en las etapas siguientes del ciclo de vida de una organización, ya que para poder obtener estos productos la organización debe cumplir con determinadas formalidades legales y garantías que una empresa insipiente no las cumpliría. En la práctica estos productos, en su mayoría bancarios, le son muy útiles a las Pymes para

poder administrar la operatoria diaria de su tesorería y poder obtener préstamos productivos de forma rápida y sencilla.

### **Leasing**

Es un instrumento de financiación de bienes de capital por el cual el propietario de un bien (Dador – Entidad financiera) conviene en transferir la tenencia del mismo para su uso a otro (llamado Tomador - Cliente), a cambio del pago de un canon y le confiere, además, una opción de compra por un monto cierto al finalizar el plazo de alquiler.

Bienes que pueden ser objeto de un Contrato de Leasing:

1. Cualquier tipo de bienes de capital.
2. Bienes Muebles (equipos industriales, maquinarias para la construcción, automotores, maquinarias agrícolas, transporte marítimo, ferroviario y terrestre, informática, telecomunicaciones, alta tecnología, equipos para laboratorios e investigación).
3. Bienes Inmuebles (plantas Industriales, locales comerciales, oficinas, depósitos).
4. Bienes Intangibles (software, patentes, marcas e invenciones, modelos industriales).

Esta herramienta se encuentra presente en la etapa de crecimiento y siguientes. Es muy utilizada actualmente por las Pymes para hacerse de las maquinarias y vehículos especiales que necesitan para desarrollar su actividad principal y poder con el tiempo adquirir la propiedad de las mismas.

### **Factoring**

En finanzas se denomina Factoring a la venta de facturas recibidas en base a un contrato de negocios por el comerciante que las detenta. El objetivo es obtener efectivo antes del vencimiento real. La entidad que interviene en esta operatoria es una agencia especializada, conocida como factor.

Esta entidad especializada (factor), asume la total responsabilidad por el análisis crediticio de los nuevos clientes, el cobro de las facturas y las pérdidas de las acreencias.

El Factoring es usado especialmente por industrias de alta estacionalidad para trasladar las funciones del crédito y del cobro a una agencia especializada.

Resumiendo, el factor compra las facturas a cobrar de las empresas con efectivo inmediato, hasta un máximo de normalmente el 80 % del valor de la factura. De esta forma aumenta la disponibilidad de capital de trabajo en esas empresas.

El factor, como parte de sus servicios, se ocupará del cobro de las facturas.

Esta herramienta se encuentra presente en la etapa de crecimiento y siguientes. Es utilizada, como mencionamos, en industrias de alta estacionalidad como por ejemplo exportadoras de materias primas que mediante esta herramienta de financiamiento obtienen los fondos de las ventas que realizaron antes de que la mercadería llegue a destino.

Las organizaciones, gracias a esta herramienta financiera obtienen liquidez, aumentando la disponibilidad de capital de trabajo y librándose del asfixio financiero. Además, evitan tener que trabajar con descubierto financiero teniendo que pagar grandes montos en concepto de comisiones bancarias.

### **Fideicomisos**

Un fideicomiso es un contrato en virtud del cual una o más personas (fideicomitente/s o fiduciante/s) transmiten bienes, cantidades de dinero o derechos, presentes o futuros, de su propiedad a otra persona (una persona física o persona jurídica, llamada fiduciaria) para que ésta los administre o invierta los bienes en beneficio propio o en beneficio de un tercero, llamado beneficiario.

El fideicomiso es, por tanto, un contrato por el cual una persona destina ciertos bienes a un fin lícito determinado, encomendando la realización de ese fin a una institución fiduciaria en todas las empresas.

Los bienes afectados al fideicomiso no corren el riesgo comercial del fiduciante (el que transmite la propiedad de los bienes) ni del fiduciario (el propietario de los bienes)

fideicomitidos luego del vencimiento del plazo del contrato), puesto que el patrimonio que es objeto del fideicomiso no puede ser perseguido por los acreedores de ninguno de ellos, ni afectado por la quiebra de ambos o de alguno de ellos.

El fideicomiso sirve de marco y sustento jurídico para la asignación de beneficios económicos derivados de la propiedad de ciertos bienes, conforme a la voluntad de su dueño y con efectos hacia el futuro. Es un modo de disposición de la propiedad que "ata" los bienes a un destino determinado, en interés de personas distintas de aquella que recibe la propiedad.

Su interés práctico deriva precisamente de tres atributos: Los bienes en cuestión son enajenados por su dueño, quien los transfiere "a título fiduciario". No es lo mismo que la transmisión de la propiedad a título oneroso o gratuito, pero se trata de un acto de disposición del titular. La transferencia "a título fiduciario" rodea a los bienes de inmunidad respecto de los acreedores de quien los recibe, así como de los acreedores del dueño original y de los destinatarios finales de los bienes. Los bienes quedan amparados por un régimen de administración conforme a su naturaleza y al destino previsto. El fideicomiso sirve para instrumentar donaciones en vida del instituyente y también para establecer disposiciones de última voluntad o a instituciones de beneficencia y entidades de bien público que aprovechan el beneficio para su objeto específico.

Además el fideicomiso sirve para articular las relaciones de índole comercial que deseen crear entre sí, el dueño original de los bienes y sus contrapartes en un negocio, el fideicomiso cobija con igual facilidad tanto operaciones individuales promovidas por empresas constructoras de edificios y viviendas, como grandes fondos de inversión con multitud de participantes.

Fuera de los regímenes especiales referidos aplicables para la emisión de acciones y títulos de deuda por Pymes, estas empresas han recurrido al mercado de capitales utilizando el contrato de fideicomiso financiero.

Entendiendo por Fideicomiso Financiero al que hace mención la Ley Financiamiento de la Vivienda y Construcción. N° 24.441 (1994), Argentina:

ARTICULO 19. — Fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos.

Dichos certificados de participación y títulos de deudo serán considerados títulos valores y podrán ser objeto de oferta pública.

La Comisión Nacional de Valores será autoridad de aplicación respecto de los fideicomisos financieros, pudiendo dictar normas reglamentarias. (p. 3)

Es interesante resaltar la versatilidad del fideicomiso financiero, el cual es capaz de viabilizar una pluralidad de operaciones capaces de satisfacer las más disímiles necesidades, ya que el diseño de negocios con base en esta figura es prácticamente infinito.

En este caso, las PyMEs como fiduciantes -una de las dos partes esenciales del contrato- pueden transferir derechos y/o flujos de fondos futuros cuya titularidad les corresponda a favor de un fiduciario financiero -la otra parte esencial-, quien administrará dichos bienes a favor de los beneficiarios adquirentes de valores negociables fiduciarios emitidos en el marco del fideicomiso financiero.

El importe neto de la colocación de dichos valores fiduciarios podrá entregarse a los fiduciantes como contraprestación por la transmisión por ellos efectuada; pudiendo obtener así la disponibilidad inmediata y en efectivo de sus recursos.

La práctica enseña que, por la necesidad de contar con una masa crítica relativa que haga económicamente viable la operación, es común la intervención de varias PyMEs como fiduciantes de un mismo contrato.

Resulta asimismo usual que, como mecanismo particular de mejora del crédito, se registre la intervención de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR- VER ANEXO), de la cual las Pymes resultan socios partícipes, como garante o avalista.

La presencia de una SGR permite mejorar la calificación de riesgo de los valores negociables fiduciarios.

Esta herramienta de financiamiento pertenece a las etapas de crecimiento y madurez del ciclo de vida de las organizaciones, es bastante más compleja que las vistas anteriormente, ya que como se explicó tienen muchas variantes. Una de estas variantes más utilizadas por las Pymes es la obtención de fondos mediante un Fideicomiso Financiero, el cual puede cotizar en bolsa acrecentando los valores de las cuotas partes en relación al juego oferta-demanda del mercado, además de otorgarle inmunidad legal con respecto a los acreedores de las distintas partes del contrato.

### **Forfaiting**

Es un término utilizado para indicar la venta de obligaciones con vencimiento futuro, originadas por exportaciones de mercaderías y servicios. Es una cesión de derechos del exportador a una compañía compradora (Factor).

El vendedor endosa la obligación incluyendo las palabras "sin recurso", con lo cual queda protegido contra cualquier reclamo por falta de pago.

Los vendedores de estas obligaciones pueden ser empresas exportadoras, que han recibido documentos en pago de bienes y servicios. Los exportadores pasan todos los riesgos y responsabilidades de la cobranza al comprador a cambio de un pago en efectivo. Es una variante del factoring (desarrollado anteriormente). Usualmente los documentos utilizados en este sistema son las letras de cambio, pagarés, etc. aunque cualquier forma documentada de deuda puede ser objeto de este tipo de operación. Otras formas menos comunes son los pagos diferidos provenientes de cartas de créditos.

Cualquier operación de Forfaiting suele incluir un aval o una garantía bancaria irrevocable que sea aceptable para el comprador de la obligación. Este aspecto es de la mayor importancia debido al carácter de "no recursable" de la operación.

Resulta interesante saber que esta herramienta de financiamiento es aplicable en la etapa de crecimiento y siguientes. El Forfaiting es más que nada un negocio de mediano plazo, dado que los vencimientos de estas operaciones varían entre 6 meses y 5 ó 6 años,

usualmente. Este es un dato importante, ya que para las PyMEs, de pocos años de vida, esa liquidez es clave. Esperar los ingresos de dichos fondos a futuro no es lo más conveniente, por el periodo en que se encuentra la misma, por lo cual esta es una alternativa beneficiosa.

Sin embargo, cada comprador de obligaciones impondrá sus propias condiciones, de acuerdo a la situación del mercado y su evaluación de los riesgos que implica cada transacción.

La compra de los documentos se lleva a cabo mediante el cobro del interés por adelantado por el total período del crédito. El exportador convierte así, su venta a crédito en una transacción en efectivo. Sus únicas responsabilidades residen en la fabricación y entrega de las mercaderías y la correcta documentación de la operación. De esta forma el Forfaiting resulta un servicio atractivo para el exportador.

Esta herramienta es muy similar a la desarrollada anteriormente (Factoring), pero posee diferencias que se desarrollaran a continuación.

#### Diferencias:

1. El Factoring es conveniente para la financiación de todo tipo de cuenta a cobrar, ya sea local o externa, incluyendo exportaciones de bienes de consumo con términos de crédito entre 90 y 180 días.
2. El Forfaiting es usado para financiaciones de exportaciones de bienes de capital con términos de créditos de varios años.
3. El Factoring no cubre los riesgos políticos y de transferencias, mientras que en el Forfaiting estos riesgos son tomados por el comprador de las obligaciones.
4. Creemos que debido a la rápida necesidad de fondos que requieren las Pymes, ambos casos son convenientes, siempre y cuando se consiga una buena tasa de descuento.



## **Warrant**

Es un instrumento financiero de corto plazo. Consiste en el otorgamiento de un crédito que es garantizado con un stock de mercaderías, las cuales quedan depositadas en custodia.

El prestamista es la persona física o jurídica que otorga el préstamo con la garantía de la mercadería.

En los warrants los bienes que sirven de garantía pueden ser:

1. Commodities
2. Productos que tengan mercado para su comercialización, aunque no sean commodities,

Las mercaderías deben estar libres de gravámenes o embargo judicial y aseguradas ya sea por el titular o por la empresa warrantera.

Este instrumento de financiamiento es de aplicación en las etapas de crecimiento y siguientes. Las organizaciones dan en garantía del crédito un stock de mercaderías. Es práctico en el caso de que no tengan otra forma o bien para garantizar la obtención de fondos.

## **Sociedades de Garantía Recíproca (SGR)**

Son sociedades anónimas que tienen por objetivo facilitarle a las PyMEs la obtención de créditos, brindándoles garantías, asesoramiento técnico, económico y financiero.

Entre las sociedades de garantía cabe mencionar a Garantizar<sup>10</sup> (del Banco de la Nación Argentina) y Fogaba (Fondo de Garantía de la Provincia de Buenos Aires).

Los préstamos avalados o garantizados por SGR's o fondos provinciales inscriptos en el registro del BCRA, son tratados como "Garantías Preferenciales A" y aceptados como avales de las operaciones de préstamos, cualquiera sea su plazo.

Resulta interesante desarrollar el funcionamiento de una SGR como es GARANTIZAR.

---

<sup>10</sup> Ver anexo: Sociedad de Garantía Recíproca.

La Sociedad de Garantía Recíproca permite que los Socios Protectores constituyan un Fondo de Riesgo que facilita que se libren certificados de garantía que respaldarán el acceso de los Socios Partícipes a mejores opciones de financiación.

Los Socios Protectores son personas jurídicas, privadas o públicas, nacionales o extranjeras, que realizan aportes al Fondo de Riesgo de la Sociedad para que los Socios Partícipes sean beneficiarios de certificados de garantía.

Los Socios Partícipes son las pequeñas y medianas empresas de todo el país que acceden al respaldo de un certificado de garantía.

Esta herramienta como se explicó anteriormente es un aval que le permite a la Pyme obtener un certificado de garantía para acceder a mejores opciones de financiamiento, en cuanto plazo, condiciones y tasas. En cuanto a su utilización es aplicable en el periodo de crecimiento y madurez en el ciclo de vida de las organizaciones.

### **Obligaciones Negociables**

Las PyMEs registradas en la Comisión Nacional de Valores (CNV) pueden obtener financiamiento de corto, mediano y largo plazo a través de la emisión de títulos valores de deuda.

Un Underwriter interviene asesorando en el diseño y la colocación de los títulos.

La Comisión Nacional de Valores autoriza, luego de la evaluación de los antecedentes presentados por la empresa que quiere efectuar la emisión, la aprobación para emitir las obligaciones negociables.

El objetivo es obtener fondos para los siguientes fines:

1. Inversión en activos fijos.
2. Capital de trabajo.
3. Refinanciación de pasivos.

Esta herramienta de financiamiento pertenece al periodo de madurez del ciclo de vida de la organización, ya que las Pymes que quieran acceder a esta fuente de financiamiento deben cumplir con muchas características y burocracias que no todas las Pymes cuentan, por lo cual en la Argentina si bien está comprendida dentro de la regulación de la Comisión Nacional de Valores (CNV) no está del todo desarrollada en la práctica.

### **Instrumentos híbridos (Mezzanine Capital)**

Los instrumentos financieros Mezzanine (préstamos participativos) se definen como instrumentos de financiación intermedios entre la deuda y el capital por lo que son llamados híbridos, su esencia es la flexibilidad.

El Capital Mezzanine o Deuda Mezzanine, en español "Deuda Intermedia", es un término financiero que designa la deuda de mayor riesgo, cuya devolución está sujeta a la deuda Senior, por ello este tipo de deuda es más arriesgada y así más lucrativa.

El objeto de estos instrumentos es aportar el capital que se encuentra entre el contribuido por los socios y las obligaciones financieras que se tienen con los bancos, es decir busca cubrir lo que los bancos no alcanzan a prestar, permitiendo mejorar la rentabilidad de la empresa al evitar que se diluya, y convirtiéndose así en una opción de financiación para las Pymes.

### **Asistencia del Ministerio de Producción a Pymes**

El ministerio de Producción está llevando a cabo diversos planes, programas y proyectos para la asistencia a las Pymes en cuanto a capacitación, innovación tecnológica, ayuda económica para que puedan radicarse en un parque industrial, acceso al asesoramiento técnico, organizacional y especializado para Pymes, entre otros diversos planes. A continuación pasaremos a desarrollar algunos de ellos.

### **Plan de Innovación digital para Pymes**<sup>11</sup>

El ministerio de Producción permite mediante el Plan de Innovación digital para Pymes el acceso a descuentos y financiamiento para comprar equipos informáticos, hacer capacitaciones y desarrollar el comercio electrónico de dichas empresas.

### **Impulso a la radicación de Pymes en parques industriales**<sup>12</sup>

Este impulso consiste en un plan llevado a cabo por el Ministerio de Producción en pos de impulsar justamente la radicación y el desarrollo de las Micro, pequeñas y Medianas empresas de todo el territorio nacional, dentro de Parques industriales Privados, Públicos o Mixtos, mediante la bonificación parcial de la tasa de interés nominal anual que establezcan las entidades financieras por préstamos.

### **Expertos Pyme**<sup>13</sup>

El programa de Expertos Pymes brinda la posibilidad a las Pymes ubicadas dentro del territorio nacional de contar con asesoramiento técnico y organizacional para su empresa, con la cobertura total o parcial de los honorarios de los expertos que asesoran a la Pymes. El objetivo de este programa es la asistencia a dichas empresas en mejorar su gestión empresarial, incorporar diseños, mejorar su productividad, usar nuevas tecnologías, optimizar el consumo de energía, entre otras mejoras a la organización.

---

<sup>11</sup> Ministerio de Producción de la Nación. (2017). *Digitalización PyME*. Noviembre, 05, 2017, de Ministerio de Producción de la Nación. Recuperado de: <http://digitalizatupyme.produccion.gob.ar/digitalizacionPyME/?source=755>

<sup>12</sup> Ministerio de Producción de la Nación. (2017). *Impulso a la radicación de PyME en parques industriales*. Noviembre, 05, 2017, de Ministerio de Producción de la Nación. Recuperado de: <http://www.produccion.gob.ar/tramites/rbtparques-61495>

<sup>13</sup> Ministerio de Producción de la Nación. (2017). *Expertos PyME*. Noviembre, 05, 2017, de Ministerio de Producción de la Nación. Recuperado de: <http://www.produccion.gob.ar/tramites/expertospyme-60330>

## Mi galpón <sup>14</sup>

Dicho programa impulsa el desarrollo de las Micro, pequeñas y Medianas Empresas mediante la bonificación de parte de la tasa de interés de créditos otorgados para que dichas organizaciones puedan acceder a su propia unidad productiva.

Para finalizar con el desarrollo de las diferentes herramientas de financiamiento existentes dentro del mercado argentino y hacer más visible su relación con la etapa del ciclo de vida donde más se adecua, se pasara a presentar y explicar la Tabla 1.

En la siguiente tabla podemos observar todas las herramientas desarrolladas en este apartado y su grado de adecuación con respecto a las diferentes etapas de vida de una organización. Es muy importante que el empresario Pymes pueda identificar en que etapa se encuentra su organización para saber elegir que herramienta de financiamiento mejor se adecua a su realidad. En celeste se ha intentado reflejar la intensidad de la adecuación de la herramienta con el periodo del ciclo de vida de la organización.

HERRAMIENTAS DE FINANCIAMIENTO	ETAPA DE CICLO DE VIDA DE LA ORGANIZACIÓN					
	NACIMIENTO	CRECIMIENTO	MADUREZ	DECLINACION	LIQUIDACION	RENACIMIENTO
Family, friend and fool						
Inversores ángeles						
Crowdfunding						
Financiación a través de proveedores de la compañía						
Créditos productivos						
Leasing						
Factoring						
Fideicomisos						
Forfaiting						
Warrants						
Sociedades de Garantía Recíproca (SGR)						
Obligaciones Negociables						
Instrumentos híbridos (Mezzanine Capital)						
Asistencia del ministerio de Producción a Pymes						

Referencia:  
 0% de adecuación  
 65% de adecuación  
 100% de adecuación

Fuente: Elaboracion propia, sobre Adecuacion de Hermaimenta de Financiaminto en la Etapa del Ciclo de Vida de la Organización

<sup>14</sup> Ministerio de Producción de la Nación. (2017). *Mi galpón*. Noviembre, 05, 2017, de Ministerio de Producción de la Nación. Recuperado de: <http://www.produccion.gob.ar/mi-galpon/>

## **Características adecuadas que deben poseer las herramientas de financiamiento elegidas.**

En el título anterior hemos desarrollado la gran mayoría de alternativas existentes en el mercado que pueden utilizar las Pymes para poder financiar su actividad.

Es importante a la hora de buscar financiación, poder identificar en qué etapa del ciclo de vida se encuentra la empresa, para saber cuál de las herramientas aplica de manera más eficiente.

Además de la adecuación a la etapa del ciclo de vida de la organización no debemos dejar de tomar en consideración a la hora de la elección, el contexto argentino en el cual opera la organización. Dicho contexto se caracteriza por la alta incertidumbre, las Pymes deberán aprender a desenvolverse en él y las herramientas que elijan para obtener los fondos deberán contribuir en esa tarea.

En este sentido consideramos que las herramientas deberían contar con las siguientes características:

1. Otorgar más facilidad de pago y cancelación del crédito / préstamo.
2. Obtención de asesoramiento a costo mínimo.
3. Brindar más tiempo en el circuito de cobranzas y pagos.
4. Brindar servicios varios. Ej tercerización de cobranzas, aplicativos informáticos, etc.

Todas estas características contribuyen a la flexibilización que las Pymes requieren para poder adecuarse a los cambios repentinos que ocurren en el mercado donde se desarrollan.

Con flexibilización nos referimos al otorgamiento de mayor tiempo para la ejecución de los pagos, a la obtención de liquidez inmediata, seguridad, transparencia en la operación, y rapidez en cuanto a la entrada y salida de la operación. Esta flexibilización le permite a las organizaciones poder ir adaptándose a los diferentes cambios que operen en contexto.

## **CAPITULO 4: Alternativas adecuadas de Inversión**

### **Introducción a las alternativas de inversión financiera.**

En el presente capítulo se desarrollaran todas las alternativas de inversión no productivas (financieras) que pueden utilizar las Pymes para obtener un rédito extra al que generan con su actividad principal.

Como bien comentamos en el Marco Teórico existen dos tipos de inversiones, las productivas y las no productivas o financieras. En esta tesis se ha elegido desarrollar esta última, porque resulta muy útil para amortiguar los flagelos que sufren en el mercado donde desarrollan su actividad, y en sintonía con los vaivenes del contexto argentino son medidas muy interesantes que las Pymes deberían saber utilizar a la hora de diversificar su riesgo.

Las Pymes suelen siempre utilizar las mismas herramientas de inversiones financieras por desconocimiento y temor a lo que no es tan conocido. En esta tesis desarrollaremos un abanico de posibilidades más amplio con el objetivo de ser una fuente de información útil para los empresarios Pymes.

El perfil inversor que posean los empresarios Pymes impactará en el tipo de elección que hagan, ya que la alternativa de inversión que elijan va a estar relacionada con la aversión al riesgo que posean. Señalamos nuevamente que el perfil inversor está relacionado con la cantidad de riesgo que se esté dispuesto a correr y el beneficio que se persiga.

### **Desarrollo de las alternativas de inversión financiera en el mercado local argentino.**

Procederemos a detallar todas las alternativas existentes a las que pueden tener acceso las Pymes a la hora de querer obtener un rédito extra con la liquidez inmovilizada que posean.

Utilizaremos la clasificación de Montes, J. (2015). *Tipos de Inversiones Financieras*. Noviembre, 02, 2017, de Portal Megabolsa. Recuperado de: <http://www.megabolsa.com/2015/06/29/tipos-de-inversiones-financieras-descubrelas/> . Se ha elegido utilizar esta clasificación porque detalla de forma sintética todas las opciones de inversión en el mercado global. En sus palabras:

Los tipos de inversión financieras más comunes entran dentro de la lista siguiente:

- Acciones
- Índices de Bolsa
- Divisas
- Metales
- Materias Primas
- Energía
- Bienes Inmobiliarios
- Bonos
- Renta Fija de Corto Plazo
- Inversiones Alternativas
- Depósitos Monetarios

Se procederá a explicar cada uno de estos tipos de inversión financieras.



### **Acciones de bolsa**

Una acción en el mercado financiero es un título emitido por una sociedad que representa el valor de una de las fracciones iguales en las que se divide su capital social. Las acciones, generalmente, confieren a su titular (accionista) derechos políticos, como por ejemplo: el de voto en la junta de accionistas de la entidad, y derechos económicos, como por ejemplo participar en los beneficios de la empresa.

Como inversión es la opción más conocida, suele ser la primera con la que toma contacto el inversor principiante. Son las que reciben más publicidad y, además, son las más fácilmente accesibles a través de las plataformas de los brokers bancarios. Las acciones suponen una inversión en renta variable, dado que no tiene un retorno fijo establecido por contrato, sino que depende de la buena marcha de la empresa. Normalmente las acciones son transmisibles sin ninguna restricción.

Las Acciones de Bolsa suelen agruparse en diversos índices en función de la capitalización de las empresas subyacentes. Así, ordenadas de tamaño mayor a menor, podemos hablar de Blue Chips, Large Caps, Medium Caps, Small Caps, Mini Caps y Micro Caps. En general, a menor tamaño, las acciones suelen tener mayor rentabilidad anualizada y mayor volatilidad asociada.

Esta alternativa es una de las más riesgosas, requiere un perfil inversor amante del riesgo (arriesgado), pues requiere que el empresario Pyme posea tolerancia a asumir elevadas volatilidades en sus colocaciones. Además el dinero destinado a dicha herramienta, debería ser dinero que de perderse no repercuta en problemas financieros graves.

### **Índices bolsa**

Es una variante del tipo anterior, pero requiere un inversor más calificado que aquel que opera solamente en acciones. El motivo de esto, es que la compra de un índice no puede hacerse de forma simple y directa, deben utilizarse herramientas específicas tales como Futuros, Opciones, CFD, Warrants o ETF (Exchange-Traded Fund).

Los índices bursátiles están compuestos de una serie de valores o empresas que cotizan en bolsa, y para cuyo cálculo se utilizan sus cotizaciones diarias, bien sea ponderadas por importancia, o bien sea con la misma ponderación.

Los fondos de inversión cotizados o ETF reproducen el comportamiento de un índice bursátil en concreto. Estos fondos replican la evolución del índice, mediante la inversión de las participaciones que corresponda con la ponderación de un valor en el índice.

La ventaja de los índices es que nos permiten invertir en la economía de una región o de un país sin tener que arriesgarnos a elegir una única empresa para depositar todo el capital.

Como bien se conceptualizó, esta herramienta guarda similitud con las acciones de bolsa, con lo cual también pertenece o es aplicable al perfil inversor arriesgado pero a diferencia de aquella requiere de mayor conocimiento del mercado bursátil, aspecto que complejiza la operatoria o requiere asesoramiento profesional.

### **Divisas (pares de divisas)**

Existe la posibilidad de invertir en pares de divisas, siendo los principales pares los siguientes (según mercado de divisas Forex):

1. EUR/USD (Euro Vs Dólar Estadounidense)
2. GBP/USD (Libra Esterlina Vs Dólar Estadounidense)
3. USD/JPY (Dólar Estadounidense Vs Yen Japonés)
4. USD/CHF (Dólar Estadounidense Vs Franco Suizo)

Estas operaciones en pares de divisas suelen realizarse mediante las plataformas de los brokers de Forex, aunque también puede hacerse mediante otros derivados financieros como Futuros, Opciones, CFD o Warrants.

En el mercado de divisas Forex existe un amplio número de pares de divisas disponibles para hacer trading (compra y venta de instrumentos financieros en los mercados bursátiles). La primer divisa de cada par es la que se compra o se vende (divisa base = mercancía) y la segunda es con la que se paga (divisa secundaria = dinero). Es lo mismo la divisa en la que

esté la cuenta de trading ya que el cambio se realiza de manera automática y transparente para el usuario. Por ejemplo si se decide comprar en el par EUR/USD (Euro Vs Dólar Estadounidense) se estará comprando Euros y pagando en Dólares Estadounidenses.

Quien decida operar con este instrumento, tratará de predecir cómo se comportará el precio de una divisa del par frente a la otra. “Ir en largo” se dice para referirse a la decisión de abrir una posición de compra y el objetivo es que el precio aumente para cerrar la posición posteriormente con una venta y recoger beneficios. A diferencia de otros productos de inversión, en los que se adquiere la propiedad del instrumento en el que se está invirtiendo y por tanto solo se ganará dinero si su valor aumenta y se vende más caro que cuando se compró, en Forex también se puede negociar en el sentido contrario, es decir que se puede abrir una posición de venta si se cree que el precio va a bajar, se denomina “ir en corto”, para cerrarla posteriormente con una compra y recoger los beneficios.

Estas inversiones originan buenas comisiones y un apalancamiento enorme, por ejemplo 1:100, 1:200 o incluso 1:400. De ahí el gran éxito que han experimentado en el mercado en los últimos años, a nivel mundial.

En la Argentina, esta herramienta de inversión es una de las más utilizadas. Si bien hemos explicado la operatoria suponiendo un inversor que invierte en el mercado forex a través del trading entre diferentes monedas y el cual genera su ganancia por diferencia entre el tipo de cambio que fluctúa entre la compra y la venta, lo mismo aplica cuando el pequeño ahorrista o empresario Pymes invierte o atesora su pequeño capital dolarizando, pues así evita perder valor e incluso obtener una ganancia cuando la fluctuación del tipo de cambio lo beneficie. En la Argentina se trata de una inversión conservadora y de práctica usual.

## **Metales**

Esta inversión suele dividirse en dos grupos importantes:

1. Metales preciosos: Tales como Oro, Plata y Platino.
2. Metales industriales: Tales como Cobre, Paladio y Aluminio.

Los inversores más experimentados suelen utilizarla como cobertura de la operativa en Bolsa (por ejemplo en la estrategia de inversión en bolsa y metales).

## **Materias Primas**

Las principales inversiones en materias primas se realizan en:

1. Materias Primas Agrícolas: Maíz, Trigo y Arroz.
2. Materias Primas Perecederas: Cacao, Café y Azúcar.
3. Materias Primas Ganaderas: Ganado Bovino, Ganado Porcino y Ganado Lechero.
4. Materias Primas Energéticas (se trata en el punto siguiente, de forma particular).

Las materias primas son materiales sin procesar que se usan para hacer otros productos. Se incluyen: los productos agrícolas (el trigo, el maíz, la soya), los metales (el oro, la plata, el cobre), los productos energéticos (el crudo, el gas natural, el aceite para calefacción) y otros. Es importante mencionar que las materias primas están estandarizadas entre los productores en base a estándares de calidad mínimos, llamados grados básicos. Esto permite que sean intercambiables y le da a cada tipo de materia prima un valor que puede fluctuar según los movimientos del mercado mundial. Al invertir en materias primas, los inversionistas, pueden ganar dinero negociando con ella y/o con los valores relacionados, aprovechando los movimientos.

En general, sólo los inversores más capacitados suelen operar en este mercado, ya que se precisa de gran conocimiento del mercado de derivados (Futuros, Opciones, CFD y Warrants). No obstante, para quienes no estén en condiciones de invertir por sí solos en esta herramienta, es posible hacerlo a través de la compra de un ETF (Exchange-Traded Fund / fondos de inversión cotizado) especializado en este sector.

## **Energía**

Como se detalló anteriormente éste es un tipo de inversión puntual de materia Prima. Se la trata por separado por las propiedades tan particulares que la caracterizan. En esta

clasificación se incluyen las materias primas relacionadas con la producción de energía: el petróleo crudo en sus dos variables Brent y WTI, gas natural, y otras mezclas y derivados como la gasolina, el diesel y el aceite de caldera. Esta inversión posee una alta volatilidad, que no es recomendable para inversores principiantes ni incluso para niveles medios, y sí lo es para los traders expertos, requiriendo un perfil inversor arriesgado.

### **Bienes Inmobiliarios**

Es un tipo de inversión vinculada con la especulación del precio de los bienes inmobiliarios, sin adquirir físicamente el bien. Entendemos por bienes inmobiliarios de acuerdo a la definición de Inmueble. (s.f.). En Wikipedia. Recuperado el 03 de Diciembre de 2017 de <https://es.wikipedia.org/wiki/Inmueble>, lo siguiente:

Se consideran inmuebles todos aquellos bienes considerados bienes raíces, por tener de común la circunstancia de estar íntimamente ligados al suelo, unidos de modo inseparable, física o jurídicamente, al terreno, tales como las parcelas, urbanizadas o no, casas, naves industriales, es decir, las llamadas fincas, en definitiva, que son bienes imposibles de trasladar o separar del suelo sin ocasionar daños a los mismos, porque forman parte del terreno o están anclados a él. Etimológicamente su denominación proviene de la palabra inmóvil. (pp 1)

Las alternativas más conocidas para invertir en dicho activo son:

1. Fondos Inmobiliarios: se trata de fondos que utilizan el capital de los participantes para comprar activos inmobiliarios y rentabilizarlos mediante su alquiler.
2. Sociedades REIT y SOCIMI (caso español): las sociedades SOCIMI (en España) o REIT (fuera de España) son empresas que se dedican a comprar activos inmobiliarios y a obtener beneficios mediante su venta posterior o, sobre todo, mediante el arrendamiento de los mismos.
3. Fondos y ETF del sector REIT: se trata de fondos y ETF que, tal y como se puede deducir, invierten únicamente en sociedades REIT.

Es necesario hacer una salvedad con respecto a este tipo de inversión, si bien el desarrollo de este punto, se ha enfocado en la herramienta bursátil relacionada a la inversión en bienes inmobiliarios y en la apuestas a la evolución de su valor, sin la adquisición del inmueble en sí, en la práctica cotidiana, en Argentina, el empresario Pyme muchas veces invierte en la compra de un inmueble para alquilarlo y obtener una renta. Por lo cual, este punto puede requerir de un perfil inversor u otro dependiendo de la operatoria relacionada al inmueble que se quiera llevar a cabo. En este último caso el perfil inversor es conservador y es de práctica usual.

### **Bonos**

Se trata de un tipo de inversión en renta fija donde el inversor entrega un capital a largo plazo (por ejemplo, 10 años o 20 años) y, a cambio, recibe un cupón anual de una rentabilidad fija predefinida. Los bonos pueden ser públicos (estatales) o de empresas privadas.

Hay que tener en cuenta que en bonos se puede invertir de dos formas distintas, que suponen perfiles de inversores opuestos:

1. Por un lado, podemos entregar el capital hasta el vencimiento del plazo y cobrar el cupón anual (ósea cobrar los dividendos anuales de las acciones de una empresa). Esto sería algo similar a tener un depósito bancario a plazo fijo. Perfil requerido conservador.
2. Por otro lado, podríamos incurrir en el mercado secundario especulando con la compra/venta de bonos (tal y como se hace con las acciones en la Bolsa). En este segundo caso deberíamos tener en cuenta que, aunque se llame renta fija, la volatilidad del mercado (y, por tanto, las pérdidas) podrían llegar a ser variables y altas. Perfil requerido arriesgado.

### **Renta fija de corto plazo**

Se trata de un tipo de inversión similar a la del punto anterior, pero en este caso trabajamos con plazos temporales más reducidos. Se trata de la inversión más segura que

podemos encontrar en los mercados financieros. En este apartado encajarían los bonos con plazos de vencimiento inferiores a los 2 años o, como mucho, a los 3 años.

Requiere perfil inversor conservador.

### **Inversiones Alternativas**

En este apartado incluiremos aquellas inversiones financieras fácilmente accesibles en la actualidad pero que no están reguladas por ningún organismo oficial. Aunque pueden llegar a ser muy rentables, debemos evaluar con cuidado dónde estamos depositamos nuestro dinero pues en caso de quiebra, no estaremos cubiertos por la garantía de la comisión nacional de valores (CNV).

A continuación se enunciaran dos ejemplos de estas inversiones.

1. Inversión en Divisas no respaldadas – criptomonedas o “monedas digitales” (tales como el bitcoin). En la argentina aún no existe reglamentación al respecto.
2. Crowdfunding. Depende la legislación del país, actualmente se encuentra legislada en la argentina por la nueva Ley de Capital Emprendedor N° 27.349 y Resolución General N°700 “SISTEMA DE FINANCIAMIENTO COLECTIVO. CROWDFUNDING. PROCEDIMIENTO DE ELABORACIÓN PARTICIPATIVA DE NORMAS”. (Ver Crowdfunding desarrollado en Capítulo 2). Si bien actualmente existe reglamentación, la misma es bastante reciente.

Desarrollaremos a continuación una de las monedas digitales más utilizadas en todo el mundo: el Bitcoin. Según la definición de la propia organización Bitcoin. (2017). Noviembre, 02, 2017, de Bitcoin Org. Recuperado de: <https://bitcoin.org>:

Bitcoin es una red consensuada que permite un nuevo sistema de pago y una moneda completamente digital. Es la primera red entre pares de pago descentralizado impulsado por sus usuarios sin una autoridad central o

intermediarios. Desde un punto de vista de usuario, Bitcoin es como dinero para Internet. Bitcoin puede ser el único sistema de contabilidad triple existente.

Requiere de un perfil inversor arriesgado por la falta de garantía que representa.

### **Depósitos Monetarios**

Este apartado hará referencia a la utilización de los depósitos de entidades bancarias, ya sea de forma directa o mediante un fondo de inversión especializado en ello. También es posible tratarlo como un tipo de ahorro.

Los bancos devengan intereses para los clientes que realizan depósitos a plazos fijos en sus sucursales. Entendemos por depósito a plazo lo definido a continuación, Depósito a plazo (2017). Noviembre, 02, 2017, de Portal Finanza para todos. Recuperado de:<http://www.finanzasparatodos.es/es/productosyservicios/productosbancariosahorro/depositosaplazo.html>:

Un depósito a plazo (también llamado imposición a plazo fijo) es un producto que consiste en la entrega de una cantidad de dinero a una entidad bancaria durante un tiempo determinado. Transcurrido ese plazo, la entidad devuelve el dinero, junto con los intereses pactados. También puede ser que los intereses se pagan periódicamente mientras dure la operación. Los intereses se liquidan en una cuenta corriente o libreta que el cliente tendrá que tener abierta en la entidad al inicio.

Estos depósitos a plazo tienen una fecha de vencimiento, en la cual se podrá retirar el dinero y los intereses sin pagar una penalización o comisión, ósea que no se puede disponer de la cantidad depositada hasta la fecha de vencimiento.

El principal atractivo de un depósito a plazo es la seguridad de no perder el capital y de cobrar un interés fijo determinado de antemano. En momentos de incertidumbre en los mercados financieros, puede ser un buen refugio. Como inversión, suele ser la inversión menos rentable de todas, pero la que brinda más seguridad. Requiere un perfil inversor conservador.



A continuación detallaremos otras herramientas muy utilizadas en el mercado local argentino: Fondo Común de Inversión (FCI), Letras del Tesoro Nacional (Letes) y Letras del Banco Central (Lebac).

### **Letras del Tesoro de la Nación (Letes)**

Las LETES son títulos de deuda en dólares de corto plazo. Es un instrumento similar a las Lebac del BCRA, pero tienen como emisor al Tesoro Nacional. En cada llamado, se establece el monto a colocar en cada letra, los plazos de vencimiento y las tasas.

Quien suscribe LETES, recibe al cabo del período establecido la devolución del capital en dólares. La rentabilidad surge como producto de la diferencia entre el precio de suscripción (se compra con descuento) y el de rescate.

Las tasas de estas letras, generalmente, están determinadas por el Tesoro Nacional al anunciar su licitación. No hay cronograma oficial, pero generalmente se respeta una colocación –a diferentes plazos- quincenal. En tanto, su suscripción es posible hacerla en dólares como en pesos; en este último caso, se usa como referencia el tipo de cambio de Comunicación A BCRA3500 a una fecha determinada.

Requiere un perfil inversor conservador.

### **Letras del Banco Central (Lebac)**

Las Letras del Banco Central (LEBAC) son títulos de deuda a corto plazo que licita el Banco Central de la República Argentina (BCRA) el día previo al tercer miércoles de cada mes, con pago total y único al vencimiento (instrumento bullet) y cuyo rendimiento o costo financiero surge de una tasa de descuento implícita para el período en cuestión. Se pueden adquirir sólo con dinero en efectivo a través de bancos o sociedades de bolsa. Existen LEBAC en pesos, en pesos ajustables por CER y en dólares.

Este instrumento funciona como otros bonos. Grandes bancos y pequeños ahorristas pueden comprar lebac, que se lanzan con un determinado vencimiento, y al concluir el plazo reciben el monto que desembolsaron más el interés correspondiente.

En cuanto a política económica se refiere es interesante explicar su utilización por parte del gobierno. Las Lebacs son un instrumento que utiliza el BCRA para absorber pesos que son retirados de la plaza. Al limitar la cantidad de dinero circulando en la economía, las autoridades de la máxima entidad monetaria intentan controlar la suba de precios. De esta manera, la emisión de Lebacs junto con las tasas de interés constituye la herramienta que el BCRA implementa para intentar cumplir sus metas de inflación.

Desde grandes entidades financieras hasta pequeños ahorristas se vuelcan hacia las Lebacs por las altas tasas de interés que les otorgan rendimientos mayores a la inflación (26,5% anual en las Lebacs a 28 días en la última licitación) y superiores a la ganancia que pueden obtener comprando dólares o colocando sus pesos en plazos fijos (promedio de 20,38% anual a 30 días). ( Gorodisch, M. (2016))

Requiere perfil de inversor conservador.

### **Fondo común de inversión (FCI)**

Un Fondo Común de Inversión es un patrimonio formado por los aportes de un grupo de personas que tienen los mismos objetivos de rentabilidad y riesgo respecto a las inversiones que realizan. Para cada perfil de inversor (conservador, moderador y arriesgado) existe un FCI específico.

Los aportes son administrados por un grupo de profesionales expertos y son invertidos en distintos instrumentos tales como, plazo fijo, bonos y/o acciones, locales o internacionales, permitiendo acceder a más y mejores alternativas de inversión que a las que se puede acceder invirtiendo en forma individual.

Se ingresa a un Fondo de Inversión comprando pequeñas partes del mismo, a estas partes se las denomina cuotapartes, cuando una persona realiza una suscripción (invierte) en un Fondo Común de Inversión lo que está haciendo es comprar una cantidad de cuotapartes a un determinado valor. Los precios de las cuotapartes varían diariamente de acuerdo a la fluctuación de los precios de los activos que componen la cartera del fondo.

Un inversor puede invertir en un fondo tantas veces como lo desee, inclusive traspasarse de un fondo a otro cuando lo considere.

La rentabilidad de un fondo en un período determinado de tiempo corresponde al aumento o disminución porcentual en el valor de la cuota parte del fondo durante ese período.

Cuando un inversor decide realizar un retiro parcial o total del dinero que posee en un fondo de inversión, lo hará es un rescate. Los fondos de inversión permiten disponer del dinero invertido en el día, en 24 o 72 horas, dependiendo del fondo.

Es importante aclarar que en la práctica se utilizan comúnmente las herramientas de forma combinada. Las empresas o inversores individuales poseen lo que denominamos carteras de inversión, tema explicado en el Marco Teórico, bajo el título principales teorías de inversiones.

Una práctica usual llevada a cabo en el mercado argentino entre los años 2015 y 2016 fue la financiación a través de la AFIP por parte de las Pymes. Como nos indica Gorodisch, M. (2016). Las Pymes se financian con la Afip al 17% para invertir en Lebac al 29%. Noviembre, 02, 2017, de El Cronista. Recuperado de: <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Pymes-se-financian-con-la-AFIP-al-17-para-invertir-en-Lebac-al-29-20160210-0038.html>, en sus palabras:

Se financiaban a un 17% e invertían en Lebac a un 29%, haciéndose de una ganancia por diferencia de tasas.

La Administración Federal de Ingresos Públicos brinda ciertas facilidades para el pago de impuestos como: IVA, cargas sociales, impuesto a las ganancias, anticipo de ganancias. Estas facilidades permiten el pago en cuotas de impuestos (hasta 6 cuotas), las empresas que acceden, pueden quedar con cierta liquidez para destinarla a invertir en instrumentos financieros como Lebac que les permitan hacerse de una diferencia sustancial en las tasas.

No todas la Pymes aplican esta estrategia, justamente por el perfil de inversor arriesgado que requiere.

Como contrapartida a las ventajas de aquella situación, que la tasa de Lebac esté elevada generalmente afecta a aquellas Pymes que se financian con préstamos, tal como sucedió en los años mencionados.

Para la económica argentina era beneficioso que los pequeños ahorristas no dolarizaran sus ahorros sino los destinaran a instrumentos públicos en moneda nacional.

Como vemos las herramientas de política económica en ocasiones favorecen y en otras desfavorecen a las organizaciones, ya sea por tamaño, modelo de negocio, necesidades de disponibilidad y liquidez de activos y/o acercamiento con el comercio exterior.

Para finalizar con lo desarrollado en este apartado, se presenta y explica a continuación la Tabla 2. En ella se representan todas las alternativas de inversión antes desarrolladas y se vinculan con el perfil inversor requerido. Es importante que el empresario Pymes pueda identificar su perfil inversor para poder aplicar un plan de inversión adecuado a su realidad y necesidad. En celeste hemos representado el grado de intensidad de la adecuación descrita.

ALTERNATIVAS DE INVERSION	PERFIL INVERSION		
	CONSERVADOR	MODERADO	ARRIESGADO
Acciones			
Indices de bolsa			
Divisas			
Metales			
Materias Primas			
Energia			
Bienes inmobiliarios			
Bonos			
Renta fija de corto plazo			
inversiones alternativas			
Depositos monetarios			
Letras del Tesoro de la Nación			
Letras del Banco Central			
Fondo común de inversión			

**Referencias:**

- 0% de adecuación
- 65% de adecuación
- 100% de adecuación

Fuente propia, Adecuacion de la Alternativa de Inversion y El Perfil Inversor

## **Características adecuadas que debe poseer la alternativa de inversión financiera elegida.**

Del análisis llevado a cabo en el apartado anterior podemos concluir que existen herramientas más adecuadas que otras para cada perfil inversor. Esta adecuación hará que la herramienta de inversión utilizada sea más afín a las necesidades y los riesgos que esté dispuesto a correr la persona del empresario Pyme.

Además de la relación mencionada, la herramienta de inversión financiera debe poder amortiguar los vaivenes de la economía del mercado donde se desarrolle la organización, por lo ello la alternativa de inversión a utilizar o las que el empresario Pyme quiera utilizar deben cumplir con las siguientes características:

1. Obtención de un rendimiento extra, no relacionado con la actividad principal.
2. Obtención de rápida liquidez de los instrumentos en los que se invierta.
3. Resguardar el poder adquisitivo del dinero.

Estas características surgen del análisis efectuado para cada una de las herramientas de financiación vistas dentro del desarrollo de esta tesis.

Con respecto a la primera característica, se busca lograr la diversificación del riesgo y una rentabilidad extra con respecto a la actividad principal de la organización. Con la segunda, se procura disponer de una rápida salida y transformación en liquidez del activo en el cual se invirtió, esto está relacionado con la necesidad de obtención de fondos para la actividad productiva principal o para poder invertir en otra alternativa que se le presente a la organización. Y por último la tercera característica, procura que la alternativa de inversión además de buscar un beneficio extra, resguarde el valor del capital invertido, y permita combatir el flagelo de la inflación.

## CONCLUSION

En la presente tesis se ha buscado dar respuesta a la problemática central que nos hemos planteado ¿Qué características deben poseer las herramientas de financiamiento externo e inversión financiera utilizadas por las Pymes para adaptarse a los cambios en el contexto argentino (años 2000-2017) y continuar desarrollándose? Con este disparador hemos relevando las distintas herramientas de financiamiento e inversión existente en el mercado al que tienen acceso las Pymes argentinas, para hacerse de los fondos necesarios y poder desempeñar su actividad dentro del mercado, pudiendo subsistir, muchas de ellas, e incluso crecer. La idea central fue poder determinar las características que deben poseer tales herramientas de financiamiento e inversión que les permiten acompañar los cambios del contexto.

De los capítulos centrales de esta tesis: capítulo 3 “Estructura adecuada de financiamiento” y capítulo 4 “Alternativa adecuada de inversión”, en sintonía con los temas tratados dentro del Marco Teórico se ha podido identificar que existen características esenciales que deben poseer las herramientas de financiamiento externo como las de inversión financiera.

Con respecto a las herramientas de financiamiento que mejor se adaptan a los continuos cambios del contexto, pudimos observar que aquellas que otorgan mayor flexibilidad a la empresa en cuanto plazo de pago o devolución de crédito/préstamo, aquellas que brindan más tiempo en el circuito cobranzas y pagos, o dan asesoramiento profesional y técnico tanto al personal como al empresario Pyme, y las que brindan servicios extras como por ejemplo tercerización de cobranzas o aplicativos que ayuden con mejorar la administración de la tesorería; son de gran ayuda para que la empresa Pyme pueda subsistir los flagelos que se le presentan en la operatoria diaria, permitiéndole obtener fondos para afrontar el capital de trabajo que le demanda la actividad principal y el repago de los créditos productivos que va tomando para desarrollar su negocio.

Las herramientas que elija el empresario Pyme deben estar en sintonía con la etapa del ciclo de vida por la que esté pasando su organización, ya que hay herramientas que no son

alcanzables para empresas incipientes en el mercado y otras fuentes son escasas en cuanto a la necesidad de la organización.

Habiendo hecho esta última salvedad, decimos que herramientas de financiamiento externo como: Financiamiento a través de proveedores de la compañía, Línea de créditos con tasas preferenciales, Plazos fijos especiales destinados a empresas, Acuerdos para girar en descubierto, Descuento de cheques de pago diferido, Adelantos de Cta. Cte. con cesión de facturas, Leasing, Financiamiento al capital de trabajo (financiamiento de ventas, cuentas por cobrar o inventarios), Financiamiento de proyectos de inversión o inversiones productivas, Financiamiento de adquisición, Financiamiento de ampliación, Financiamiento de remodelación de inmuebles, Soluciones Interbanking para ayudar con la gestión de la tesorería, Planes de tarjetas de créditos, apoyo otorgado a través de una SGR, y planes llevados a cabo por el Ministerio de Producción, son herramientas que contienen las características observadas como preferentes para desempeñarse en un contexto como el planteado.

Con respecto a las herramientas de inversión financiera, las características que facilitan la adaptación al contexto son las que le permiten a la empresa obtener un rendimiento extra al de la actividad principal, una rápida liquidez del activo en el cual invierta y el resguardo del poder adquisitivo del capital invertido. Estas características buscan lograr, por un lado la obtención de un adicional a la actividad principal y por el otro cumplir con la diversificación del riesgo, de esta manera de existir algún flagelo que golpee la actividad principal de la organización, la empresa contrarrestaría el riesgo de la pérdida, ya que posee inversiones en otras actividades que dependen de otros mercados. Además es importante la obtención de una rápida liquidez ya que de requerirse fondos de forma inmediata se puede recurrir al dinero invertido. Por último, la preservación del poder adquisitivo hace al mantenimiento del poder real del dinero, permitiendo combatir el flagelo de la inflación presente en el mercado local.

Las herramientas de inversión que elija el empresario Pyme deben estar en sintonía con su propio perfil de inversor, debe existir una correcta adecuación entre sus necesidades y los riesgos que esté dispuesto a correr, para poder lograr una eficiente cartera de inversiones.

La herramienta de inversión debe tener relación con el perfil inversor que posea el empresario Pyme, por lo cual no podemos brindar una respuesta generalizada en este punto. Pero si podemos hacer una recomendación relacionada con el perfil conservador, con la finalidad de mantener o conservar el poder adquisitivo de la inversión sin correr riesgo o con un mínimo de riesgo de desvalorización. Herramientas como: Mantenimiento de ahorro en USD, Inversión en bonos de renta fija de corto plazo, plazo fijo, inversiones inmobiliarias y fondos comunes de inversión (perfil conservador) son las que poseen las características identificadas adecuadas para dicho contexto.



## Referencias bibliográficas

1. Drimer, R. (2011). Teoría del financiamiento. Buenos Aires, Argentina: Buyatti O. D.
2. Etkin, J. & Schvarstein, L. (1997). Identidad de las organizaciones: invariancia y cambio. Buenos Aires, Argentina: Paidós.
3. Levy, A. (2007). ECP Estrategia, Cognición y Poder. Buenos Aires, Argentina: Granica.
4. Myers, S. & Majluf, N. (1984, Junio 02). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.
5. Myers, B. (2015). Principios de Finanzas Corporativas. España: McGraw-Hill.
6. Morín, E. (1990). Introducción al pensamiento complejo. España: Gedisa.
7. Tapia, G. (2015). Planeamiento económico financiero en tiempos de cambios. Buenos Aires, Argentina: Omicron System.
8. Tapia, G., Olivo, S. & Perossa, M. (2016). Examen del riesgo del negocio. Buenos Aires, Argentina: Libryco.

## Anexos

### **Garantizar (SGR)**<sup>15</sup>

Somos la Sociedad de Garantía Recíproca de mayor envergadura a nivel nacional, ya que lideramos el sistema de SGRs desde nuestra creación y somos la única empresa del sector presente en todo el país.

Contamos con 29 sucursales y tenemos la mayor cantidad de socios partícipes y garantías otorgadas del sistema.

¿Qué es una Sociedad de Garantía Recíproca?

Una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) es una entidad que tiene como objetivo lograr que las **pequeñas y medianas empresas** puedan acceder a un mejor financiamiento a través del **crédito bancario** y el **mercado de capitales** gracias al otorgamiento de garantías.

Está compuesta por Socios Protectores que aportan a un Fondo de Riesgo y Socios Partícipes que reciben los certificados de garantía para **mejorar sus opciones de financiamiento**.

FONDO DE RIESGO; ¿CÓMO SE CONFORMA NUESTRO FONDO DE RIESGO?

El Fondo de Riesgo de una Sociedad de Garantía Recíproca sirve de prenda común a los avales (certificados de garantía) que emite la Sociedad, en respaldo de los créditos a los que acceden sus Socios Partícipes (PyMEs).

Constituido por los aportes realizados por personas físicas y jurídicas, privadas y públicas, el Fondo de Riesgo de Garantizar es único en su género, ya que en él coexisten grandes empresas, personas físicas, bancos privados y públicos (como el Banco de la Nación Argentina, el Banco Ciudad de Buenos Aires y el BICE) y fondos públicos provinciales y municipales.

INGRESOS Y EGRESOS DE UN FONDO DE RIESGO

Los ingresos del Fondo de Riesgo se componen con:

- Aportes de socios protectores.
- Rendimiento financiero de la inversión del propio fondo.

Los egresos pueden estar compuestos por:

- Pagos por incumplimientos de contratos de garantía.
- Devolución a su vencimiento de los aportes de los Socios Protectores.

PLAZO MÍNIMO DEL APORTE

- El Socio Protector deberá mantener el aporte efectuado en la sociedad por un plazo mínimo de dos años, contados a partir de la fecha de su efectivización.

---

<sup>15</sup> Sitio web Garantizar. (2017). *¿quiénes somos?*. Noviembre, 02, 2017, Recuperado de: <http://garantizar.com.ar/espanol/quienes-somos/>

### SOCIOS PROTECTORES ¿QUIÉNES SON LOS SOCIOS PROTECTORES?

Los Socios Protectores son personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras que realizan aportes al Fondo de Riesgo con el fin de apoyar el crecimiento de las PyMEs en todos los sectores de la economía real. Dichos aportes son deducidos del impuesto a las ganancias.

### BENEFICIOS IMPOSITIVOS DE APORTANTES AL FONDO DE RIESGO

El Socio Protector aportante al Fondo de Riesgo está beneficiado por la deducción del 100% del aporte en la determinación del ejercicio fiscal en el cual efectivizó el aporte.



16

### SOCIOS PARTICÍPES ¿QUIÉNES SON LOS SOCIOS PARTICÍPES

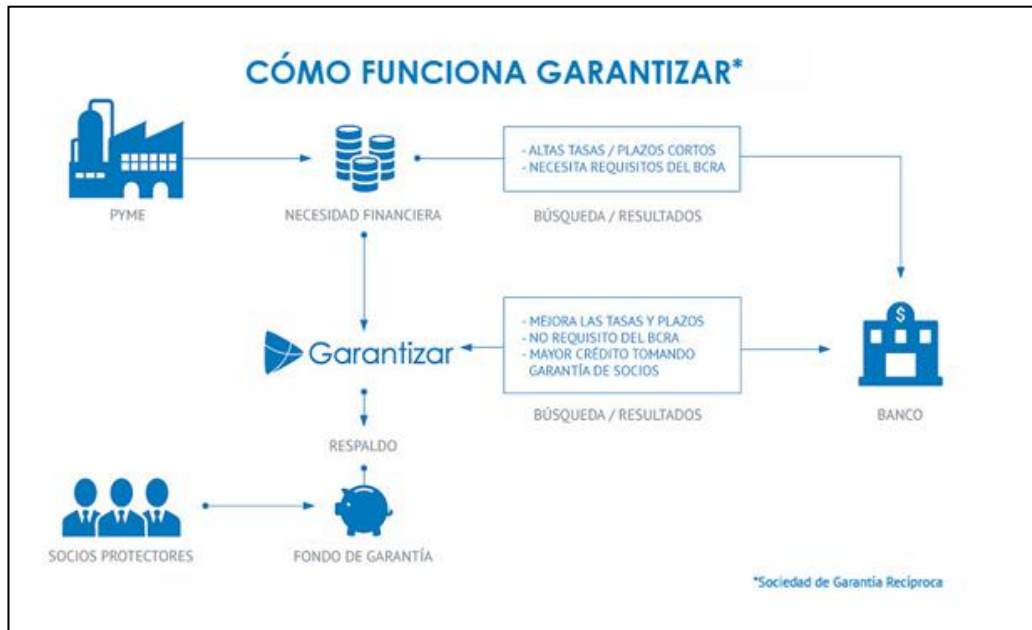
Los Socios Partícipes son las micro, pequeñas y medianas empresas, beneficiarias de los certificados de garantía emitidos por la SGR, consideradas de acuerdo a parámetros establecidos por la SSEP y MEyDR (Ley 25.300, Res. SePyME 24/2001 y sus modificaciones: Disp.50/2012).

SECTOR				
AGROPECUARIO	INDUSTRIA Y MINERÍA	COMERCIO	SERVICIOS	CONSTRUCCIÓN
82.000.000	270.000.000	343.000.000	91.000.000	134.000.000

17

<sup>16</sup> Sitio web Garantizar. (2017). ¿quiénes somos?. Noviembre, 02, 2017, Recuperado de: <http://garantizar.com.ar/espanol/quienes-somos/>

<sup>17</sup> Sitio web Garantizar. (2017). ¿quiénes somos?. Noviembre, 02, 2017, Recuperado de: <http://garantizar.com.ar/espanol/quienes-somos/>



18

Sus productos:



19

<sup>18</sup> Sitio web Garantizar. (2017). *¿quiénes somos?*. Noviembre, 02, 2017, Recuperado de: <http://garantizar.com.ar/espanol/quienes-somos/>

## **Ley 27349 - APOYO AL CAPITAL EMPRENDEDOR**

### **Sistemas de financiamiento colectivo**

#### **Capítulo I**

##### *Objeto. Autoridad de aplicación*

Artículo 22.- *Sistema de financiamiento colectivo.* Objeto. Autoridad de aplicación. Establécese la implementación del Sistema de Financiamiento Colectivo como régimen especial de promoción para fomentar la industria de capital emprendedor. El Sistema de Financiamiento Colectivo tendrá por objeto fomentar el financiamiento de la industria de capital emprendedor a través del mercado de capitales, debiendo la autoridad de aplicación establecer los requisitos a cumplimentar por quienes estén incluidos en dicho sistema.

La Comisión Nacional de Valores será la autoridad de control, reglamentación, fiscalización y aplicación del presente título, contando a tales fines con todas las facultades otorgadas por la ley 26.831, disponiéndose que serán de aplicación al Sistema de Financiamiento Colectivo las disposiciones de dicha ley.

Artículo 23.- *Definiciones.* Incorpóranse al artículo 2° de la ley 26.831, las siguientes definiciones referidas al Sistema de Financiamiento Colectivo:

*Plataforma de financiamiento colectivo:* son sociedades anónimas autorizadas, reguladas, fiscalizadas y controladas por la Comisión Nacional de Valores y debidamente inscriptas en el registro que al efecto se constituya, con el objeto principal de poner en contacto, de manera profesional y exclusivamente mediante portales web u otros medios análogos, a una pluralidad de personas humanas y/o jurídicas que actúan como inversores con personas humanas y/o jurídicas que solicitan financiación en calidad de emprendedores de financiamiento colectivo.

*Responsable de plataforma de financiamiento colectivo:* son las personas humanas designadas por los accionistas de la plataforma de financiamiento colectivo para el cumplimiento de los requerimientos exigidos por la Comisión Nacional de Valores, actuando en representación de la plataforma de financiamiento colectivo.

*Emprendedor de financiamiento colectivo:* es la persona humana y/o jurídica que presenta un proyecto de financiamiento colectivo con la finalidad de obtener fondos del público inversor para su desarrollo, conforme la reglamentación que a tales fines dicte la Comisión Nacional de Valores.

*Proyecto de financiamiento colectivo:* es el proyecto de desarrollo individualizado presentado por un emprendedor de financiamiento colectivo a través de una plataforma de financiamiento colectivo y que solicita fondos del público inversor con la finalidad de crear y/o desarrollar un bien y/o servicio.

---

<sup>19</sup>No especificado. (2017). ¿quiénes somos?. Noviembre, 02, 2017, de Garantizar SGR Sitio web: <http://garantizar.com.ar/espanol/quienes-somos/>

Artículo 24.- *Participación en un proyecto de financiamiento colectivo.* Las únicas formas de participación de los inversores en un proyecto de financiamiento colectivo serán a través de:

- i) La titularidad de acciones de una sociedad anónima (S.A.) o sociedad por acciones simplificada (SAS), teniendo en especial consideración en ambos casos aquellas sociedades que dentro de su objeto prevean adicionalmente generar un impacto social o ambiental en beneficio e interés colectivo;
- ii) Adquisición de préstamos convertibles en acciones de una sociedad anónima (S.A.) o de una sociedad por acciones simplificada (SAS); y
- iii) La participación en un fideicomiso.

En todos los casos, tales participaciones en un proyecto de financiamiento colectivo deberán ser concretadas on line a través de una plataforma de financiamiento colectivo, con la finalidad de destinar fondos a un proyecto de financiamiento colectivo.

Artículo 25.- *Requisitos, denominación y registración de las plataformas de financiamiento colectivo.* La Comisión Nacional de Valores reglamentará los requisitos que las plataformas de financiamiento colectivo deberán acreditar a los efectos de su autorización, y durante el término de su vigencia, así como los necesarios para su inscripción en el registro correspondiente y las obligaciones de información que debieren cumplimentar.

La razón social deberá incluir el término “Plataforma de Financiamiento Colectivo” o la sigla “PFC”, y será una denominación exclusiva en los términos del artículo 28 de la ley 26.831.

Artículo 26.- *Estructura y tipos del Sistema de Financiamiento Colectivo.* El Sistema de Financiamiento Colectivo se referirá exclusivamente a proyectos de financiamiento colectivo presentados en una plataforma de financiamiento colectivo autorizada por la Comisión Nacional de Valores y destinados al público inversor mediante cualquiera de las formas de participación en un proyecto de financiamiento colectivo indicadas en el artículo 24.

Los proyectos de financiamiento colectivo deberán:

- a) Estar dirigidos a una pluralidad de personas para que formen parte de una inversión colectiva a fin de obtener un lucro;
- b) Ser realizados por emprendedores de financiamiento colectivo que soliciten fondos en nombre de un proyecto de financiamiento colectivo propio;
- c) Estimar la financiación a un proyecto de financiamiento colectivo individualizado;
- d) Sujetarse a los límites que la Comisión Nacional de Valores establezca en su

reglamentación.

*Artículo 27.- Límites al Sistema de Financiamiento Colectivo.* Serán de aplicación al Sistema de Financiamiento Colectivo los siguientes límites:

- a) Que el monto total ofertado para ser invertido no supere la suma y el porcentaje que establezca la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores dictada al efecto;
- b) Que el mismo inversor, por sí o por intermedio de una sociedad a su vez controlada por él, no adquiera un porcentaje mayor de la inversión ofrecida al que establezca la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores dictada al efecto;
- c) Que los inversores no puedan invertir más del veinte por ciento (20%) de sus ingresos brutos anuales.

*Artículo 28.- Exclusiones.* Quedan excluidos del Sistema de Financiamiento Colectivo los proyectos destinados a:

- a) La recaudación de fondos con fines benéficos;
- b) Las donaciones;
- c) La venta directa de bienes y/o servicios a través de la plataforma de financiamiento colectivo;
- d) Los préstamos que no se encuadren dentro del supuesto del artículo 24, apartado *ii*).

*Artículo 29.- Mercado secundario del financiamiento colectivo.* Una vez colocadas las acciones o participaciones de un proyecto de financiamiento colectivo, las mismas podrán ser vendidas por el inversor, a través de la misma plataforma de financiamiento colectivo en que las hubiere adquirido, mediante el mecanismo previsto en la reglamentación específica.

*Artículo 30.- Servicios de las plataformas de financiamiento colectivo.* Las plataformas de financiamiento colectivo prestarán los siguientes servicios:

- a) Selección y publicación de los proyectos de financiamiento colectivo;
- b) Establecimiento y explotación de canales de comunicación para facilitar la contratación del Sistema de Financiamiento Colectivo y publicidad de los proyectos de financiamiento colectivo;
- c) Desarrollo de canales de comunicación y consulta directa de los inversores;
- d) Presentación de la información de cada proyecto de financiamiento colectivo conforme las disposiciones de la reglamentación que dicte la Comisión Nacional de Valores;

e) Confección y puesta a disposición de contratos proforma para la participación de los inversores en los proyectos de financiamiento colectivo.

El servicio mencionado en el inciso d) precedente no constituirá una calificación de riesgo en los términos del artículo 57 de la ley 26.831, por lo que las plataformas de financiamiento colectivo no podrán emitir opiniones respecto de la factibilidad del proyecto de financiamiento colectivo ni asegurar la obtención de lucro al inversor.

Artículo 31.- *Prohibiciones de las plataformas de financiamiento colectivo.* Queda expresamente prohibido al responsable de plataforma de financiamiento colectivo y/o a las plataformas de financiamiento colectivo, actuando por sí o mediante personas jurídicas o humanas, controlantes, controladas o vinculadas, ejercer las siguientes actividades:

a) Brindar asesoramiento financiero a los inversores en relación a los proyectos de financiamiento colectivo promocionados por las plataformas de financiamiento colectivo, sin perjuicio de brindar la información objetiva a que hace mención el artículo 30, inciso d);

b) Recibir fondos por cuenta de los emprendedores de financiamiento colectivo a los fines de invertirlos en proyectos de financiamiento colectivo desarrollados por esos mismos emprendedores;

c) Gestionar las inversiones en los proyectos de financiamiento colectivo;

d) Adjudicar fondos de un proyecto de financiamiento colectivo a otro proyecto de financiamiento colectivo sin recurrir al mecanismo que la Comisión Nacional de Valores oportunamente establezca para la transferencia de dichos fondos y sin la autorización expresa de los inversores que hubieren aportado esos fondos;

e) Asegurar a los emprendedores de financiamiento colectivo la captación de la totalidad o una parte de los fondos;

f) Asegurar a los inversores el retorno de su inversión en un proyecto de financiamiento colectivo en el que participen;

g) Presentar, con la finalidad de obtener fondos del público inversor, proyectos de financiamiento colectivo desarrollados por un responsable de plataforma de financiamiento colectivo, socio y/o dependiente de esa plataforma de financiamiento colectivo.

Artículo 32.- *Principios generales aplicables al sistema de financiamiento colectivo.* Quienes se dediquen a la captación de fondos del público inversor mediante cualquiera de las formas previstas en el Sistema de Financiamiento Colectivo, deberán actuar de acuerdo con los principios de transparencia, diligencia y objetividad, y de acuerdo con el estándar del buen hombre de negocios quedan sujetos a las obligaciones que impone la legislación específica en materia de defensa de los derechos del consumidor en el suministro de información acerca de los proyectos de financiamiento colectivo, sus riesgos



y beneficios potenciales, y a la normativa aplicable en materia de prevención de los delitos de lavado de activos y financiamiento del terrorismo y otras actividades ilícitas.

**Artículo periodístico “Pymes se financian con la AFIP al 17% para invertir en Lebac al 29%”**<sup>20</sup>

– El Cronista – Fecha: miércoles 10 de febrero de 2016 – Por: Mariano Gorodisch.

Las Lebac (Letras del Banco Central) en pesos pagan tasas promedio del 29% anual, con colocaciones que van desde los 30 días a los 270 días.

Pymes se financian con la AFIP al 17% para invertir en Lebac al 29%

Las Lebac (Letras del Banco Central) en pesos pagan tasas promedio del 29% anual, con colocaciones que van desde los 30 días a los 270 días. Por otro lado, la AFIP ofrece el plan de facilidades de pago para financiar el pago de impuestos nacionales y recursos de la seguridad social, a una tasa del 1,35% mensual, en un máximo de seis cuotas. Cuando se anualiza, el costo es del 17,45% anual. Es decir, que se puede lograr una diferencia de aproximadamente el 10% anual, neto de comisiones y gastos.

Para pedalear en esta nueva bicicleta financiera de la City porteña hay que tener al menos dos empleados. Además, los ingresos brutos anuales no deben superar los \$ 50 millones en caso de comercialización de bienes y los \$ 30 millones en caso de prestación de servicios.

Para poner un ejemplo concreto: si una pyme debe pagar \$ 60.000 de IVA puede adherir a un plan de facilidades de pago en seis cuotas, entonces paga sólo \$ 10.000, y los otros \$ 50.000 en cuotas, con una tasa del 1,35% mensual sobre el saldo. Entonces, utiliza ese dinero para invertirlo en Lebac.

Pero la rueda comienza otra vez al mes siguiente, cuando la pyme tiene otros \$ 60.000 de IVA a pagar. Entonces adhiere nuevamente al plan de facilidades de pago y abona \$ 10.000 y los otros \$ 50.000 los coloca en tasa. Sucede con el IVA que muchas empresas lo recaudan, pero lo utilizan para tapar otro agujero, mientras otras compañías más sanas financieramente hablando lo invierten en Lebac.

Este plan de la AFIP también sirve para financiar las cargas sociales de los empleados, el pago de ganancias y de los anticipos de ganancias. El plan de pagos se mantiene siempre cuando se le pague a la AFIP tanto la cuota como el punitivo, del 1,35% mensual, hasta el día 16 de cada mes, cuando se cancelarán mediante débito directo en cuenta bancaria.

---

<sup>20</sup> Gorodisch, M. (2016). Las Pymes se financian con la Afip al 17% para invertir en Lebac al 29%. Noviembre, 02, 2017. El Cronista. Recuperado de:  
<https://www.cronista.com/finanzasmercados/Pymes-se-financian-con-la-AFIP-al-17-para-invertir-en-Lebac-al-29-20160210-0038.html>

El hecho es que las tasas de colocación hoy son tan altas que la penalidad de la AFIP termina no siendo tal. Incluso, hay fideicomisos financieros que rinden casi 40%, aunque hay quienes prefieren no arriesgarse y tomar sólo aquellos clase A, porque tienen temor que los clase B o C puedan llegar a tener problemas. Por el contexto recesivo que vive la economía doméstica, es probable que mucha gente no pueda pagar a término los préstamos al consumo que tomaron.

En la City porteña advierten que esta bicicleta financiera es una medida transitoria, porque la tasa de las Lebacs no puede seguir tan alta por muchos meses más, porque impacta en un encarecimiento en los créditos a las pequeñas y medianas empresas, que necesitan financiarse a tasas que no sean tan elevadas. De lo contrario, podría conducir a un escenario recesivo. Pero, a su vez, las altas tasas de interés son un freno para impedir que más ahorristas se vuelquen a dolarizar sus carteras.

Vale aclarar que la cuestión con este "rulo" que se está haciendo no es para no pagar impuestos, sino que reside en darle la mayor rotación posible al dinero, que es de algún modo el stock que tiene la empresa. 'No importa qué se venda: si telas, cartones o muebles, siempre el negocio es financiero', suele ser el lema del que se jactan los mesadineristas.

La bicicleta financiera también se da con las empresas que toman la línea productiva, que pasó del 18 al 22%, pero que se duplicó el cupo para los bancos. Al verse obligados por el Central a cumplir su cupo, varias entidades terminan otorgando préstamos a empresas que no necesariamente necesitan el dinero, por lo cual lo terminan utilizando para invertirlo en Lebacs al 29% u otros títulos de tasa similar, como las cauciones.