

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

**CARRERA DE ESPECIALIZACIÓN EN
ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN

Alternativas de financiamiento para PYMES en
Argentina, la utilización del Mercado de Capitales

AUTOR: MARIA GABRIELA PONCE

DOCENTE DEL TALLER: HERNAN RUGGERI

JUNIO 2022

Resumen

En el presente trabajo se tratará el acceso al financiamiento por parte de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) en Argentina y haremos mayor hincapié en la utilización del mercado de capitales como una fuente genuina, en comparación con las otras alternativas que surgen de los recursos de los propios, del mercado de crédito bancario y las políticas públicas.

Las PYMES son una parte esencial de la economía nacional. No obstante, son estas empresas quienes mayores problemas enfrentan a la hora de crearse, subsistir, crecer y competir día a día en el mercado. En virtud de esto, cobra relevancia el acceso al financiamiento ante la necesidad de crecimiento que deben enfrentar estas compañías.

Por lo tanto, se procede al desarrollo del concepto pequeña y mediana empresa, los elementos que la componen y su régimen en el país. Luego haremos un breve repaso sobre lo que es la estructura de financiamiento de una empresa y las diferentes teorías, por último, desarrollaremos el concepto de mercado de capitales y su régimen en Argentina.

Avanzando en el trabajo analizaremos las diferentes alternativas de financiamiento que pueden ser utilizadas por parte de las PYMES en Argentina: capital propio, proveedores, bancarios, políticas públicas y el mercado de capitales.

Luego desarrollaremos con mayor detalle las alternativas de financiamiento en el mercado de capitales argentino. Analizaremos la actuación de las PYMES en él, cual es el régimen y las diferentes opciones que este ofrece: pagare, cheque de pago diferido, fideicomisos financieros, obligaciones negociables y acciones.

Todo lo enunciado nos llevara a la conclusión que en el contexto actual económico del país es necesario para las PYMES considerar al mercado de capitales como una alternativa genuina de financiamiento.

Palabras clave

Pequeña y Mediana Empresa, Financiamiento, Mercado de Capitales

Índice

Resumen	2
1. Introducción	4
Fundamentación y planteamiento del problema.....	4
Objetivos.....	4
Aspectos Metodológicos	4
2. Marco teórico	7
Pequeñas y Medianas Empresas.....	7
Estructura de Financiamiento	10
Mercado de capitales	20
3. Diagnóstico	23
Alternativas de financiamiento para PYMES en Argentina.....	23
Financiamiento a través del capital propio	24
Financiación a través de proveedores.....	27
Financiamiento mediante Bancos	28
Financiamiento mediante Políticas publicas	37
Financiamiento a través del Mercado de Capitales	39
4. Propuesta de intervención	42
Alternativas de financiamiento del Mercado de Capitales en Argentina	42
Régimen PYME en Argentina.....	44
Cheques de Pago Diferido (CHPD).....	44
Pagaré	47
Fideicomiso Financiero (FF)	48
Obligaciones Negociables (ON).....	49
Acciones	53
5. Conclusiones	58
6. Referencias bibliográficas	60

1. Introducción

Fundamentación y planteamiento del problema

El tema elegido es analizar las diferentes alternativas de financiamiento para PYMES en Argentina, haciendo hincapié en la utilización del Mercado de Capitales, el presente trabajo permitirá analizar las diferentes alternativas de financiamiento, con el objetivo de poder financiar nuevos proyectos, que llevará a las PYMES a mejorar su rentabilidad.

La elección del tema se debe a que en la actualidad las PYMES en Argentina, son el motor de las economías regionales y por esto resulta interesante analizar las distintas alternativas para facilitar su desarrollo, mejorar su rentabilidad, reducir su sensibilidad ante cambios en las variables macroeconómicas que afectan a su actividad.

Es por ello por lo que este trabajo tiene como objetivo investigar las diferentes alternativas con que se encuentran las PYMES en Argentina, al intentar financiarse, haciendo énfasis en el Mercado de Capitales y poder determinar cuál es la mejor forma.

¿Cuáles son las diferentes alternativas de financiación en el Mercado de Capitales para PYMES en Argentina?

Objetivos

El objetivo general de este trabajo es analizar las diferentes alternativas de financiación de PYMES en Argentina, utilizando el Mercado de Capitales.

Los objetivos específicos son los que se detallan a continuación:

- Identificar que es una PYMES en Argentina y su régimen legal.
- Analizar las diversas alternativas de financiamiento de PYMES en Argentina
- Analizar el Mercado de Capitales en Argentina y sus diferentes alternativas de financiamiento para PYMES.
- Identificar cual es la mejor alternativa de financiamiento de PYMES en el Mercado de Capitales en Argentina.

Aspectos Metodológicos

A través de un enfoque descriptivo se buscará enunciar y analizar las diferentes alternativas de financiación de las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) en Argentina. Dentro de la actividad, se hará foco en el Mercado de Capitales como fuente genuina de financiamiento

para las PYMES analizando las diferentes alternativas que ofrece y comparando con otras alternativas tales como la financiación a través del capital propio, del patrimonio neto, de proveedores, del crédito bancario y de las políticas públicas.

Para el fin descripto, primero se identificará los conceptos básicos sobre la definición de PYMES, cuáles son las variables que se debe considerar en una empresa para ser considerada PYMES, para ello utilizaremos los dos últimos cuerpos legislativos importantes para esta categoría de empresas, la Ley N°24.467 Ley de la Pequeña y Mediana Empresa y la Ley N°25.300 Ley de Fomento a las Micro, Pequeña y Mediana Empresa y la regulación de las misma realizada por la Secretaria de la Pequeña y Mediana Empresa y los Emprendedores (SEPYME) la Resolución N°24/2001. También se mencionará las diferentes variables que definen en sus comunicación o resoluciones de organismos como el Banco Central de la República Argentina y la Comisión Nacional de Valores.

Luego para poder analizar las diferentes alternativas de financiamiento primero se buscará definir que es un estructura de financiamiento, utilizando la obra de Roberto Drimer “Teoría del Financiamiento” También se analizan las diferentes teorías relacionadas con el financiamiento de las organizaciones: el modelo tradicional, la teoría de la irrelevancia de Franco Modigliani y Merton Miller, la teoría del equilibrio estático o trade off, la teoría del orden jerárquico (Pecking order theory) y la teoría de la agencia que nos ayudan a comprender la estructura de financiamiento de las organizaciones.

Al analizar las alternativas de financiamiento de PYMES en Argentina se utilizará diferentes bibliografías y publicaciones especializadas sobre el tema las cuales nos brindan la definición de cada una, enuncian sus características y ventajas. Algunas de las bibliografías consultadas fueron: La estructura de financiamiento PyME. Una revisión del pasado y presente de Briozzo, A. y Vigier, H., la publicación “Financiamiento para pequeñas y medianas empresas (PYME). El caso de Alemania. Enseñanzas para Argentina” de Ascúa, Rubén y El crédito a las PYMES en la Argentina: Evolución reciente y estudio de un caso innovador de Goldstein, E. entre otros.

Las alternativas de financiamiento de PYMES en Argentina analizadas fueron: el financiamiento mediante utilidades retenidas; el financiamiento en función del patrimonio neto: capital semilla, capital de riesgo, inversores ángeles; financiación a través de proveedores; el financiamiento mediante bancos donde se buscó ejemplos de la oferta del crédito bancario argentino de tres bancos en particular: Banco Ciudad de Buenos Aires,

Banco de la Provincia de Buenos Aires y Banco de la Nación Argentina; el financiamiento mediante políticas públicas, se muestra las diferentes líneas de créditos promocionadas por la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y los Emprendedores (SEPYME) y como última alternativa se enuncia brevemente el financiamiento a través del Mercado de Capitales.

Antes de analizar las diferentes alternativas de financiamiento que ofrece el Mercado de Capitales Argentino se desarrolló la definición y característica de este mercado, utilizando entre otras bibliografías la obra de Mónica Erpen “Mercado de Capitales: manual para no especialistas”. También se enuncia los diferentes organismos que participan en el desarrollo del Mercado de Capitales tales como: Comisión Nacional de Valores (CNV), organismo de contralor del mercado; la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA); Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. (MERVAL) y la Caja de Valores.

Para poder desarrollar cada una de las alternativas de financiamiento PYMES en el Mercado de capitales en Argentina se enuncia el Régimen PYME desarrollado por la CNV bajo el nombre PYME CNV y regularizado en la Resolución Nro. 857/2020 y Resolución Nro.901/2021.

Luego se analizan los diferentes instrumentos de financiamiento para PYMES que el Mercado de Capitales los cuales son: cheques de pago diferidos, pagare, fideicomisos financieros, obligaciones negociables, acciones y factura electrónica de crédito. Cada instrumento fue analizado en partículas con sus definición, características, tipos, regulaciones y ventajas de su utilización tomando dicha información de bibliografías especializadas sobre el tema, leyes y resoluciones aplicables.

Por lo último se informa la situación actual del financiamiento PYMES en el Mercado de Capitales en base al informe mensual sobre el financiamiento en el mercado de capitales que emite la CNV, a diciembre de 2021 y en particular el financiamiento de PYME. Este informe nos demuestra la evolución considerable respecto a diciembre de 2020, la participación considerable de las PYMES en la oferta pública total. y que el instrumento que más utilizan las PYMES es el cheque de pago diferido avalado.

2. Marco teórico

En el presente trabajo se analiza las diferentes alternativas que existe para que una Pequeña y Mediana Empresa argentina acceda a financiarse en el Mercado de Capitales. Por tal motivo, en este capítulo se desarrollará el marco teórico que nos servirá para definir conceptos, procedimientos y análisis. Primero se desarrollará el concepto de pequeña y mediana empresa, la situación legal en Argentina y los diferentes elementos que la componen. También haremos referencia a la estructura de financiamiento de una empresa, su composición y las teorías relacionadas con dicha estructura, que nos servirá de ayuda para reconocer las diferentes alternativas de financiamiento. Por último, hablaremos del Mercado de Capitales su definición y la regulación en el país.

Pequeñas y Medianas Empresas

Una empresa es la interacción de recursos económicos, talento humano, tecnología, ideas, generación de valor, propuestas y oportunidades de negocio. Es un elemento esencial de todo sistema económico, es la responsable de la producción de diversos bienes y servicios. Por lo tanto, debido a la gran necesidad de los humanos, no podemos concebir una sociedad sin empresas

Las empresas no sólo se dividen cuantitativa o cualitativamente, sino también por el nivel de activos y actividades que desarrollan, segmentos a los que atienden y el sector donde se agrupan: primario como la agricultura, ganadería, pesca; el secundario como el industrial y, por último, el terciario de servicios en general incluida la construcción, si son públicas, privadas o mixtas, según su composición de capital etc.

La clasificación de empresas depende de las políticas y necesidades de cada país, ya que sus gobiernos pueden dirigir sus propias políticas internas de apoyo, por lo que en un país lo que es una pequeña y mediana empresa es posible que en otro país sea diferente. Pero es muy importante valorar que en casi todas las clasificaciones se tienen en cuenta las variables de empleados, ingresos mensuales y nivel de activos, aunque en algunos casos le dan mayor relevancia a uno que a otro.

En tiempos anteriores, en Argentina, la clasificación de pequeña y mediana empresa estaba regulada por la Resolución N°401/89 del Ministerio de Economía de la Nación, en la que se utilizaba a estos efectos una fórmula polinómica que tenía en cuenta determinados parámetros, como ser: personal ocupado, ventas totales anuales a valores constantes, netas de los impuestos nacionales pertinentes, activos producidos revaluados y netos de

amortizaciones, mientras que para algunos sectores consideraba también el Patrimonio Neto ajustado por inflación. Los sectores que tenían en cuenta esta resolución para los que se establecían topes para cada una de las variables antes mencionadas eran: industrial, comercial y de servicios, minero, transporte, agropecuario y hoteles de turismo.

Actualmente, los criterios de determinación de la condición de pequeña y mediana empresa se basan en los dos últimos cuerpos legislativos importantes para esta categoría de empresas: la Ley N°24.467/1995 y la Ley N°25.300/2000.

En el caso específico de la Ley N°24.467/1995, conocida como “Estatuto de pequeña y mediana empresa”, en su artículo 2° determina a la autoridad de aplicación definir las características de las empresas que serán consideradas pequeñas y medianas empresas, teniendo en cuenta las particularidades de cada región del país, y los diversos sectores de la economía en que se desempeñan; ello sin perjuicio de lo dispuesto en el Título III del mismo cuerpo legal, respecto a las relaciones de trabajo, cuya autoridad de aplicación en ese caso es el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

Así, en el art. 83 de la Ley mencionada señala que: “A los efectos de este Capítulo, pequeña empresa es aquella que reúna las dos condiciones siguientes: a) Su plantel no supere los cuarenta trabajadores b) Tengan una facturación anual inferior a la cantidad que para cada actividad o sector fije la Comisión Especial de Seguimiento del artículo 104 de esta ley”.

Por su parte, la Ley N°25.300/2000 determina en su artículo 1° que la autoridad de aplicación deberá definir las características de las empresas que serán consideradas micro, pequeñas y medianas a los efectos de la implementación de los distintos instrumentos del presente régimen. Al respecto precisa que lo hará: “contemplando las especificidades propias de los distintos sectores y regiones y con base a los siguientes atributos de estas o sus equivalentes: personal ocupado, valor de las ventas y valor de los activos aplicados al proceso productivo.

El último apartado del artículo establece que “No serán consideradas pequeña y mediana empresa a los efectos de la implementación de los distintos instrumentos del presente régimen legal, las empresas que, aun reuniendo los requisitos cuantitativos establecidos por la autoridad de aplicación, estén vinculadas o controladas por empresas o grupos económicos nacionales o extranjeros que no reúnan tales requisitos”. De esta manera esta Ley determina los elementos cuantitativos que debe tener en cuenta la autoridad de aplicación: personal

ocupado, facturación y valor de los activos y establece como elemento cualitativo que debe cumplirse la independencia de la empresa.

La secretaria de la Pequeña y Mediana Empresa y los Emprendedores (SEPYME) actúa como autoridad de aplicación de la Ley N°25.300, su primera regulación sobre esta ley es la N°24/2001, en donde se definen los niveles de ventas a las micro, pequeñas y medianas empresas de los sectores agropecuario, industria y minería, comercio y servicios. Cabe remarcar que la propia Resolución de la SEPYME define la reglamentación como “de tipo general” y no limitante de las facultades de otros organismos “para complementarla con precisiones o condiciones cualitativas adicionales o para fijar límites inferiores...a efectos de la instrumentación de Programas Específicos...” (art. 5° Res. N°24/2001).

Por esa razón los considerandos de la reglamentación dictada por la SEPYME se encargan en precisar que “la coexistencia de definiciones diversas provoca un tratamiento diferente en las empresas” y por ello el art. 7° de la misma, invita a los distintos organismos de la Administración a adoptar la “presente caracterización de Micro, Pequeña, Mediana Empresa, con el fin de propender a una definición homogénea y única de dicho estrato empresario”.

Con la Comunicación “A” 3793 del 4 de noviembre del año 2002, y Comunicación “A” 4628 del 16 de febrero de 2007, a través de las cuales el BCRA adoptó los montos a los establecidos por SEPYME, las cuales rigen hasta el 20 de agosto del 2010 cuando, mediante la publicación del Boletín Oficial de esa fecha, se dieron a conocer los nuevos valores máximos de las ventas totales que hacen que una empresa pueda ser considerada micro, pequeña o mediana:

Tamaño Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Microempresa	\$ 610.000	\$1.800.000	\$2.400.000	\$590.000	\$760.000
Peq. Empresa	\$4.100.000	\$10.300.000	\$14.000.000	\$4.300.000	\$4.800.000
Med. Empresa	\$24.100.000	\$82.200.000	\$111.900.000	\$28.300.00	\$37.700.000

Como novedad, la resolución de la SEPYME agrega dos medidas adicionales: la primera es que en el cálculo del nivel de ventas de la empresa que para comparar con el límite oficial se permite deducir de las ventas totales de las exportaciones realizadas, hasta un máximo del 35% del total de ventas. La segunda medida establece que una vez que la empresa demuestra

su calidad de PYME ante un programa público, mantiene tal condición durante 24 meses, independientemente de la evolución efectiva de sus ventas. Por otro lado, la Resolución N°582 de la CNV en su artículo 1º, mantiene como variable principal las ventas anuales promedio de los últimos tres años, pero duplica los montos que operan como topes.

Ahora bien, la pregunta que debe hacerse es, en qué oportunidad cada una de estas definiciones tiene valor. La definición brindada por la CNV se tendrá como válida en aquellas situaciones establecidas en ese artículo 36, es decir, para la emisión de Acciones y Obligaciones Negociables en el Mercado de Capitales siempre y cuando la empresa no utilice simultáneamente programas de subsidios u otras ventajas según lo reglado en el artículo 37 de la Resolución. Por el contrario, si la Empresa está considerando solicitar el aval de una SGR, la misma deberá atenerse a la clasificación realizada en la disposición N°147/06 (actualizada por la Resolución N°21/2010) de la SEPYME, dado que esta Secretaría es la Autoridad de Aplicación de las SGR.

Por su parte Chighizola (1998) establece que las pequeñas y medianas empresas, son generadoras de una dinámica industrial auto sostenida, ya que de esta forma incrementan el desarrollo económico de las naciones. Es importante destacar que en la industria argentina representan el 96,8% del total de empresas, ocupan casi el 50% de total de los obreros y, adicionalmente, están cobrando importancia en el sector de servicios.

Dentro del mismo análisis concluye que una parte de las mismas empresas no trabajan con créditos bancarios y su estructura de financiamiento es deficiente de acuerdo con su tamaño. Además, no tienen un fácil acceso al mercado de capitales, financiándose de esta forma con los clientes, proveedores y socios, agravado por problemas con la información para acceder a créditos y no contar con garantías colaterales.

Por lo tanto, uno de los principales problemas que presentan las pequeñas y medianas empresas está en el acceso al financiamiento. No establece que no tengan acceso al financiamiento actualmente, pero es un tema preocupante para que se desarrollen soluciones alternas al sistema tradicional de financiamiento como el acceso al Mercado de Capitales.

Estructura de Financiamiento

Drimer R. (2011) en su obra Teoría del Financiamiento, define a estructura de financiamiento como 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. (pág. 29)

Como dice el autor, estos aportes pueden ser externos representado por el pasivo o internos de la organización el PN. La combinación de ambos va a depender de la decisión que tomen los dueños, 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.

Drimer R (2011) en su obra nos dice que el rendimiento de los instrumentos de financiación es el costo de dichas fuentes de financiamiento, en el caso de los mercados de capitales, se llaman acciones a los instrumentos emitidos en serie que representan al patrimonio neto de una empresa y se llaman bonos u obligaciones a los instrumentos que representan su pasivo. También existen diversos instrumentos que facilitan el crédito comercial y personal, tales como cheques diferidos, facturas comerciales, pagarés, contratos de warrant, contratos de leasing, hipotecas, prendas, etc.; su forma más perfeccionada es como título-valor o cuasi título-valor que permite repartir la inversión y el riesgo entre gran cantidad de financistas e inversores de manera fungible, ya que goza de las posibilidades de liquidez para intercambiarse cuando resulte conveniente, propias de un instrumento del mercado de capitales. (pág. 30).

El riesgo suele medirse a través de diversos indicadores que ponderan su influencia sobre el financiamiento de las organizaciones; habitualmente, se lo clasifica en el riesgo de crédito consistente en incurrir en dificultades y en cesación de pagos; el riesgo de mercado consistente en la volatilidad de las cotizaciones, y el riesgo operacional consistente en las circunstancias vinculadas con la administración interna de la organización.

En lo que respecta al financiamiento, el riesgo se asocia en el largo plazo al endeudamiento ya que el mismo genera compromisos fijos en forma de amortización del capital, intereses que deben afrontarse, lo cual encierra el riesgo de bancarrota, en especial en las fases de recesión económica general o particular. El riesgo de liquidez es el concerniente a no poder abonar las amortizaciones de capital a corto plazo y puede solucionarse si se logran postergar los vencimientos de las obligaciones. Diferente a el riesgo de endeudamiento indica las chances de no poder abonar siquiera los intereses y cargos mínimos del pasivo, no se soluciona con el simple diferimiento de vencimientos de pagos y puede llevar a cesación de

pagos final de una organización, por lo cual es el principal riesgo financiero a largo plazo. (pág. 31).

A continuación, desarrollaremos las principales teorías relacionadas con el financiamiento de las organizaciones.

Esquema determinístico - 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.

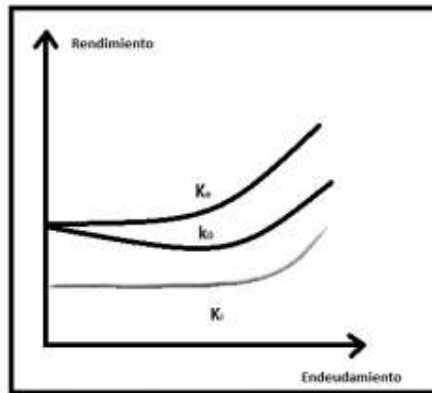
F: estructura de financiamiento, igual a la suma P+PN, e igual al Activo (A) que solventa

(1-t): factor impositivo.

Este enfoque se basa en los conceptos de rendimiento y riesgo donde por rendimiento es el que hay que conceder para obtener el financiamiento, representado como costo de capital (K_0). Luego el riesgo al que nos referimos en este modelo es el endeudamiento a largo plazo.

Dicho modelo postula la relación de 3 variables fundamentales: K_0 , K_e y K_i . Donde 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.



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

Modelos probabilísticos

Teoría de la irrelevancia de Franco Modigliani y Merton Miller

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 intereses; 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

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

Referencias:

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

O_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.

- Segunda proposición

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

Referencias:

O_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. 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.

Esta idea de función lineal intenta explicar que, en condiciones de mercado eficiente, podría optimizarse la tasa probable de rendimiento de una empresa mediante el incremento del endeudamiento, considerando una proporción de endeudamiento máximo admisible.

- Tercera proposición

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

Referencias:

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

t: tasa del impuesto a las ganancias o impuesto similar.

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. A partir de dicha proposición, 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.

La hipótesis de Modigliani-Miller (M-M) ha sido recurrentemente criticada por no corresponderse con las condiciones empíricas en las que operan las firmas. Sin embargo, este 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 cumple. 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.

La Teoría del equilibrio estático o Trade Off

La Teoría del Trade-off o del equilibrio estático, sugiere que las empresas llegan a una estructura óptima de capital, que está determinada por un trade off entre los costos y los beneficios del endeudamiento, es decir, que el nivel de endeudamiento depende de un equilibrio óptimo entre las ventajas tributarias de la deuda (ahorro impositivo) y las desventajas derivadas del incremento de la posibilidad de quiebra (costo derivado del riesgo de insolvencia financiera). Más adelante, surgen los modelos de trade off dinámico, en los cuales la empresa elige una estructura de capital óptima a lo largo del tiempo, teniendo en cuenta el valor actual del ahorro fiscal y el valor de las dificultades financieras esperadas. Heinkel y Zechner (1989). Esta teoría predice que las empresas más pequeñas, más arriesgadas, con menores impuestos y menores costos de quiebra, mostrarán oscilaciones más amplias en sus coeficientes de deuda a lo largo del tiempo.

La siguiente ecuación nos permite visualizar esta idea.

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

Referencia

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

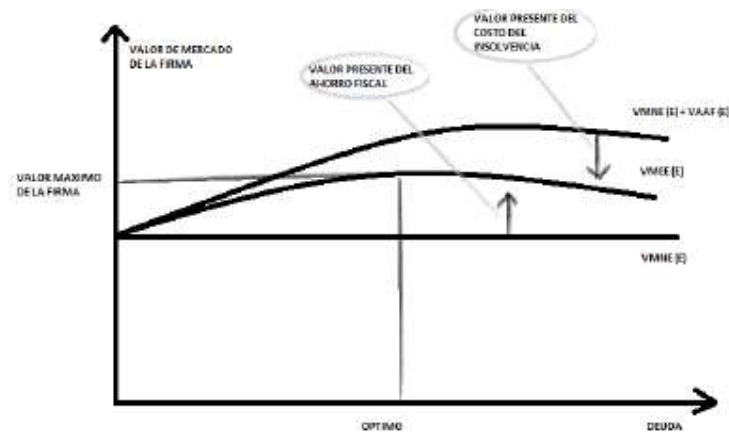
VAAF (E): Valor Actual del Ahorro Fiscal Esperado derivado de los intereses de deuda.

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 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 de 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.

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, en contrario con la teoría trade off. En su planteo, tiene en cuenta algunas imperfecciones de los mercados, en especial las relacionadas con la presencia de información asimétrica.

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 en la Teoría del Orden Jerárquico, observamos que este abordaje considera que los agentes internos de la firma (gerentes y directivos) poseen mayor información que

los agentes externos (inversores externos, bancos, entidades financieras), y que están dispuestos a utilizarla en su provecho; como consecuencia de ello los agentes externos 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 el 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).

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 contiene 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.

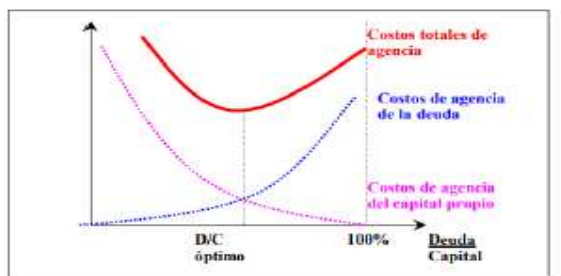
El conflicto entre accionistas y directivos sucede cuando la propiedad y la gerencia están separadas en una firma, existe la posibilidad que los gerentes actúen en función de su propio interés y dejen de lado el objetivo de maximizar el valor de la empresa. Ejemplo de estos conflictos son: la decisión 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.

El conflicto entre accionistas y acreedores surge 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 esta.

En el siguiente gráfico se muestra como 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.



Existe una combinación óptima entre financiación interna y externa que vendrá dada por la minimización de los costos de agencia totales, minimizando tales costos el gerenciamiento determinará el nivel de endeudamiento óptimo.

Si bien todas estas teorías basadas en la hipótesis de mercado eficiente (HME) presentan ciertas limitaciones para su aplicación en contextos menos desarrollados, son teorías que nos permiten comprender la estructura de financiamiento de las organizaciones.

Mercado de capitales

En la Estructura Financiera de un país, nos encontramos con distintos tipos de mercados, los cuales van a apuntar hacia distintas actividades del rubro financiero pero la finalidad va a ser la misma: dar liquidez a los activos, reducir los costos de transacción, fijar los precios de los activos y darles una ubicación óptima.

Estas compras y ventas de activos se dan dentro de un sistema en el cual no hace falta encontrarse con la contraparte y en muchos casos ni siquiera existe el contacto entre ellos, ya que justamente el mercado es el mediador. Las transacciones entre los activos pueden tener el carácter de primarias, en las que se da un cruce directo entre lo que se considera real y lo que se considera financiero, o un carácter secundario, en las cuales el rédito que se va a obtener a partir de la liquidez que proporcione un determinado título.

Una de las clasificaciones que existe entre los mercados financieros, planteada por Di Ciano (2014) es la que los diferencia por el tipo de activo que comercializan. Entre ellos tenemos mercado monetario, mercado de valores, mercado de créditos, mercado de divisas y mercado de capitales. Este último es el que nos interesa analizar.

El mercado de capitales surge a partir de la necesidad de las empresas de financiar proyectos, por medio de un nuevo capital, como las acciones, o por medio del endeudamiento, a través de bonos, debentures y títulos públicos. En este mercado se ofrecen y se demandan fondos o medios de financiamiento, pero a diferencia del mercado monetario, se realizan a mediano y largo plazo.

Desde la perspectiva del Análisis Financiero se analiza el concepto de mercado de capitales planteado por Erpen (2010) en su obra Mercado de Capitales: manual para no especialistas. Afirma que un mercado se puede definir como un ámbito o lugar en donde se encuentran compradores o demandantes y vendedores u oferentes de un determinado producto que puede ser bien o servicio.

Su principal objetivo está en actuar como intermediario, entre oferentes y demandantes, canalizando los recursos y el ahorro de quienes invierten para que los emisores dispongan de financiación para realizar las distintas actividades que le competen a su compañía, o incluso a ellos mismos. Es un mercado que se caracteriza por tener un nivel de riesgo más elevado que el del resto de los mercados.

Continuando con el análisis, se establece que en el mercado de capitales se distinguen dos segmentos con funciones bien diferenciadas, el mercado primario que está relacionado con la emisión y colocación de los activos financieros, denominados valores negociables, y el mercado secundario que está relacionado con la cotización y negociación de los valores negociables, estas operaciones se realizan en el ámbito formales denominados bolsas y mercados.

En las pequeñas y medianas empresas, es recurrente la problemática del acceso al financiamiento en condiciones normales y formales. Presentan vulnerabilidad al desplazamiento hacia el crédito informal, en presencia de una tasa alta y un alto costo de financiamiento. Para ello exige la búsqueda permanente de nuevos instrumentos y alternativas viables. La expansión del mercado de capitales para grandes empresas se presentó en Argentina en los años noventa, y con el ánimo de beneficiar al universo completo de empresas, se realizó la simplificación de requisitos de admisión del régimen de oferta pública, dando como resultado el régimen simplificado para la emisión de obligaciones negociables de las pequeñas y medianas empresas.

La Comisión Nacional de Valores (CNV) es el organismo de supervisión y control del Mercado de Capitales en Argentina. Con la entrada en vigencia de la Ley N°17.811, que se produjo el 1° de enero de 1.969 (artículo 64; renumerado como artículo 79 por el anexo del Decreto N°677/01), se reguló en su totalidad el mercado de los títulos valores, abarcando la oferta pública de dichos valores, la organización y funcionamiento de las instituciones bursátiles y la actuación de los agentes de bolsa y demás personas dedicadas al comercio de títulos valores (cfr. Exposición de Motivos de la Ley N°17.811, Capítulo I). Por medio de la Ley N°17.811 de 16 de julio de 1.968, de naturaleza federal, se crea la Comisión Nacional de Valores como una repartición estatal organizada, como entidad autárquica nacional de carácter técnico, con jurisdicción en todo el territorio de la Nación.

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) es una asociación civil sin fines de lucro. Pertenece al ámbito privado y se autorregula para la concreción de las variadas funciones que cumple dentro del quehacer económico nacional. Su premisa es brindar un marco de transparencia y eficiencia para la unión de oferta y demanda, cotidianamente favorece al flujo de capitales que, tanto los grandes inversores como los pequeños ahorristas, pasan a conformar capital de trabajo y financiamiento a largo plazo de empresas, a través de este círculo virtuoso, la Bolsa ofrece un espacio de transformación de los ahorros en desarrollo,

riqueza y trabajo. Es así como, desde su fundación en 1854, la BCBA viene acompañando activamente la actividad económica argentina, aggiornando instrumentos y mecanismos de negociación con el avance de nuevas modalidades y tecnologías.

El Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. (MERVAL) es una entidad privada constituida como sociedad anónima, cuyo capital está integrado por acciones admitidas al régimen de oferta pública y con cotización en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Los accionistas del MERVAL son los agentes y sociedades de Bolsa, quienes realizan transacciones en el mercado de contado y a plazo, con títulos públicos y privados, para cartera propia o para terceros. Entre sus principales funciones están relacionadas con la concertación, liquidación, vigilancia y garantía de las operaciones realizadas en el mercado.

Por último, la Caja de Valores es la única entidad autorizada en Argentina para actuar como depositaria central de valores negociables. En ella se ofrece a los participantes del mercado de capitales servicios de depósito colectivo, custodia, registro, liquidación y pago de acreencias, tiene como objetivo la custodia de los valores negociables públicos y privados tanto de operaciones de contado como a término.

3. Diagnóstico

Alternativas de financiamiento para PYMES en Argentina

En el presente capítulo se desarrollarán las distintas fuentes de financiamiento existentes en el mercado argentino. Las fuentes de financiamiento que pueden utilizar las empresas pueden provenir del capital propio y de deuda. El capital propio a su vez puede provenir de fuentes internas o de fuentes externas, y la deuda, de diferentes fuentes externas.

El financiamiento interno o autofinanciamiento de la empresa, se genera por el funcionamiento del negocio: la empresa para financiarse puede optar por la retención de beneficios o reinversión de las utilidades. Entre las fuentes externas se encuentran las de capital propio y las de deuda. Las primeras se definen como los aportes de los propietarios o de los socios, la emisión de acciones, los capitales de riesgo e inversores ángeles que, en muchos casos, son aportes que se generan en las primeras etapas de desarrollo de las empresas.

En el caso de los capitales de riesgo, en general, invierten en la empresa con el fin de obtener un alto retorno de dicha inversión, y los inversores ángeles, en general, son inversores que se encuentran en el sector o que están vinculados al sector donde se desarrolla la empresa, y además de dinero, le brindan a la empresa, contactos, asesoramiento, etc. Como contrapartida al aporte del capital, forman parte de la propiedad de la empresa (Briozzo y Vigier, 2006).

En cuanto a las fuentes externas de deuda, pueden ser de origen financiero, como los préstamos de los bancos o prestamos de instituciones no financieras, giro en descubierto, adelantos financieros; o de origen operativo, como créditos comerciales o financiamiento de proveedores. También se incluyen dentro de las fuentes externas los préstamos de otros individuos, préstamos de familiares o de otras empresas.

Las fuentes con las cuales las empresas deciden o pueden financiarse, dependen de la estructura de capital y/o de la estructura financiera que posean.

Los distintos tipos de financiamiento interno y externo se desarrollan a continuación:

Financiamiento a través del capital propio

Financiamiento mediante utilidades retenidas

Es esta la base de financiamiento, la fuente de recursos más importante, con que cuenta una compañía que presentan una gran estructura de capital sano y sólida, son aquellas que generan montos importantes de utilidades con relación a su nivel de ventas y conforme a sus aportes de capital. Las utilidades generadas por la administración le dan a la organización una gran estabilidad financiera garantizando su larga permanencia en el medio en que se desenvuelve.

Las utilidades son retenidas cuando en la asamblea de accionistas se decide no pagar dividendos para hacer frente a una determinada inversión. Es importante tener en cuenta que, al retener utilidades, la empresa se estaría financiando a través de un capital que es de propiedad de los accionistas, por lo tanto, podría parecerse a una emisión de acciones con la diferencia que ésta no tiene costos de emisión y que no alteraría la estructura accionaria de ese momento. El costo de capital contable para utilidades retenidas es más bajo que el costo de capital vía emisión de acciones debido a que en él no se incorpora los gastos de emisión.

Financiamiento en función del Patrimonio Neto

Capital Semilla

Se trata de oferta de acciones en la cual un inversor adquiere parte de un negocio o empresa, es una inversión temprana, lo que significa que el apoyo al negocio se realiza en su fase de creación hasta que consigue generar su propio Cash Flow, o hasta que está listo para una nueva inversión.

Los inversores pueden ser los propios fundadores, que utilizan sus ahorros o financiación de familiar y amigos, o como la financiación ángel, realizada por un inversor ángel, también de capitales privados.

Dicha inversión se utiliza para correr con los costes de actividades preliminares como investigación de mercado y desarrollo de producto. La decisión de inversión en el capital semilla no se basa tanto en las posibilidades de generación de flujo de efectivo, como es habitual en el capital riesgo.

Capital de Riesgo

El capital de riesgo o venture capital es un tipo de operación financiera a través de la cual se facilita con capital financiero a empresas start up con elevado potencial y riesgo en su fase de crecimiento. Estos obtienen provecho de este tipo de operaciones al convertirse en propietarios del activo de las compañías en las que invierten, siendo estas normalmente empresas que disponen de una nueva tecnología o de un novedoso modelo de negocio dentro de un sector tecnológico, como la biotecnología, software, etc. El objetivo es que, con la ayuda del capital de riesgo, la empresa aumente su valor y una vez madurada la inversión, el capitalista se retire obteniendo un beneficio.

El inversor de riesgo busca tomar participación en empresas que pertenezcan a sectores dinámicos de la economía, de los que se espera que tengan un crecimiento superior a la media. Una vez que el valor de la empresa se ha incrementado lo suficiente, los fondos de riesgo se retiran del negocio consolidando su rentabilidad.

Las inversiones de capital de riesgo generalmente se concretan como financiamiento por venta de acciones. El papel del capitalista de riesgo es analizar las oportunidades de inversión, estructurar la transacción, invertir en empresas jóvenes, de rápido crecimiento o en proceso de cambio, que no cotizan en el mercado de valores y que tienen potencial para transformarse en empresas importantes en los mercados internacionales. El objetivo es lograr un elevado retorno de la inversión en la forma de ganancia de capital mediante la venta del paquete accionario (más que a través de retorno por dividendos), ya sea a través de emisión de acciones cotizables o por venta comercial. Las empresas de capital de riesgo independientes son retribuidas con una participación en las ganancias netas de los fondos y con un arancel administrativo fijo (Ascúa, 2005).

Tipos de capital de riesgo

En el mundo hispano es corriente utilizar el término capital riesgo para definir todas las entidades que desarrollan esta actividad, en cambio el mundo anglosajón existe una clara distinción entre las entidades que apoyan el desarrollo de proyectos empresariales en etapas tempranas, llamadas venture capital, la entrada de diversas entidades de capital riesgo para impulsar un proyecto y aquellas cuya actividad consiste en invertir en empresas ya consolidadas, por lo que sería más correcto utilizar el término de capital inversión o private

equity en lugar de capital riesgo. El capital de riesgo privado o informal funciona a través de ángeles de negocios, también llamados ángeles inversores o inversionistas ángeles.

Los fondos de capital de riesgo canalizan grandes sumas de dinero hacia nuevos negocios de alto riesgo y alta rentabilidad, poniendo a disposición de emprendedores suficiente cantidad de dinero como para enfrentarse a empresas ya existentes. Esto convierte al capital riesgo en un mecanismo fundamental para financiar la innovación, ya que dirigen gran parte de los fondos invertidos en nuevas empresas de sectores tales como software, internet, biotecnología, energías renovables, etc.

Existen diferentes tipos de inversores de riesgo que actúan en start-ups. El capital riesgo semilla se trata de pequeños capitales de riesgo que se utilizan para hacer germinar un proyecto innovador desde sus comienzos, su riesgo muy elevado. También el inversor capital riesgo en sentido estricto, Venture Capital, en este caso aportan en las primeras etapas del desarrollo de un emprendimiento. Buscan una rentabilidad cercana al 50%, con una maduración de entre 5 y 7 años. El capital de riesgo sirve como una herramienta de desarrollo económico, apoyando a los emprendimientos y a empresas pequeñas tratando de crecer.

En los países latinoamericanos con sectores financieros menos desarrollados, el capital de riesgo tiene un papel clave en facilitar el acceso a financiamiento para las PYMES, a su vez estimula una cultura emprendedora, creación de trabajos y mejorar el gobierno corporativo, los estándares de contabilidad de las nuevas empresas.

Inversores Ángeles

Tanto los inversores ángeles al igual que los fondos de capital de riesgo tratan de agentes privados que invierten en los primeros tiempos de una compañía a cambio de una participación en la misma. Si bien ambos cumplen una función similar, los Inversores Ángeles son personas físicas y los Fondos de Capital de Riesgo son sociedades.

Para Mason y Harrison, 1996 los inversores ángeles son normalmente encarnados por personas físicas, son inversores participativos que generalmente han acumulado capital a través del desarrollo de uno o varios emprendimientos previos, por lo que su tipología está marcada por: experiencia empresarial, red de vínculos comerciales y de conocimiento y la aceptación del presupuesto básico en el mundo de los negocios: la existencia de riesgo (Mason y Harrison, 1996).

La motivación de los inversores ángeles trasciende a la motivación económica de la obtención de rentabilidad. Generalmente invierten para diversificar su portafolio y en general están vinculados con cámaras de comercio, profesionales que se dedican a la constitución y asesoramiento de nuevas empresas y centros de emprendedores de las universidades. De esta forma, para captar su atención, es fundamental contar con un detallado plan de negocios que incluya proyecciones financieras, planes de marketing, producción y una propuesta de participación que se hará al inversor.

El inversionista ángel aportan dinero para emprendedores con ideas, pero sin capital, la relación entre un inversionista y el emprendedor es fundamentalmente una relación de confianza. Cuando un emprendedor está en el proceso de recaudar fondos para iniciar una nueva empresa, típicamente dispone de cuatro fuentes: sus ahorros, su familia, sus amigos y los Inversionistas Ángeles. Por lo tanto, un ángel es entonces un inversionista que contribuye a la creación de nuevas empresas al aportar el capital necesario para su arranque.

Sin expectativa en la rentabilidad, este tipo de inversión será mucho más paciente con el emprendedor que un inversionista profesional que busca no sólo ayudar a la creación de nuevas empresas, sino también obtener un retorno adecuado para su inversión. El problema es que mientras el emprendedor puede conformarse manejando un negocio pequeño y le permite trabajar en lo que le apasiona, el ángel necesita generar una rentabilidad adecuada sobre su inversión. La clave entonces para que la relación entre el inversor ángel y el emprendedor pueda funcionar es un entendimiento de los objetivos de cada una de las partes.

Financiación a través de proveedores

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 se puede aplicar en todas las etapas de vida de la organización, ya que está relacionada con la operatoria de la organización y no se puede aplicar 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. Este tipo de financiación es utilizada tanto por PYMES como por empresas de mayor envergadura.

En general las empresas siempre tendrán financiamiento con sus proveedores y éste será, proporcionalmente, el mayor componente de los pasivos corrientes o circulantes en compañías. El cual se verá reflejado en las cuentas por pagar cuando se carece de efectivo y favorece a la empresa que provee recursos pues puede llegar a especular en alguna forma con los precios. El costo del crédito comercial está representado por el porcentaje de descuentos perdidos por carecer de liquidez.

Financiamiento mediante bancos

En países en vías de desarrollo, el crédito bancario constituye una porción importante del financiamiento a la producción. Tras la crisis de 2001, el sistema bancario argentino atravesó un intenso proceso de reestructuración y reordenamiento, experimentando fuertes transformaciones que se reflejaron en cambios significativos, tanto cuantitativos como cualitativos, en la asignación de crédito al sector privado. Sin embargo, el financiamiento bancario no se ha expandido en términos reales al ritmo de la actividad económica. Además, en los últimos años ha crecido el peso de los bancos privados nacionales en el sistema bancario.

La reconfiguración registrada en el sistema bancario necesariamente influye en los patrones de inversión y, consecuentemente, en la estructura productiva. En este contexto, el estudio de la distribución del crédito bancario y su accesibilidad se torna central para las perspectivas de desarrollo de las PYMES. A su vez, teniendo en cuenta el papel protagónico de este tipo de empresas en el proceso de crecimiento de la economía argentina y en la generación de empleo, este análisis involucra directamente a las perspectivas de desarrollo económico del país.

En resumen, el vínculo entre el sistema bancario y las PYMES es de gran relevancia debido a que el crédito bancario tiene un gran peso en la financiación del desarrollo y en la creación de valor agregado y empleo. De acuerdo con datos del Banco Mundial (BM) las PYMES representan aproximadamente el 70% de la fuerza laboral de la economía formal de Argentina.

En Argentina, el sistema bancario tiene un rol central en la provisión de financiamiento externo a las firmas; por lo tanto, su discontinuidad afecta las operaciones de las empresas y su supervivencia. Existe un mercado de financiamiento a las PYMES pero que opera en forma limitada y restringida. Consideramos que las PYMES podrían apropiarse de un mayor porcentaje de los créditos; sin embargo, sin intervención estatal en el mercado bancario, este

porcentaje será destinado a créditos a grandes empresas y/o a créditos personales, debido a que representan operaciones de mayor rentabilidad y menor grado de incobrabilidad para los bancos comerciales.

En este sentido, es necesaria la intervención y regulación del Estado en el mercado bancario, así como la redefinición de las políticas de crédito de entidades públicas y otras políticas focalizadas para mejorar el financiamiento de las PYMES en Argentina.

En el análisis de la situación de acceso al financiamiento de las Pymes argentinas, Goldstein (2011) sostiene que, gracias a la segmentación del sistema de crédito argentino, las Pymes tienen reducida participación y baja demanda de préstamos. Otros motivos posibles son la disponibilidad de recursos propios, y la autoexclusión al suponer que no podrán presentar o cumplir con los requisitos solicitados por el sistema, como la información cuantitativa de la empresa (balances) y la presentación de garantías, o bien, porque no pueden afrontar los costos financieros debido a las altas tasas de interés de los préstamos bancarios.

Las principales limitantes para que las PYMES en Argentina accedan al financiamiento bancario radican en: las elevadas tasas de interés, la falta de acceso a instrumentos de crédito en general, las dificultades asociadas a la constitución de garantías, los plazos de deuda, la falta de asesoramiento especializado y la falta de información o información imperfecta el cual genera la dificultad por parte de la banca de identificar la moral de pago o intención de pago de los potenciales clientes. Esta identificación, surge de la información proveniente de los balances, de la situación financiera de la empresa, de los aspectos técnicos del proyecto y del cash-flow (flujo de fondos), también descansa en el vínculo personal oficial de crédito y cliente PYME potencial.

La determinación de la *tasa de interés* constituye uno de los elementos más importantes para los bancos, debido a que representa el retorno o ingresos, producto del contrato de préstamo. No obstante, el establecimiento de esta genera ciertas dificultades para las instituciones bancarias. Por un lado, el banco desea establecer la mayor tasa posible de acuerdo con el criterio de la maximización del beneficio. Por el otro, al establecerse una tasa de interés elevada, el banco puede atraer a los demandantes de créditos más riesgosos, donde aquellos proyectos capaces de pagar una tasa elevada son aquellos con retornos esperados elevados y por lo tanto con un riesgo asociado mayor. Es decir, una tasa de interés elevada deja fuera del mercado a aquellos prestatarios con bajos retornos esperados, aunque con menores riesgos.

La exigencia de una *garantía* por parte de los bancos constituye un mecanismo para reducir parte del riesgo moral que rodea el contrato de crédito. La misma reduce los incentivos de los prestatarios para dejar de cumplir con sus obligaciones. Los bienes para usar como garantía necesitan cumplir tres condiciones básicas: en primer lugar, derechos de propiedad bien definidos se requiere para establecer en forma creíble la propiedad del activo utilizado como garantía. Por segundo los derechos de los acreedores adecuados, se precisa para que los bancos puedan ejecutar la garantía si el prestatario deja de pagar y por último la liquidez de los activos. es necesario para que los bancos puedan disponer de los activos a un bajo costo. La valuación del bien en garantía que realiza la institución bancaria es por su valor de remate, es decir como una empresa en quiebra, en las que se supone que se venderán en subasta pública para lograr una realización inmediata.

El otro punto que suele estar presente en los contratos de préstamos es el *plazo* de este. En este sentido, los bancos tienen la tendencia de otorgar plazos cortos dado que tienen mayor capacidad de control, reduciendo de ese modo el problema de riesgo moral. No obstante, el establecimiento de plazos cortos tiende a aumentar los niveles de morosidad debido a que las empresas destinan estos fondos a proyectos de largo plazo. Es decir, las firmas financian sus inversiones de largo plazo con varios préstamos de corto, generando de este modo, un esquema de endeudamiento/apalancamiento bastante peligroso. Por lo tanto, el problema de riesgo moral tiende a aumentar en vez de disminuir.

El mercado de crédito bancario presenta la falla de *asimetría de información* que explica el funcionamiento desequilibrado del mismo. Dicha falla se manifiesta a través de la selección adversa y riesgo moral, que intentan ser reducidos a través del establecimiento de una tasa de interés, la exigencia de garantías y el otorgamiento del préstamo a corto plazo. No obstante, estos elementos tienden a profundizar los problemas más que a solucionarlos. De ahí, que persista el desequilibrio entre la oferta y demanda de crédito. Es decir, no existe un precio que iguale la oferta con la demanda del bien en cuestión.

Para explicar el porqué de ello, debe tenerse en cuenta que para que exista equilibrio en los mercados, es necesario que se cumplan una serie de condiciones o supuestos. En caso de que no se cumpla alguno de ellos, surge una falla que desequilibra el mercado. Una de las fallas que es inherente al mercado de crédito bancario es la falta de información perfecta. La existencia de la información perfecta significa que los participantes del mercado conocen todo lo relevante del mercado, sin que puedan alterar su funcionamiento con alguna acción

por parte de ellos. De este modo, la información se constituye como un dato dado para los mercados competitivos. No obstante, la falta de información perfecta se evidencia dado que, en principio, los demandantes de crédito conocen mejor que los oferentes las características del negocio, los riesgos y la rentabilidad esperada del proyecto. En consecuencia, esta situación, conocida como información asimétrica, constituye la principal causa de imperfección en el mercado de crédito bancario.

El Crédito Bancario en Argentina

Al hablar del mercado bancario en Argentina, la gran mayoría de las personas comprende rápidamente que el mismo se encuentra poco desarrollado y el nivel de otorgamiento de préstamos al sector resulta muy limitado, tanto en comparación con otros momentos históricos como así también comparándolo con los demás países de la región y el mundo.

Existe una división también entre bancos públicos y privados donde los primeros muestran ser más propensos a financiar pequeñas empresas con requisitos más laxos tanto en el análisis como en el seguimiento lo que provoca un mayor riesgo de incobrabilidad Mian (2005). La banca pública muestra dos roles importantes, actuar por un lado frente a las fallas de mercado y por otro estimular el desarrollo. Ambos tienen vital incidencia sobre el desarrollo de las pymes, a estos puntos llegaron como conclusión Kampel y Rojza (2004). En el caso de las fallas de mercado son producto de problemas como asimetría de información, el racionamiento del crédito y la segmentación de forma deficiente. Estas deficiencias tienden a potenciarse cuando existe poca competencia y dan sustento al argumento de que la intervención desde el sector público mediante instituciones financieras y regulaciones son positivas primeramente cubriendo las fallas y luego estimulando el desarrollo.

A continuación, ejemplificaremos algunas líneas de créditos bancarios disponibles a través de la oferta crediticia de tres bancos en particular: Banco Ciudad de Buenos Aires, Banco Provincia de Buenos Aires y el Banco de la Nación Argentina

Banco Ciudad de Buenos Aires

Innova Ciudad:

Sujetos de crédito: Personas Físicas con actividad comercial y Personas Jurídicas, radicadas en CABA que se encuentren registradas como MiPyme y que desarrollen sus actividades en los siguientes sectores: Industrias creativas (por ej.: espectáculos artísticos, publicidad, audiovisual), Turismo (por ej: convenciones y exposiciones, cruceros, museos, coordinación de viajes, gastronomía, alojamiento), Software (por ej.: hosting y datos, sistemas y softwares), Servicios Empresariales y de Consultoría (por ej: consultoría gerencial, Business Support Services, recursos humanos, servicios de arquitectura e ingeniería, servicios contables y jurídicos, consultoría técnica). Destinos de los fondos: Capital de Trabajo, adquisición de Bienes de Capital. El Monto Máximo es hasta \$ 10.000.000. Amortización: Sistema Francés. Plazo: Hasta 24 meses. Tasa de interés: Fija. Moneda: Pesos. Desembolsos: para Bienes de Capital, se podrán efectuar desembolsos parciales o totales, según el criterio del Banco. Cobro de cuota: Por débito automático en cuenta corriente abierta en el Banco Ciudad. Garantía: Garantía otorgada por Sociedades de Garantía Recíprocas (SGR). Requisitos para el otorgamiento: Se deberá presentar la documentación requerida habitualmente para su calificación, a criterio y consideración del Banco. Para realizar el alta de este producto deberá haber cumplimentado el Censo Nacional Económico 2020-2021. Las fechas de vigencia para exigirlo son: 1° de abril de 2021 para las personas jurídicas.

Financiamiento para Bienes de Capital y Capital de Trabajo a 36 meses

Sujetos de crédito: MiPymes con certificado vigente. Destino: Adquisición de bienes de capital y/o recomposición de capital de trabajo. Plazo: Hasta 36 meses. Período de Gracia: Hasta 6 meses (Capital). Monto Máximo: Sujeto a evaluación crediticia. Moneda: Pesos. Amortización: Sistema Francés. Para acceder a este producto deberás haber cumplimentado el Censo Nacional Económico.

Ciudad Emprendedores

Sujetos de crédito: Emprendedores con emprendimientos en marcha y económicamente viables que se encuentren registrados como MiPyme., con actividad económica en el ámbito de influencia del BCBA y que presenten una facturación anual, sin IVA ni impuestos internos, menor o igual a \$ 15.000.000: Personas humanas (Independientes/Monotributistas), Empresas Unipersonales y Sociedades de Hecho, Emprendedores de nuevos proyectos de

inversión GCABA. Monto máximo de la asistencia: Por todo concepto hasta \$ 500.000. La asistencia podrá ser distribuida entre los siguientes productos, según las necesidades del cliente: Cuenta Corriente en pesos: Límite de acuerdo: Hasta \$ 150.000, Tarjeta de Crédito (Individuos/Corporativa): Límite de Compra: Hasta \$ 150.000 y de crédito de hasta el 70% del límite de compra. Préstamo amortizable: Destino de los fondos: Necesidades de tipo general (Capital de Trabajo). Monto máximo: Hasta \$ 500.000. Plazo máximo: Tasa Fija hasta 36 meses. - Tasa Variable hasta 24 meses. Moneda: Pesos. Amortización: Sistema Francés. Garantía: Sola firma. Relación Cuota / Ingreso: Emprendedores con emprendimientos en marcha: 40% de la facturación. Emprendedores de nuevos proyectos de inversión de GCABA: 40% de los ingresos netos del solicitante y/o su grupo familiar, según corresponda. Tasa de Interés: Fija y Variable. Cobro de cuota: Por débito en cuenta corriente abierta en el BCBA. En todos los casos sujeto a calificación crediticia. Requisitos para el otorgamiento: Deberán presentar, además de la documentación requerida habitualmente para su calificación. Para realizar el alta de este producto deberá haber cumplimentado el Censo Nacional Económico 2020-2021. Las fechas de vigencia para exigirlo son: 1° de abril de 2021 para las personas jurídicas.

Banco de la Provincia de Buenos Aires

Capital de trabajo.

Beneficiarios/as: MiPyME conforme a la definición vigente en las normas sobre “Determinación de la condición de micro, pequeña o mediana empresa”, radicadas en la Provincia de Buenos Aires y/o Ciudad Autónoma de Buenos Aires, que resulten sujeto de crédito. Para aquellos/as clientes que demuestren adecuada reciprocidad y/o potencialidad comercial, deberán cumplir los requisitos para no ser excluidos de la Comunicación "A" BCRA 7140 y sus modificatorias. Destino de los fondos: Evolución y/o recomposición de capital de trabajo. Moneda: Pesos. Plazo y forma de pago: Clientes con adecuada reciprocidad y /o potencialidad comercial. Todos los sectores: Plazo 12 meses: Préstamo amortizable a interés vencido, aplicándose el sistema de amortización alemán. La amortización del capital y los servicios de intereses tendrán periodicidad mensual. Para el sector agropecuario, se admite cuotas trimestrales y semestrales, Plazo 24 meses: Préstamo amortizable a interés vencido, aplicándose el sistema de amortización alemán. La amortización del capital y los servicios de intereses tendrán periodicidad mensual. Para el sector agropecuario, se admite cuotas trimestrales y semestrales, Sector Agropecuario:

préstamo a interés vencido hasta 180 días. La amortización de capital y el servicio de interés se abonarán conjuntamente al vencimiento. Clientes sin reciprocidad comercial: Todos los sectores Plazo único 12 meses: Préstamo amortizable a interés vencido, aplicándose el sistema de amortización alemán. La amortización del capital y los servicios de intereses tendrán periodicidad mensual. Para el sector agropecuario, se admite cuotas trimestrales y semestrales, Sector Agropecuario: préstamo a interés vencido hasta 180 días. La amortización de capital y el servicio de interés se abonarán conjuntamente al vencimiento. Comisión de otorgamiento: Exenta. Garantías: A satisfacción del Banco. Importante: Aquellas empresas radicadas en la Provincia de Buenos Aires, deberán presentar la constancia de inscripción “Buenos Aires ActiBA”. Tasa de Interés: consultar página.

Descuento de cheques:

Beneficiarios/as: MiPyMEs que se encuentren radicadas en la Provincia de Buenos Aires y Ciudad Autónoma de Buenos Aires y que cumplan los requisitos para no ser excluidos de la Comunicación "A" BCRA 7140 y sus modificatorias. Destino de los fondos: Evolución comercial. Monto: Hasta el 100% del importe de los valores presentados para su descuento. Comisión: exenta. Moneda: Pesos. Plazo de los cheques: Hasta 180 días. Garantías: A satisfacción del Banco. Importante: Aquellas empresas radicadas en la Provincia de Buenos Aires, deberán presentar la constancia de inscripción “Buenos Aires ActiBA”. Tasa de Interés: hasta 90 días entre el 27% - 37,5% de 91 a 180 días entre 30,5 % - 39,5%.

Prefinanciación de exportaciones:

Beneficiarios/as: Empresas calificadas como MiPyMEs, que se encuentren radicadas en la Provincia de Buenos Aires y la Ciudad autónoma de Buenos Aires. Destino: Financiar el ciclo productivo y facilitar la colocación de bienes y servicios nacionales en mercados externos. Moneda: Dólares. Monto: Monto máximo por cliente USD 40.000 (dólares cuarenta mil). Plazo y forma de pago: Hasta 180 días. Comisión: 0,25% sobre el monto otorgado a percibirse en forma adelantada al momento de efectivizarse la operación. Garantías: A satisfacción del Banco. Importante: Aquellas empresas radicadas en la Provincia de Buenos Aires, deberán presentar la constancia de inscripción “Buenos Aires ActiBA”. Tasa de Interés: a consultar.

Refinanciación en cartera activa:

Beneficiarios/as: empresas (personas humanas y jurídicas), calificadas como MiPyMEs que registren atrasos en la atención de sus compromisos con el Banco, hayan accedido al diferimiento de cuotas para préstamos dispuesto por el Banco Central de la República Argentina y se encuentren radicados en la Provincia de Buenos Aires y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Destino de fondos: Refinanciación de deudas contabilizadas en cartera activa, comprendiendo los productos con saldos vencidos y/o a vencer. Moneda: Pesos. Anticipo: Se integrará al menos un anticipo del 2,5%. Plazo y forma de pago: Hasta 24 meses. Préstamo amortizable a interés vencido, aplicándose el sistema de amortización alemán. La amortización del capital y los servicios de intereses tendrán periodicidad mensual. Para el sector agropecuario se admiten cuotas semestrales. Garantías: A satisfacción del Banco. Importante: Aquellas empresas radicadas en la Provincia de Buenos Aires, deberán presentar la constancia de inscripción "Buenos Aires ActiBA". Tasa de interés: a consultar.

Banco de la Nación Argentina

Línea de créditos a MiPyMEs "Carlos Pellegrini" en pesos Reg. 700:

Dirigida a tu Micro, Pequeña o Mediana Empresa en la concreción de inversiones o capital de trabajo que te permitirá aumentar o mejorar tu productividad. Inversiones - condiciones generales. Usuarios: Micro, Pequeñas y Medianas Empresas de todos los sectores económicos. Destino: Con criterio amplio. Modalidad: En pesos. Monto máximo: Sin límite reglamentario, surgirá de la evaluación individual de cada caso. Desembolsos: Múltiples, a criterio del Banco, siendo el plazo máximo entre el primer y el último desembolso de 18 meses. Proporción del apoyo: Nuevas: 100%. Usadas: 70%. Amortización: Sistema alemán con periodicidad mensual, trimestral o semestral, de acuerdo con el flujo de fondos del solicitante. Plazos: Hasta 10 años. Periodo de gracia: Hasta 6 meses. Capital de trabajo - condiciones generales Usuarios: Micro, Pequeñas y Medianas Empresas de todos los sectores económicos. Destino: Incluye gastos de evolución. Modalidad: En pesos. Monto máximo: Sin límite reglamentario, surgirá de la evaluación individual de cada caso. Desembolsos: Habrá un único desembolso. Proporción del apoyo: Hasta el 100%. Amortización: Sistema alemán con periodicidad mensual, trimestral o semestral, de acuerdo al flujo de fondos del solicitante. Plazos: Hasta 3 años. Garantías: A satisfacción del Banco. Comisiones y tasas: Podrás consultar el "Régimen de Transparencia" elaborado por el Banco

Central de la República Argentina sobre la base de la información proporcionada por los sujetos obligados a fin de comparar los costos, características y requisitos de los productos y servicios financieros.

Línea de créditos a MiPyMEs "Carlos Pellegrini" en dólares estadounidenses Reg. 700:

Dirigida a tu Micro, Pequeña o Mediana Empresa en la concreción de inversiones o capital de trabajo que te permitirá aumentar o mejorar tu productividad. Inversiones - condiciones generales. Usuarios: Micro, Pequeñas y Medianas Empresas de todos los sectores económicos. Destino: Con criterio amplio. Modalidad: En dólares estadounidenses. Monto máximo: Sin límite reglamentario, surgirá de la evaluación individual de cada caso. Desembolsos: Múltiples, a criterio del Banco, siendo el plazo máximo entre el primer y el último desembolso de 18 meses. Proporción del apoyo: Nuevas: 100%. Usadas: 70% Amortización: Sistema alemán con periodicidad mensual, trimestral o semestral, de acuerdo al flujo de fondos del solicitante. Plazos: Hasta 10 años. Periodo de gracia: Hasta 6 meses. Capital de trabajo - condiciones generales. Usuarios: Micro, Pequeñas y Medianas Empresas de todos los sectores económicos. Destino: Incluye gastos de evolución. Modalidad: En dólares estadounidenses. Monto máximo: Sin límite reglamentario, surgirá de la evaluación individual de cada caso. Desembolsos: Habrá un único desembolso. Proporción del apoyo: Hasta el 100%. Amortización: Sistema alemán con periodicidad mensual, trimestral o semestral, de acuerdo al flujo de fondos del solicitante. Plazos: Hasta 1 año. Garantías: A satisfacción del Banco. Comisiones y tasas: Podrás consultar el "Régimen de Transparencia" elaborado por el Banco Central de la República Argentina sobre la base de la información proporcionada por los sujetos obligados a fin de comparar los costos, características y requisitos de los productos y servicios financieros.

MiPyMEs manufactureras Reg. 700_12:

Usuarios: Personas humanas o jurídicas que sean Micro, Pequeñas y Medianas Empresas de acuerdo con la Resolución N°220/19 que se encuentren inscriptas en la sección C del Clasificador de Actividades Económicas (CLAE)* y cuenten con certificado MiPyME. Destino: Financiación de proyectos de inversión para la adquisición de bienes de capital nacionales nuevos, excepto aquellos casos en que dicho bien no se produzca en el país. Monto máximo: Hasta la suma de \$ 50.000.000. Modalidad: En pesos. Plazo: Único de 36 meses. Desembolsos: Único. Amortización: Sistema Alemán con periodicidad mensual. Garantías: A satisfacción del Banco. Tasa: Fija 22% TNA.

Financiamiento mediante políticas públicas

Otra fuente de financiamiento que puede considerar una PYME son los préstamos y subsidios que suelen generar el sector público para fomentar el desarrollo. El sector público en el país busca jugar el rol de suplir las fallas de mercado y tratar de ejercer la función de motor del desarrollo.

La intervención estatal es notoria cuando se observa que el primer y cuarto banco del ranking del BCRA, considerando el valor de sus activos, son bancos públicos como ser el Banco de la Nación Argentina y el Banco de la Provincia de Buenos Aires. Esto es producto que al no estar obligado a maximizar su rentabilidad puede direccionar préstamos hacia actividades productiva y de más largo plazo en detrimento de actividades financiera más rentable de corto plazo. Prueba de esto es que para el mes de septiembre de 2021 la TNA de la banca pública fue 3%. menor que la de la banca privada.

Desde el sector público, más precisamente desde la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y los Emprendedores (SEPYME) se promocionan las siguientes líneas de créditos para PYMES:

Créditos directos del FONDEP

Son créditos directos de hasta \$30.000.000 para financiar proyectos de inversión.

Dirigido a empresas unipersonales, cooperativas, sociedades anónimas, SRL. y otras organizaciones (excepto aquellas inscriptas en la AFIP en el régimen del monotributo) que estén certificadas como micro y pequeñas y desarrollen proyectos de inversión productiva, con un mínimo de doce meses de ventas comprobables.

Se financia hasta el 80% del proyecto presentado mientras que el 20% restante quedará a cargo de la empresa solicitante. Las empresas podrán obtener como mínimo \$200.000.

Los créditos tendrán una tasa fija del 18% nominal anual en pesos y contarán con un año de gracia con un plazo de pago de hasta siete años (incluido el período de gracia).

Se destina un cupo del 20% para empresas lideradas o de propiedad de mujeres.

Crédito de la línea LIP para inversión productiva

Crédito dirigido para PYME que pertenecen al sector industrial, agroindustrial o de servicios industriales, estas pueden acceder a un préstamo de hasta \$70 millones para financiar la inversión.

El crédito para financiar puede tener como destino:

- Adquisición o leasing de bienes de capital de producción nacional, que podrán tener hasta un 30% de componentes importados. La Asociación de Industriales Metalúrgicos (ADIMRA) es la entidad de consulta de las entidades financieras para definir la composición de fabricación nacional de los bienes de capital a ser financiados.
- Construcción o adecuación de instalaciones, con un tope del 20% para capital de trabajo asociado.

El monto total de la línea es de \$20.000 millones.

Monto máximo por crédito: \$70 millones.

Plazo: hasta 61 meses, incluido el período de gracia. Gracia de capital: 6 meses.

La tasa durante los dos primeros años es del 25% y está bonificada por el FONDEP:

- Para las PYME lideradas por mujeres, la tasa es del 24% si cumplen alguna de estas condiciones:
 - a) El 51% o más de la titularidad de la composición accionaria está en manos de mujeres.
 - b) El 25% o más de la titularidad de la composición accionaria está en manos de mujeres y a su vez alguna mujer ocupa un puesto jerárquico, designada por Acta de Asamblea y/o Directorio.
- Para las MiPyMEs que hayan exportado en los últimos dos años, cualquiera sea el monto, la tasa es del 23%.
- Para las MiPyMEs que exportan y están lideradas por mujeres, la tasa es del 22%.

Después de los dos años, la tasa es del 30% para todas las PyMEs.

Se accede a través de las siguientes entidades bancarias: Banco de la Nación Argentina, Banco de Inversión y Comercio Exterior, Banco de la Provincia de Buenos Aires, etc.

Financiamiento del BICE para inversión productiva

Crédito de hasta \$75.000.000 para impulsar la reactivación productiva de tu MiPyME.

El monto máximo es de \$75.000.000.

El plazo de devolución es de 7 años, con un período de gracia de hasta 2 años.

La tasa variable de interés es tasa Badlar Privada + 6% nominal anual durante los primeros 2 años, con bonificación del FONDEP del 12% y tope de 36% y 15%, por lo que queda entre 15 y 24%. Durante el tercer año, se mantiene la tasa Badlar Privada + 6% nominal anual con bonificación de 12% sin tope superior y con tope inferior de bonificación en 15%. A partir del cuarto año, se sostiene la tasa Badlar + 6%, pero sin topes y sin bonificación.

El monto total de la línea es de \$9.500.000.

El 15% de los créditos serán otorgados a MiPyMEs vitivinícolas y el 20% a empresas lideradas por mujeres.

Financiamiento a través del Mercado de Capitales

El Mercado de Capitales en Argentina en el último tiempo mostró una evolución considerable, aunque en relación con la economía del país muestra una acotada participación si se lo compara con otros sectores de la economía, esto es producto de las recurrentes crisis que ha vivido la economía y la volatilidad política por nombrar algunos de los más importante.

Tal es la importancia de las PYMES para la economía argentina, que el mercado de capitales considerado tradicionalmente como un territorio reservado para las grandes empresas, en este último período se convirtió en una opción viable para las PYMES. Al escaso conocimiento acerca de las opciones que ofrece el mercado, dentro y fuera de los bancos, se les suma las dificultades de las PYMES para poder ser calificadas como beneficiarios de un crédito, entonces se consolida un escenario en el que prevalece la urgencia sobre la planificación y cautela en la toma de decisiones sobre elección de herramientas financieras.

Podemos mencionar alguno de los beneficios que logran las PYMES en el mercado de capitales son:

- Financiamiento de forma constante, incluso en momento de volatilidad económica., producto de la presencia de una amplia gama de inversores con diferentes aversiones al riesgo.
- La oportunidad de diversificar la oferta de financiamiento.
- Flexibilidad, ya que se puede estructurar diferentes instrumentos financieros de acuerdo a los flujos de efectivo y las necesidades de caja de la propia compañía.
- Sistemas con operación online que permite su monitoreo tanto para las PYMES como el inversor.
- Publicidad no tradicional al momento de cotizar que posibilitan nuevos negocios.
- Mejora la imagen institucional.

La incursión de las pymes en el mercado de capitales como opción de financiamiento, es a la fecha y observando la realidad del país, una opción factible para financiar su operación. Entre los instrumentos financieros que ofrece el mercado de capitales en Argentina son:

- Cheques Pago Diferido
- Pagaré
- Fideicomisos Financieros
- Obligaciones Negociables
- Acciones

El principal incentivo para que las empresas se financien en el mercado de capitales, coticen en la bolsa, consiste en la obtención de fondos en un ambiente financiero de mayor liquidez y generalmente de costos financieros accesibles.

Existen numerosos trabajos que afirman que las PYMES tienen restricciones para acceder al financiamiento externo en mayor medida que las grandes empresas, debido a las características propias de aquellas empresas (tamaño y edad, entre otras), y a la presencia de fallas de mercado, principalmente por las asimetrías de información presentes en los mercados financieros (Stiglitz y Weiss, 1981; Berger y Udell, 1998; Briozzo y Vigier, 2006; Bleger y Rozenwurcel, 2000; Bebczuk, 2003; 2010; Briozzo y Vigier, 2009; Zoppa y McMahon, 2002; entre otros). Además de estas variables, hay que tener en cuenta que las características de la economía en la cual están inmersas las empresas también pueden influir en las restricciones al acceso al financiamiento de las mismas. Esto es así por las particularidades de las economías emergentes, como los sistemas financieros con bajo

desarrollo y las inestabilidades institucionales, económicas y políticas, que limitan aún más el acceso al financiamiento de las PYMES (Guercio, 2015).

Por las razones anteriormente explicadas que las alejan de los créditos bancarios, a través de este trabajo se opta por presentar al mercado de capitales como una alternativa de financiamiento para las PYMES.

4. Propuesta de intervención

Alternativas de financiamiento del Mercado de Capitales en Argentina

En un contexto en el cual gran parte de las PYMES se financian con sus propios recursos o a través de sus proveedores, y en donde el crédito parece ser usualmente inaccesible para el pequeño y mediano empresario, el mercado de capitales ha sido una alternativa efectiva para muchos de ellos.

Una de las vías por la cual la Bolsa de Comercio de Buenos Aires participa activamente de la economía del país es a través del financiamiento de capital de trabajo y de proyectos de las pequeñas y medianas empresas. Es por eso por lo que la Bolsa, cada día ha dejado de ser terreno exclusivo de las grandes empresas.

EL Mercado de Capitales es un sitio virtual donde la oferta y la demanda de dinero interactúan, donde se genera un mecanismo directo de asignación del ahorro a la inversión, conectando al ahorrista que tenga excedente de capital con aquellos que necesitan financiarse para efectuar sus inversiones. De esta forma, aquel que invierta su dinero en la compra de un instrumento financiero como una acción o un bono, está financiando directamente a una empresa, cuando se trata de una negociación en el mercado primario.

Esta función básica del mercado de capitales permite que las empresas puedan financiarse a costos competitivos, y que los inversores, puedan participar dentro de un mercado transparente, que le permita realizar inversiones contando con información disponible periódica.

En este sentido, el costo de financiamiento de una empresa en la Bolsa de comercio de Buenos Aires (BCBA) lo fija el mercado y surge del equilibrio entre los requerimientos de la compañía y las demandas de los inversores. En la mayoría de los casos este costo financiero más los gastos de la emisión son menores a los de otras alternativas de financiamiento.

De esta manera, en el mercado de capitales las empresas y los inversores pueden encontrar distintas alternativas de financiación y de inversión, pudiendo estructurarlas de acuerdo con sus necesidades.

Las empresas pueden recurrir al mercado de capitales para financiar activos de corto, mediano y largo plazo, reestructurar pasivos o financiar sus proyectos de inversión, entre otros. Ello posibilita mejorar la estructura del pasivo de las empresas y adecuar los flujos futuros de fondos con el plazo de la financiación.

Las empresas que buscan financiar sus actividades productivas en el mercado de capitales lo hacen a través de la oferta de sus instrumentos de deuda o capital en el mercado primario de emisiones, se denomina así al ámbito al cual las sociedades emisoras acuden por primera vez para obtener fondos líquidos a cambio de la entrega de instrumentos de financiación.

En este mercado participan básicamente dos tipos de jugadores: los que buscan financiamiento, tomadores de fondos, y aquellos que tienen excedentes de fondos, denominados colocadores de fondos. Las empresas acuden al mercado primario de emisiones para colocar instrumentos de deuda por ejemplo obligaciones negociables o de capital, acciones, con el objeto de obtener financiación. El mercado primario es de relevancia ya que en él se originan los primeros intercambios de necesidades de financiación e inversión entre quienes tienen necesidades de fondos y quienes poseen liquidez.

El mercado primario a su vez está asociado a otro denominado mercado secundario, siendo éste el mercado de negociación en el que los instrumentos que han sido emitidos con anterioridad son objeto de negociación entre los inversores.

En el mercado de capitales la mayoría de las empresas pueden encontrar una solución a sus necesidades de financiamiento. No sólo las sociedades anónimas sino también otro tipo de empresas como cooperativas y asociaciones civiles pueden hallar distintas herramientas según su perfil.

De acuerdo con las características propias de cada firma, la forma jurídica, el volumen de facturación, el sector económico al que pertenece, etc., el empresario podrá decidir sobre la utilización de la alternativa que más se adapte al perfil de su empresa. De igual modo podrá ajustar su elección sobre cada instrumento en función a los plazos y montos de financiación, como así también a la moneda asociada a sus ingresos corrientes.

Cabe resaltar que para la PYME el acceso al financiamiento posee condiciones más ventajosas que las que usualmente se utilizan. De ello dan cuenta emisiones de "Acciones PYME" y "Obligaciones Negociables PYME" cuyos beneficios se traducen en el Régimen Simplificado de Información que les provee una herramienta ágil para concretar sus operaciones de financiación.

Teniendo en cuenta las características señaladas las instituciones públicas y privadas del Mercado de Capitales Argentino han ido perfeccionando en los últimos años cada instrumento de financiación vigente; aportando normativa y desarrollo de nuevos proyectos con el objetivo de facilitar el acceso al financiamiento de las empresas argentinas.

Régimen PYME en Argentina

El nuevo régimen en Argentina tiene la finalidad de generar un mayor acceso al mercado de capitales para las PYMES bajo el régimen PYME CNV, con la resolución 857/2020 de la CNV del mes de septiembre de 2020, que determinó que las compañías con los siguientes máximos de facturación por año fiscal: para el sector agro se fijó en \$677 millones de pesos, para servicios de \$706 millones de pesos, \$965 millones de pesos para la construcción, \$2.540 millones pesos para industria y minería y de \$2.602 millones para el comercio. Los nuevos topes, en tanto, resultan mucho más productivos que los anteriores y procuran aumentar la participación de las compañías en el Régimen PYME CNV:

SECTOR				
Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
676.810.000	2.540.380.000	2.602.540.000	705.790.000	965.460.000

Fuente: Resolución General 857/2020. <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/resoluci%C3%B3n-857-2020-342307>

Mediante su Norma con su última actualización bajo la Resolución General 901/2021 de CNV, demarca un nuevo marco regulatorio para las PYMES que deseen incursionar en las emisiones de valores negociables representativos de capital o deuda. Lo que le permite tener un régimen especial, denominado “Régimen PYME CNV”, que presenta beneficios y ventajas que buscan impulsar el financiamiento productivo, así como acompañar el proceso de crecimiento de la empresa dentro del ámbito de la oferta pública.

Los instrumentos del mercado de capitales para PYMES que le permiten acceder a fondos líquidos para proporcionar capital de trabajo y recursos a largo plazo son:

- Cheques de Pago Diferidos (CHPD)
- Pagare – Pagare avalado
- Fideicomiso Financiero (FF)
- Obligaciones Negociables (ON) – ON simple y régimen regular
- Acciones

Cheques de Pago Diferido (CHPD)

El Cheque de Pago Diferido, constituye una orden de pago librada por un plazo de entre 1 y 360 días desde su emisión existiendo un plazo máximo de 30 días para presentar el cheque desde la fecha fijada por el librador para el pago, este se puede negociar en el mercado de capitales. (De la Fuente & Zambotti Juan Pablo, 2007, pág. 108).

Es posible monetizar o descontar CHPD en el mercado de capitales; y la CNV ha autorizado el descuento de estos en la Bolsa de Comercio. El sistema de descuento de cheques de pago diferido en el mercado de capitales permite a quien tiene cheques a cobrar en un futuro, por un plazo máximo de 360 días, adelantar su cobro vendiéndolos en la Bolsa; y a quien posee fondos líquidos, comprar estos cheques a cambio de tasas de interés futuras.

Las sociedades que descuentan cheques de pago diferido en la Bolsa lo hacen para cubrir necesidades de corto plazo como financiar su capital de trabajo. Entre las ventajas para PYMES por la financiación con cheques podemos mencionar: otorga una tasa de descuento similar a la de las grandes empresas; permite alargar plazos de financiación; posibilita la obtención de capital de trabajo, mediante negociación de cheques propios y habilita una nueva fuente de financiación. Este es el instrumento de ingreso para la mayoría de las PYMES al mercado de capitales, ya que resulta sencillo comenzar a operar con los CHPD.

Estos valores se pueden negociar mediante dos sistemas: el patrocinado y el avalado. En el primero requiere que la empresa se liste en el mercado para poder negociar los valores en favor de sus proveedores para el pago de servicios. En el caso del avalado las PYMES tanto físicas como jurídicas pueden descontar sus valores, propios como de terceros, mediante una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), a su vez esta autoriza a que los valores de sus socios pueden ser descontados y garantiza el pago mediante un aval.

Sistema Patrocinado

Las sociedades comerciales legalmente constituidas, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales o fundaciones pueden solicitar al mercado el listado de cheques de pago diferido propios, llamados cheques patrocinados.

Estos cheques solo se pueden emitir a efectos de liquidar facturas de proveedores de existencia real. Generalmente, dichos proveedores son informados al mercado. Esto significa que no pueden emitirse cheques de pago diferido patrocinado para negociar en el mercado que no representen el pago a un proveedor.

Una vez que la empresa se encuentra listada, envía los cheques a la Caja de Valores S.A., donde deberá presentarse el beneficiario de los documentos, proveedor de la empresa PYME, a fin de endosarlos a favor de esta entidad depositaria, para su exclusiva negociación posterior en el mercado. El agente con el cual elija operar le depositará, en una cuenta

comitente a nombre del beneficiario, los fondos resultantes de la negociación realizada en el mercado para su disposición.

La operatoria concluye con el vencimiento del plazo del cheque, momento en que el librador debe tener fondos suficientes a su orden y así cumplir con el pago del documento que tendrá como beneficiario al inversor. Los beneficiarios de estos cheques pueden hacerlos líquidos a menor costo y con mayor agilidad, de allí que sean una excelente herramienta de financiación de capital de trabajo. y permiten entre otras cosas:

- Generar mejores condiciones y plazos de pago, liberando así otras líneas de crédito;
- Ofrecer a los beneficiarios descontarlos a un menor costo y con una mayor agilidad;
- Brindar asistencia a pymes proveedoras, ayudando así a promover la empresa y fidelizar proveedores;
- Acceder al prestigio y reconocimiento de cotizar en el mercado de capitales.

Sistema Avalado

El sistema avalado es exclusivo para PYMES o personas físicas. En el sistema avalado la PYME negocia los cheques de su cartera, con clientes y terceros, a través de una sociedad de garantía recíproca (SGR). Esto contribuye a reducir el riesgo de incobrabilidad para el inversor y por lo tanto la tasa de descuento.

Para negociar estos cheques a través de una SGR, la PYME deberá incorporarse como socio partícipe de la SGR. Una PYME puede estar asociada a varias SGR y negociar cheques con todas ellas. Las SGR deberán estar autorizadas por el mercado en el que operen.

Las PYMES entregan a la SGR, para que éstas avalen, los cheques de pago diferido recibidos de terceros o los propios según hayan acordado previamente con ésta. Luego son enviados al mercado para su posterior negociación. El rol de las SGR es fundamental al avalar los cheques diferidos, permite a las pymes evadir el obstáculo que enfrentan las mismas para obtener financiamiento bancario, la falta de garantías. De esta manera, ante cualquier dificultad de cobro del cheque, la SGR se transforma en el pagador, abonando el monto comprometido.

El agente con el cual se realiza la operación depositará en una cuenta comitente a nombre del beneficiario, los fondos resultantes de la negociación realizada en el mercado para su disposición. La operatoria concluye con el vencimiento del plazo del cheque, momento en que el librador debe tener fondos suficientes a su orden y así cumplir con el pago del

documento que tendrá como beneficiario al inversor. El inversor cuenta con protección si el día del vencimiento del cheque viene rechazado, la SGR igual lo paga, después ésta irá contra la empresa libradora pero ya es problema de la SGR.

Los cheques de pago diferido avalados constituyen una nueva alternativa de financiación que permite:

- Negociar cheques propios y aquellos recibidos de terceros
- Acceder a tasas convenientes, muy similares a las obtenidas por grandes empresas por contar con el aval de una SGR
- Mantener tanto al librador como a la PYME beneficiada en el anonimato, ya que la que cotiza en el mercado es la SGR
- Acercar a la empresa al mercado de capitales.

Pagaré

El pagare resulta un instrumento de mediano y corto plazo de fácil implementación, es un título de crédito por el cual una persona (librador) promete incondicionalmente pagar cierta suma de dinero a otra (tomador o beneficiario), según el lugar y el plazo indicados en el texto.

El pagaré bursátil, tiene condiciones particulares de emisión y son utilizados por las PYMES para financiarse a través del Mercado de Capitales (Porto José Manuel, 2017, Pág. 1066). los pagarés podrán emitirse de 180 días a 3 años, en peos o moneda extranjera y monto mínimo de \$100.000 o valor equivalente. La ley 26.831 permite la oferta pública y negociación de pagarés en el Mercado de Capitales.

También existe el pagaré avalado, donde en virtud del aval se garantiza en todo o en parte. La persona física o jurídica que se obliga a garantizar el pago se llama (avalista); aquella por quien se presta el aval recibirá el nombre de avalado (suscriptor). El avalista se convierte en deudor solidario junto con el avalado (suscriptor) y su obligación es válida, aun cuando la obligación garantizada sea nula.

En este caso, los pagarés al ser negociados en mercados deberán estar avalados por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), la PYME deberá emitirlo sin identificación de beneficiario y deberán ser depositados mediante endoso a favor de una entidad autorizada por la CNV, a solicitud del depositante y por cuenta y orden del cliente, indicándose en el endoso “Para su negociación en Mercados bajo competencia de CNV”.

Para ser avalados por una SGR, la PYME deberá asociarse como socio partícipe de la misma forma que con los CHPD. Esta garantía asegura la cobranza al inversor y por ende posibilita la disminución de la tasa de interés del financiamiento de la PYME.

Fideicomiso Financiero (FF)

En nuestro país, caracterizado por ciclos de inestabilidad tanto política como económica, donde las empresas se encuentran inmersas en una constante incertidumbre, esta herramienta es muy útil para transmitir confianza a los inversionistas, disminuir el riesgo y, por consiguiente, obtener financiamiento a un costo menor al de fuentes de fondos tradicionales.

En Argentina, los fideicomisos financieros están regulados por la Ley 24.441, que define al fideicomiso como un contrato mediante el cual una persona (fiduciante), transmite a otra persona (fiduciario), la propiedad fiduciaria de bienes determinados y conforman el patrimonio fideicomitado, que pasan a constituir un patrimonio separado de los del fiduciario y fiduciante. Dichos bienes quedarán exentos de las acciones individuales y colectivas de los acreedores del fiduciario y del fiduciante, no pudiendo estos arremeter los bienes que conforman el patrimonio fideicomitado. Las obligaciones que se contraigan en la ejecución del fideicomiso serán satisfechas exclusivamente con los bienes fideicomitados.

El fiduciario es la figura central y es quien se obliga a ejercer la propiedad fiduciaria en beneficio de quienes se designen en el contrato, los beneficiarios, debiendo cumplir tal cometido con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él.

El hecho de que los bienes fideicomitados queden separados del riesgo comercial de la empresa hace que ésta pueda acceder a mejores calificaciones de riesgo y emitir títulos valores garantizando su pago con el flujo de fondos generado por esos activos específicos y a su vez un menor costo de financiamiento para la emisora. Además, los costos para grupos de empresas son menores a los de una emisión individual.

El fideicomiso financiero permite que los derechos de los beneficiarios se encuentren representados por dos tipos de valores fiduciarios:

- Los certificados de participación; que son emitidos por el fiduciario, y
- Los títulos representativos de deuda, que pueden ser emitidos por el fiduciante, el fiduciario o un tercero.

Entre las ventajas que podemos encontrar en el financiamiento a través de los FF son:

- Reduce el costo de endeudamiento pues disminuye el riesgo total al aislar el riesgo del emisor
- Otorga liquidez a los activos que no eran líquidos ni negociables
- Amplía las alternativas de financiación
- Mejora los plazos de endeudamiento ya que permite contar con un plazo de financiamiento mayor al de los activos que lo respaldan
- Financiamiento sin condicionamiento del balance
- Elimina la intermediación bancaria
- Patrimonio exento de la acción de los acreedores del fiduciario y fiduciante

Algunas de las ventajas principales que genera la utilización de estos instrumentos es la recuperación de liquidez y la posibilidad de derivar a terceros el riesgo implícito en los activos ilíquidos. Además, esta herramienta le permite al colocador obtener fondos sin contraer deudas, es decir, sin aumentar el pasivo de la sociedad por cuanto se trata de una fuente de financiamiento “fuera de balance”. Por último, es importante nombrar que estos instrumentos están separados del riesgo de la empresa que los originó, por lo que permite, dependiendo del activo, obtener valores fiduciarios con una calificación de riesgo más alta que la correspondiente a la empresa. (Erpen, Mónica, Mercado de capitales: manual para no especialistas).

Obligaciones Negociables (ON)

Las Obligaciones Negociables (ON) es un instrumento financiero de renta fija y requiere que el emisor le devuelva al inversor el monto prestado, más un interés por cierto período especificado. Por lo tanto, el emisor se compromete a: el repago del capital, el pago periódico de intereses hasta el vencimiento de la obligación y al fiel cumplimiento de toda obligación especificada (Gabriel de la Fuente, 2011, pág 227).

Las ON al ser títulos valores representativo de deuda, emitidos por empresas que necesitan financiación de corto, mediano o largo plazo pueden ser colocadas en el público inversor mediante su cotización y negociación en la Bolsa. Si bien es complicado llegar a la bolsa, pero permite buenas condiciones de financiamiento y logra cierta exposición pública difícil de alcanzar por otra vía, es sinónimo de transparencia y de economía formal.

Las PYMES pueden emitir estos valores bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización, creado a efectos de que estas empresas accedan al financiamiento necesario para

el desarrollo de sus actividades y proyectos, ya sea para la realización de inversiones o el refinanciamiento de deudas. Muchas empresas recurren a estos bonos para ampliar capital, mejorar tecnología o implementar proyectos de investigación.

Pueden emitir ON PYMES aquellas sociedades que califiquen dentro de la Resolución 21/2010 (SEPYME) o de la Resolución General 857/2021 (CNV), y que a su vez cumplan con los requisitos del “régimen ON PYME” de la BCBA. La primera condición que debe cumplir una PYME para financiarse en la Bolsa es que trabaje en blanco.

Entre las características que podemos encontrar es que existe un sujeto emisor que realiza por oferta pública el diseño y colocación de los títulos. Interviene la CNV analizando los antecedentes presentados por la empresa emisora y autorizando la aprobación para realizar oferta pública de ON. La emisión de ON PYMES está exceptuada del requisito de calificación obligatoria para tener oferta pública.

Los elementos en una ON son:

- Emisores: podrán emitir ON las: Sociedades Anónimas; Sociedades en Comandita por Acciones; Sucursales de Sociedades por Acciones, constituidas en el extranjero; Cooperativas; Asociaciones Civiles y Entidades Financieras.
- Inversores de las ON: sólo pueden ser adquiridas por Inversores Calificados.
- Avalistas de la emisión: las ON pueden ser emitidas con avales de terceros. La mayoría de las ON emitidas por PYMES, fueron avaladas por SGR.
- Capital: el monto máximo en circulación de las emisiones de empresas PYMES no podrá exceder los \$1.500.000.000, o su equivalente en otras monedas y el plazo máximo es de 5 años. Las emisoras pueden solicitar la autorización de cotización para una emisión a colocar en series sucesivas dentro del plazo máximo de dos años de otorgada aquélla. Se entenderá que las colocaciones de series sucesivas parciales están comprendidas en la autorización de cotización original cuando se trate de obligaciones negociables del mismo tipo y con condiciones de emisión similares.
- Garantías: existe la posibilidad de garantizar la emisión. Las garantías que pueden respaldarlas pueden ser de cualquier tipo, en cuanto el inversor la considere suficiente y atractiva como para invertir en ellas.

Tipos de Obligaciones Negociables

Simples: los tenedores tienen derecho al cobro de los intereses pactados y a la amortización del capital nominal del bono.

Convertibles o bonos con warrant financiero: el inversor tiene derecho a los beneficios del bono simple, más una opción de compra de acciones de la emisora (warrant financiero), a un precio definido, se supone preferente al que existirá en mercado, que podrá ejercer o no. Las PYMES no pueden emitir ON Convertibles.

Con cláusula de reembolso: otorga al emisor la opción de comprar su propio instrumento, según un precio especificado, antes del vencimiento establecido en el contrato.

Entre las ventajas para las PYMES que emiten las ON podemos enumerar las siguientes:

- Obtienen financiamiento de inversores extranjeros o no bancarios, inversores institucionales como compañías de seguros o fondos comunes de inversión.
- Cualquier empresa que cotice o no en Bolsa, puede hacer oferta pública de las ON lo que le permite la colocación de los títulos en el Mercado Bursátil o Extrabursátil.
- Tienen acceso a financiación a tasas bajas.
- Pueden fijar la amortización de acuerdo con su conveniencia: en forma bimestral, semestral, periodo de gracia, pago de intereses durante el primer periodo y luego amortización, etc.
- Cuentan con una calificación por emitir ON, lo que indirectamente facilitará el acceso a otras fuentes de financiamiento.

Una de las ventajas de la financiación a través de obligaciones negociables es la obtención de fondos a menores tasas y mayores plazos con respecto al sistema bancario tradicional. Además, las empresas logran liberarse de la dependencia de los bancos ya que la emisión de obligaciones negociables les permite acceder a una cartera de inversores más grande pudiendo, de esta forma, estructurar las emisiones en función de sus propios flujos de fondos y necesidades financieras (Larsen, Vigier, Guercio & Briozzo, 2014).

El costo total por emitir ON está conformado por el costo de emisión, dentro de este grupo ubicamos todos los costos correspondientes a la autorización, preparación de las láminas, comisiones, publicidad, etc. También se encuentra el costo de financiación que dependerá de las condiciones macroeconómicas y del emisor.

Es importante señalar, que los costos iniciales de emisión pueden ser onerosos, pero hay que considerarlos dentro de una política de financiamiento a largo plazo, es decir hay costos que en las emisiones posteriores van a verse disminuidos como, por ejemplo; publicidad e influir en el costo financiero, donde una empresa ya conocida en el mercado, con buenos antecedentes de pago de O.N. seguramente obtendrá mejor costo de financiación que otra no posee esas características.

El mercado de capitales argentino ofrece dos sectores donde las empresas pueden ofrecer sus títulos: el panel general y el panel Pyme. Este último establece una menor cantidad de requisitos informativos que el régimen para las grandes empresas, su marco regulatorio es distinto al del panel general en el que operan estas últimas a fin de generar un espacio más adecuado respecto a las particularidades del sector Pyme. Los títulos a emitir por las empresas Pyme pueden ser adquiridos solamente por inversores calificados (Briozzo, Albanese & Villegas, 2018). En el año 2017 se creó la ON Simple, un instrumento que permite a las Pymes financiar sus proyectos a mediano y largo plazo de manera sencilla ya que cuenta con el aval de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) (Comisión Nacional de Valores- CNV, 2020).

La CNV posee 2 alternativas de emisión de ON para PYME:

ON Simple

Un nuevo instrumento del mercado de capitales que permite a la PYME financiar sus proyectos a mediano y largo plazo de forma sencilla, al contar con el aval de una Entidad de Garantía ya sea SGR o entidad financiera.

Financiamiento para inversión productiva, capital de trabajo o reestructuración de pasivos. Plazo y monto según las necesidades de la PYME. Capital amortizable o pagadero en su totalidad al vencimiento. En pesos o en moneda extranjera. Tasa de interés fija o variable (BADLAR + margen).

Entre las características de estas se encuentran: la mínima documentación a presentar por la PYME, garantizada 100% por una SGR, entidad financiera o fondo de garantía, es un trámite electrónico, otorga beneficios impositivos, dirigido a inversores calificados, reducido régimen informativo posterior a la emisión y bajo costo de ingreso y mantenimiento del régimen.

ON Régimen Regular

Posee una mínima documentación a presentar por la PyME. Puede emitir por hasta \$100.000.000 (o equivalente en otras monedas). Tiene la posibilidad de crear programas globales por 5 años con un monto máximo que permite realizar emisiones en sucesivas series y/o clases. También le otorga beneficios impositivos y dirigido a inversores calificados.

Acciones

Las acciones son títulos de capital que representan las partes en las cuales se divide el capital social de una empresa con forma de Sociedad Anónima. Constituyen un activo financiero de renta variable. Según el artículo 207 de la Ley de Sociedades Comerciales N°19.550, las acciones serán siempre de igual valor.

Son títulos de capital que representan participaciones dentro del patrimonio de las empresas. Bajo este esquema de financiación las empresas ofrecen públicamente al inversor parte de su patrimonio neto otorgándoles el derecho a participar de los beneficios de la sociedad.

A través de la emisión de acciones, la empresa emisora logrará disponer de recursos que le permitan financiar las actividades productivas contempladas en su objeto social, al mismo tiempo que convierte al inversor en socio o accionista de la compañía.

Las acciones son colocadas en el Mercado de Capitales a través de agentes autorizados. Estas representan una parte del capital social de la sociedad y le dan al mismo el carácter de accionista, asumiendo los riesgos empresario y financiero de la empresa.

El inversor adquiere una acción y se convierte en accionista con la expectativa de que el valor aumente a medida que crece el negocio de esa compañía y/o con la expectativa de recibir dividendos a partir de la obtención de utilidades. Toda persona física o jurídica puede comprar acciones de una sociedad cotizante.

Las sociedades anónimas tienen la posibilidad de ampliar su capital y/o colocar sus acciones ya emitidas en la BCBA. La emisión de nuevas acciones es una de las principales formas de financiar la expansión de las empresas.

Las PYMES en Argentina a través de la CNV pueden acceder a un régimen especial de emisión, No asume ningún tipo de deuda, pero sí incorpora socios con tenencia accionaria, logrando una tasa de financiamiento del 0%. Dirigido a inversores calificados. Permite a la PYME encarar negocios que sin la incorporación de socios-inversores no podría. Permite

dar a conocer a la empresa en el mercado utilizando esta herramienta como un medio de publicidad no convencional.

Hay diferentes tipos de acciones:

Acciones ordinarias: otorgan derecho a voto y poseen derechos económicos en igual proporción a su participación en el capital social (Art. 2º, Cap. I, Normas CNV).

Acciones preferidas: otorgan una preferencia económica o dividendos de cobro preferente con respecto a las acciones ordinarias (art. 3º, Cap. I, Normas CNV).

Acciones de participación: representan una participación en el capital social, pero carecen de derecho a voto (art. 4º, Cap. I, Normas CNV).

Acciones no rescatables: solo pueden ser rescatadas como consecuencia de una reducción de capital decidida por la asamblea de accionistas, sin que el plazo de dicho rescate esté fijado al tiempo de la emisión o quede librado, conforme las condiciones de esta, a opción del accionista (art. 5º, Cap. I, Normas CNV).

Acciones rescatables: son aquellas cuyo rescate o compra total o parcial por la emisora o por terceros está fijado en el tiempo o librado a opción del accionista, según las condiciones de emisión; o está comprometido de cualquier otra forma (art. 6º, Cap. I, Normas CNV).

Entre las ventajas que otorga la financiación con emisión de Acciones, podemos nombrar:

- No tiene plazos de vencimiento y no obliga a la empresa a realizar pagos fijos, como sí ocurre en la financiación con capital de terceros.
- Al emitir acciones la empresa amplía el patrimonio neto generando mejores ratios de endeudamiento y facilitando el acceso a nuevos canales de crédito en el futuro.
- Transfiere parte del riesgo del negocio, ya que el costo de la emisión depende de la capacidad de generar ganancias, con los nuevos capitales ingresados a la organización.
- Gana prestigio empresarial al realizar oferta pública. Cuando una empresa cotiza sus acciones en la Bolsa, está dando un paso adelante en lo que a transparencia se refiere, es una señal distintiva para los potenciales inversores, los accionistas, clientes, proveedores y toda su cadena de valor.

- La cotización en Bolsa puede ser el paso previo a la financiación mediante la cotización de acciones argentinas en el exterior. (Porto José Manuel, 2017, pág. 1128).

En el año 2018 con la promulgación de la Ley 27440 Ley de Financiamiento Productivo, creada a fin de impulsar el financiamiento de PYMES introduce un nuevo instrumento de financiamiento es la **Factura de Crédito Electrónica (FCE)**. En el art 1 de dicha ley: “En todas las operaciones comerciales en las que una Micro, Pequeña o Mediana Empresa esté obligada a emitir comprobantes electrónicos originales (factura o recibo) a una empresa grande, conforme las reglamentaciones que dicte la Administración Federal de Ingresos Públicos, entidad autárquica en el ámbito del Ministerio de Hacienda, se deberá emitir Facturas de Crédito Electrónicas, en los términos dispuestos en los artículos siguientes, en reemplazo de los mencionados comprobantes”.

Cuando una PYME es proveedora de una empresa grande, listado definido por la AFIP, y el monto facturado es mayor a \$196.000, esta es obligada a emitir una FCE, tiene impacto en las cadenas de valor donde una PYME es proveedora de una empresa grande, la factura pasa a ser un título ejecutivo a fecha cierta donde luego la PYME podrá negociarlo o no en el mercado de capitales. Podemos decir que la FCE es a las facturas, lo que el CHPD es a los cheques.

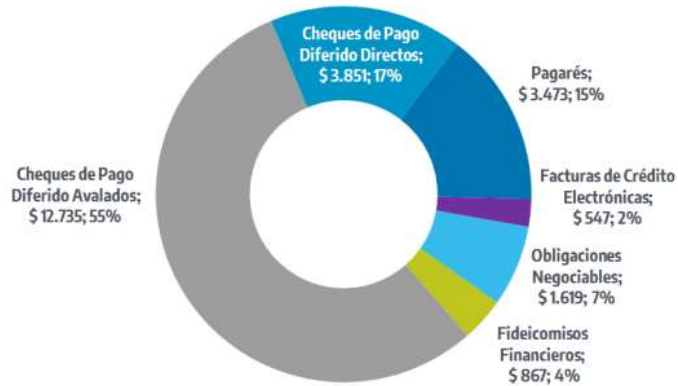
En el mes de diciembre del 2021 el financiamiento obtenido por las pequeñas y medianas empresas en el mercado de capitales ascendió a \$23.092 millones, un monto 97% superior al observado el mismo mes del año anterior. Se estima que la mitad de las emisoras registradas por la CNV están incluidas dentro del segmento PYME. El financiamiento de este segmento de empresas constituyó el 27% del financiamiento total de la colocación de instrumentos con oferta pública, en el corriente mes.

Si observamos la participación PYMES y qué instrumentos utiliza se observa que tienen preponderancia el descuento de valores: CHPD, Pagares y Factura electrónica de crédito (ver gráfico). Donde se utilizan fundamentalmente para fondeo de caja para cubrir necesidades de corto plazo y no para financiamiento de largo plazo.

Financiamiento PyME desagregado por instrumento – Diciembre 2021

En millones de pesos y porcentajes

Fuente: CNV



Fuente: Informe de Financiamiento en el mercado de capitales – diciembre 2021 <https://www.cnv.gov.ar/>

Sobre el total de \$23.092 millones obtenidos por las PYMES en el mercado de capitales local, fue el cheque de pago diferido el que explicó el mayor porcentaje del financiamiento dentro de este tipo de empresas. Sumando los segmentos de negociación avalado y directo, los CHPD alcanzaron el 72% de las inversiones en activos financieros PYME. Este 72% se descompone en \$12.735 millones en cheques de pago diferidos avalados y \$3.851 millones los directos (el 55% y el 17% del fondeo PyME, respectivamente). Ambos segmentos de negociación mostraron fuertes subas interanuales. El instrumento que sigue en orden de importancia por el monto de negociación es el pagaré, que acaparó el 15% de los recursos PyME (\$3.473 millones).

Se colocaron 12 obligaciones negociables por \$1.619. (7% del total), seis de ellas, bajo el régimen de ON garantizadas y las otras restantes, bajo el régimen PYME CNV. De las nueve emisoras responsables de las emisiones, cinco de ellas lo hicieron por primera vez en el mercado de deuda privada con oferta pública.

Los fideicomisos financieros PYME en el mes de diciembre constituyeron el 4% del financiamiento en este segmento, obteniendo \$867 millones. Los restantes \$547 millones (2% del financiamiento total PyME) correspondieron a la negociación de facturas de crédito electrónicas.

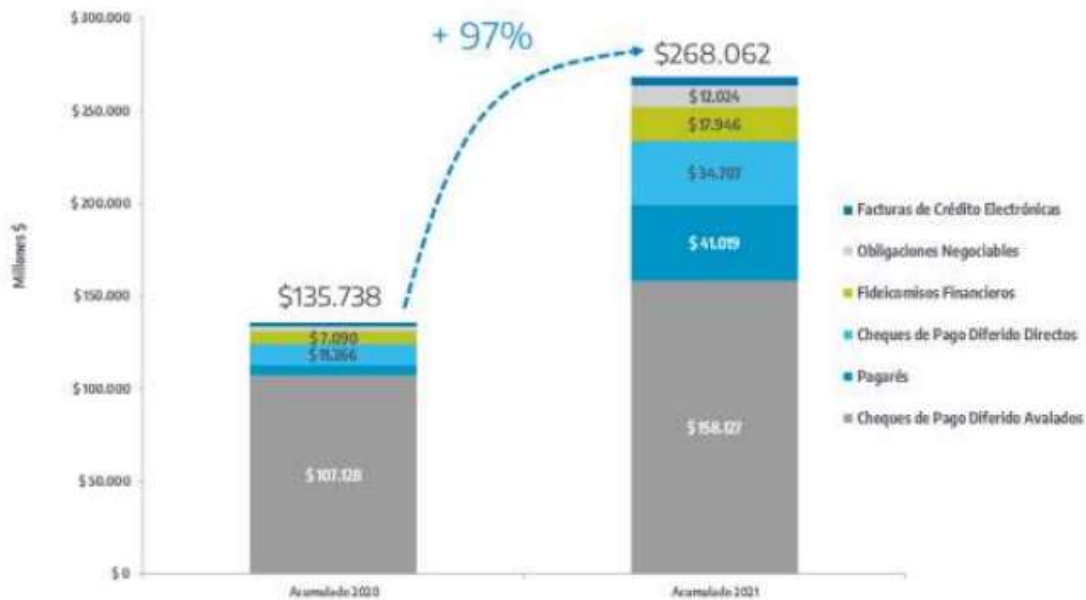
Acumulado Anual

Monto del financiamiento acumulado PyME por instrumento

Acumulado enero – diciembre

En millones de pesos

Fuente: CNV



Fuente: Informe de Financiamiento en el mercado de capitales – diciembre 2021 <https://www.cnv.gov.ar/>

A lo largo de 2021, el financiamiento PYME en el mercado de capitales alcanzó los \$268.062 millones, mostrando una variación positiva de 97% respecto al mismo período del año anterior.

El cheque de pago diferido avalado representa, en ambos períodos, el principal instrumento de financiamiento utilizado por las PYMES. Lo siguió el pagaré en importancia, que ha mostrado valores récord de negociación hacia finales del año corriente.

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

5. Conclusiones

En la actualidad no caben dudas la importancia de las PYMES en el desarrollo de la economía del país, en procesos de crisis son la red de contención y a su vez son las que nos permiten un desarrollo económico y social cuando no encontramos en procesos de crecimientos económicos espasmódicos en países en vía de desarrollo como Argentina.

En números las PYMES son el 98 % del tejido empresarial, 50 % del empleo formal, 40% de las ventas y suman el 35% del valor agregado bruto de la economía, esto demuestra la gran importancia en la economía.

Pero estas virtudes se ven frenadas de alguna manera por un acotado nivel de opciones de financiamiento que limitan su campo de acción, cuando las PYMES intentan acceder al mercado de crédito obtienen dificultades, la existencia de información asimétrica en el mercado que implica un racionamiento del crédito y un aumento del costo del financiamiento.

Esto lo podemos ver a través de la demanda de crédito, donde las PYMES no poseen información financiera de confianza para aportar a quien realiza la evaluación del riesgo y por el lado de la oferta, al no tener información suficiente decide elevar el costo, elevar la tasa de interés para asegurar el repago total. Esta situación genera problemas de agencia denominados riesgo moral y selección adversa, ya que la PYME que tomará ese crédito será la que tiene un proyecto más riesgoso y esto hace que la oferta vuelve a aumentar la tasa. Conociendo esta situación la mayoría de las PYMES financian sus requerimientos de inversión con recursos propios producto de sus propios aportes o reinversión de utilidades. Si bien desde el sector público en los últimos años se han realizado una serie de medidas de estímulo, en general las medidas no alcanzan ya que no existe una correcta interrelación entre los diferentes organismos y programas sin tener en cuenta lo heterogéneo y diverso del segmento PYME.

Una de las soluciones a este problema sería otorgar garantías, si la PYME tuviese una garantía para poder respaldar su crédito, se podría volver a un equilibrio de competencia perfecta. Entonces surge la necesidad de generar un sistema de garantías a través de las SGR, donde grandes empresas aportan a estas y a su vez ellas emiten un aval a las PYMES y a ese socio protector le sirve para desgravar en impuesto a las ganancias. Esto es estratégico, ya que no se puede planificar una política de inclusión financiera sin este tipo de herramientas, lo que hace es generar una redistribución indirecta de impuestos, ayuda a resolver el problema de asimetría de la información.

Todo lo mencionado anteriormente condiciona el accionar de las PYMES y como resultado directo en el grueso de la economía. Por lo que estimular el desarrollo del mercado de capitales para estas empresas mediante estímulos fiscales, proceso de registración y listados más sencillos, serian altamente provechosos tanto a inversores como destinatario del financiamiento seria de una gran utilidad, generando una nueva herramienta de fondeo con tasas competitivas y mayores plazos. Se debe tomar al mercado de capitales como un puente entre unidades superavitarias de dinero y unidades deficitarias.

Se podría concluir que la suma de incertidumbre en las condiciones macroeconómicas que caracterizan al país, la elevada informalidad laboral, las estrategias de corto plazo de las PYMES y el escaso desarrollo financiero de la mayoría de este tipo de compañías conspira contra el acceso a cualquier tipo de instrumentos que ofrece el segmento bancario por tal motivo es importante desarrollar un mercado financiero adaptado a las PYMES, no es un opciones sino una necesidad en la actualidad coyuntural.

6. Referencias bibliográficas

- Ascúa, Rubén (2006). Financiamiento para pequeñas y medianas empresas (PYME). El caso de Alemania. Enseñanzas para Argentina. CEPAL, Estudios y Perspectivas N° 26.
- Bebczuk, R. (2010). Acceso al financiamiento de las PYMES en Argentina: Estado de situación y propuestas de política. Working Papers 0104, CEDLAS, Universidad Nacional de La Plata.
- Berger, A. N. y Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance* 22.
- Bleger, L. y Rozenwurcel, G. (1997). El sistema bancario argentino en los noventa: de la profundización financiera a la crisis sistémica, en revista *Desarrollo Económico*, núm. 146, vol. 37, Buenos Aires.
- Briozzo, A. E., Albanese, D., & Villegas, M. (2018). Caracterización de las PYMES emisoras de obligaciones negociables en el mercado de capitales argentino. XXXVIII Jornadas Nacionales de Administración Financiera, Bahía Blanca, Argentina.
- Briozzo, A. y Vigier, H. (2006). La estructura de financiamiento PYME. Una revisión del pasado y presente. https://mpira.ub.uni-muenchen.de/5894/1/MPRA_paper_5894.pdf
- Briozzo, A. y Vigier, H. (2009). A Demand-side Approach to SME's Capital Structure. Evidence from Argentina. *Journal of Business and Entrepreneurship*.
- Chighizola, H. (1998). PYMES: su financiamiento y desarrollo. Editorial Comunicarte
- Dapena J. (2012). Instrumentos de inversión y mercados financieros: un manual para aprender desde los cuadros financieros. Buenos Aires. Editorial Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- De la Fuente, Gabriel & Zamboti, Juan Pablo. (2007). *Tiempo de Finanzas y Mercado de Capitales*. Editorial: Errepar S.A.
- De la Fuente, Gabriel (2011). *Compendio de Finanzas Aplicadas*. Editorial: Errepar S.A.
- Di Ciano M. (2014) La estructura del sistema financiero argentino. <https://aduba.org.ar>
- Drimer R. (2011). *Teoría del Financiamiento*. Buenos Aires. Editorial Osmar D. Buyatti.
- Erpen M. (2010). *Mercado de Capitales: manual para no especialistas*. Buenos Aires: Editorial Temas.
- Goldstein, E. (2011). El crédito a las pymes en la Argentina: Evolución reciente y estudio de un caso innovador. Colección Documentos de proyectos - CEPAL.
- Guercio, M. B., Martínez, L., Tauro, A., Vigier, H. y Terceño, A. (2015). Estructura financiera de las PyMEs del conurbano bonaerense. Un análisis empírico. XX Reunión Anual de la Red PYMES del Mercosur. El desafío de las Pymes: innovar y emprender en el marco de un desarrollo regional sostenible. Bahía Blanca, 7, 8 y 9 de octubre de 2015.

- Heinkel, R., Zechner, J. (1989). Dynamic recapitalization policies and the role of call premia and issue discounts. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Kent, P. (2016). *Sustentabilidad socioambiental de las MIPYMES argentinas*. Buenos Aires. Editorial Osmar D. Buyatti.
- Larsen, M., Vigier, H. P., Guercio, M. B., & Briozzo, A. E. (2014). Financiamiento mediante obligaciones negociables: el problema de ser PYMES. *Visión de Futuro*.
- Mason, Colin y Richard Harrison (1993). Strategies for Expanding the Informal Venture Capital Market, *International Small Business Journal*, Vol. 11, No. 4.
- Myers, S. y Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not. *Journal of Financial Economics*, 13, págs. 187-221.
- Porto, José Manuel (2017). Fuentes de Financiamiento. En *Tratado de Finanzas, Negocios de Empresas y Organizaciones*, Tomo I. Editorial: La Ley.
- SC Myers, NS Majluf (1984) Working Paper No. 1396: corporate financing and investment Decisions when firms have information. The investors do not have. *Journal of financial economics*.
- Stiglitz, J. E. y Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71.
- Zoppa, A. y McMahon, R.G.P. (2002). Pecking Order Theory and the Financial Structure of Manufacturing SMEs from Australia's Business Longitudinal Survey. The Flinders University of South Australia, School of Commerce, Research Paper Series: 02-1, Bedford Park.
- Comunicación "A" 3793 del 4 de noviembre del año 2002. Banco Central de la República Argentina. <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A3793.pdf>.
- Comunicación "A" 4628 del 16 de febrero de 2007. Banco Central de la República Argentina. <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/comunicaci%C3%B3n-4628-2007-126784>.
- Ley N°24.467 (marzo de 1995). Ley de la Pequeña y Mediana Empresa. www.infoleg.gob.ar.
- Ley N°27.440 (mayo 2018) LEY DE FINANCIAMIENTO PRODUCTIVO Impulso al financiamiento de pymes. <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/310000-314999/310084/norma.htm>.
- Ley N°17.811 (julio 1968) Sistema actualizado que regulará en forma integral todo lo referente a la oferta pública de títulos valores, organización y funcionamiento de las bolsas de comercio y mercados de valores y la actuación de las personas dedicadas al comercio de aquéllos. <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/15000-19999/16539/norma.htm>.
- Ley N°24.441 (enero 1995) Ley de Fideicomisos.
- Ley N°25.300 (septiembre de 2000). Ley de Fomento a las Micro, Pequeña y Mediana Empresa. www.infoleg.gob.ar.

Ley N° 19.550 (abril 1972) LEY DE SOCIEDADES COMERCIALES.
<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/25000-29999/25553/texact.htm>

Resolución 103/2020, 15/10/2020. Secretaria de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo. <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/resoluci%C3%B3n-103-2020-343167>

Resolución General 622/2013, 5/9/2013, Normas N.T. 2013. Comisión Nacional de Valores.<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/215000-219999/219405/texact.htm>

Resolución General 857/2020, 17/09/2020. Comisión Nacional de Valores. <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/resoluci%C3%B3n-857-2020-342307>.

Resolución General 901/2021 23/08/2021 Comisión Nacional de Valores <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/248454/20210823>

Resolución N°24/2001 (febrero de 2001). Micro, pequeñas y medianas empresas. www.infoleg.gob.ar.

Resolución N°401/89 (noviembre de 1989) del Ministerio de Economía de la Nación. <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/resoluci%C3%B3n-401-1989-21668>.

Resolución N°21/2010 (agosto de 2010). Secretaria de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo.<https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/resoluci%C3%B3n-21-2010-170679/texto>.

Resolución N°582 (noviembre de 2010). Comisión Nacional de Valores. <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/170000-174999/174783/norma.htm>.

Ciudad Emprendedores.
<https://www.bancociudad.com.ar/institucional/pymes/Financiaci%C3%B3n/Ciudad%20Emprendedores>

Crédito de la línea LIP para inversión productiva. <https://www.argentina.gob.ar/servicio/solicitar-un-credito-de-la-linea-lip-para-inversion-productiva>

Crédito para inversión productiva. <https://www.argentina.gob.ar/solicitar-creditos-para-inversion-productiva>

Créditos para inversión productiva. <https://www.bna.com.ar/Empresas/Pymes/Creditos>

Factura de crédito electrónica MiPyME Impulso al financiamiento de las PyMEs Conceptos básicos. <https://servicioscf.afip.gob.ar/facturadecreditoelectronica/conceptos/caracteristicas.asp>

Financiamiento del BICE para inversión productiva. <https://www.argentina.gob.ar/servicio/obtener-financiamiento-del-bice-para-inversion-productiva>

Financiamiento en el mercado de capitales. Informe mensual. Diciembre 2021. Financiamiento PYME en el Mercado de Capitales pág. 18, 19, 20. <https://www.cnv.gov.ar/>

Financiamiento para Bienes de Capital y Capital de Trabajo a 36 meses.
https://www.bancociudad.com.ar/institucional/pymes/Financiaci%C3%B3n/Bienes_de_Capital_y_Capital_de_Trabajo_36meses

INNOVACIUDAD.https://www.bancociudad.com.ar/institucional/pymes/Financiaci%C3%B3n/Innova_Ciudad

REPYME. <https://www.bancoprovincia.com.ar/web/repyme>