



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



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

ESPECIALIZACIÓN EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN

Crecimiento y empleo: abriendo el mercado de capital
argentino al financiamiento MiPyMe.

AUTOR: LIC. ANTONIO WILLI
DOCENTE: HERNÁN RUGGERI
DIRECTOR: DR. HERIBERTO FERNANDEZ

[DICIEMBRE 2021]

Resumen

A través de un repaso de la historia económica argentina, se intentará conocer las características de las empresas del país, su evolución y relación con el Producto Interno Bruto (PIB) y nivel de empleo. Se cotejará la situación con lo ocurrido en países de América Latina y la Unión Europea. Promediando el trabajo el foco vira hacia la administración financiera dentro del contexto expuesto, para enfocarse principalmente en el sistema financiero argentino y explorar los datos y experiencias del financiamiento tradicional pero sobre todo del mercado de capitales.

Se conocerán los protagonistas y las principales herramientas que brinda el mercado de capitales a las micro, pequeñas y medianas empresas en relación con la administración financiera, para concluir un repaso de los puntos críticos del financiamiento MiPyMe a través del mercado de capitales en Argentina.

Palabras clave: Historia económica, empresas, administración financiera, mercado de capitales.

INDICE GENERAL

INDICE GENERAL	3
1. INTRODUCCIÓN.....	5
2. PLANTEAMIENTO DEL TEMA	7
3. MARCO CONCEPTUAL	8
3.1. MARCO TEÓRICO.....	8
3.2. ESTADO DEL ARTE.....	11
4. METODOLOGÍA.....	17
5. DESARROLLO.....	18
5.1. HISTORIA ECONÓMICA EN ARGENTINA	18
5.1.1 Modelo agroexportador	18
5.1.2 Industrialización en Sustitución de Importaciones.....	23
5.1.3 Péndulo político y económico	24
5.2. FORMAS DE ORGANIZACIÓN EMPRESARIAL	29
5.2.1 Propiedad única	29
5.2.2 Sociedad colectiva.....	30
5.2.3 Corporación.....	30
5.3. LAS EMPRESAS ARGENTINAS: CARACTERÍSTICAS Y EVOLUCIÓN ..	32
5.4. MICRO, PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	36
5.4.1 América Latina y Unión Europea.....	36
5.4.2 Argentina.....	38
5.4.3 Distribución geográfica	40
5.4.4 Plano Institucional.....	42
5.5. ADMINISTRACIÓN FINANCIERA	45
5.6. SISTEMA FINANCIERO.....	48
5.6.1 Distribución geográfica	49
5.6.2 Plano Institucional.....	51
5.7. FINANCIAMIENTO TRADICIONAL	53
5.7.1 Adelanto transitorio en cuenta corriente bancaria.....	54
5.7.2 Descuento de cheque diferido (CPD).....	54

5.7.3	Préstamo	54
5.7.4	Leasing	55
5.7.5	Factoring.....	55
5.8.	FINTECH.....	57
5.9.	MERCADO DE CAPITALES	58
5.9.1	Plano Institucional.....	58
5.10.	FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES	64
5.10.1	Caución bursátil.....	64
5.10.2	Cheque de pago diferido (CPD).....	64
5.10.3	Factura de crédito electrónica (FCE)	68
5.10.4	Obligación negociable (ON)	69
5.10.5	Pagaré bursátil	70
5.10.6	Fideicomiso financiero (FF).....	71
5.10.7	Acciones	72
6.	CONCLUSIONES.....	74
6.1.	CONCLUSIÓN GENERAL	74
6.2.	CONCLUSIONES PARTICULARES.....	76
7.	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	79
7.1.	LISTADO DE REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	79
7.2.	LISTADO DE FUENTES DE DATOS.....	85
8.	ANEXOS	87
8.1.	DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS PYMES REGISTRADAS.....	87
8.1.1	Región Pampeana.....	87
8.1.2	Región NOE	88
8.1.3	Región Cuyo.....	89
8.1.4	Región Patagonia.....	90
8.1.5	Región NOA.....	91
8.2.	NÓMINA DE SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA.	92
8.3.	NÓMINA DE ENTIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO.	94

1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de las últimas décadas en Argentina son recurrentes los ciclos económicos, con etapas de crecimiento a las que le siguen crisis, profundas en muchos casos, que frustran la estabilidad económica, uno de los pilares para el desarrollo del país, y consecuentemente para sus empresas, y con ello frustrar la posibilidad de alcanzar un desarrollo sostenible. Los ciclos podrían hilarse en un loop de recuperación económica, auge, recesión y depresión, para comenzar nuevamente con un proceso de expansión, generando fluctuaciones en el Producto Interno Bruto (PIB), en el empleo, en las fibras de las empresas.

Una empresa para poder mantenerse en el tiempo en este contexto y evolucionar requiere de una planificación integral, y aquí juega un papel central la administración financiera, que se apoya en dos pilares: las decisiones de inversión y de financiamiento. En la macro resultan ser dos caras de la misma moneda, ahorro igual a inversión.

Por un lado, la decisión de inversión se relaciona con la maximización del valor de la compañía. Tiene que ver con el lado izquierdo del balance: los activos y en su optimización. Por el otro, la decisión de financiamiento, tienen que ver con los pasivos y el capital de los propietarios, es decir, con el lado derecho del balance. Dicho de otra manera, se trata de conseguir los fondos al menor costo, tanto para el corto como para el largo plazo.

La diferencia entre el valor total de los activos y el valor total de los pasivos es por definición el capital de los accionistas. He aquí que las buenas decisiones del administrador financiero incrementan el valor del capital de los propietarios, mientras que contrariamente una mala decisión lo disminuye.

En este trabajo se hará un repaso de las formas de organización empresarial más conocidas, centrándose en las pequeñas y medianas empresas, las PyMEs, que cuentan con un número reducido de trabajadores, en general menos de 250, y un moderado volumen de facturación. Las Naciones Unidas las define como la espina dorsal de la mayoría de las economías del mundo, y fundamental en los países en desarrollo como es el caso de Argentina. Según los datos del Consejo Internacional para la pequeña empresa, a lo largo y ancho del mundo representan más del 90% del total de empresas, generando entre el 60 y el 70% del empleo y siendo responsables del 50% del PIB mundial. En Argentina producen el 44% del valor agregado y generan el 51% del empleo, según datos de la Fundación Observatorio Pyme.

Se presentarán los métodos de financiamiento tradicionales y más utilizados por las micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs), como los descuentos de cheques propios o de terceros para el corto plazo, o de préstamos bancarios para afrontar proyectos de mediano o largo plazo.

Se hará hincapié en las alternativas que presenta el mercado de capitales, en los fondos que pueden conseguir las MiPyMEs a través de las operaciones en la bolsa. Aquí se presentarán los descuentos de cheques avalados, el pagaré bursátil, la obligación negociable y el fideicomiso financiero, entre otros. También se analizará el rol fundamental de las Sociedades de Garantía Recíproca.

La idea central de este trabajo se relaciona con explorar y detallar a fondo todos los mecanismos y actores que se involucran en el mercado de capitales nacional, profundizando,

sobre todo, en las herramientas de financiamiento tanto de corto como de largo plazo y que están al alcance de muchas MiPyMEs.

A la luz de lo mencionado precedentemente, se intentará detectar las ventajas y desventajas de las operaciones de bolsa respecto de los canales bancarios y encontrar los principales escollos por los cuales las MiPyMEs no hacen uso generalizado de estas herramientas en Argentina.

Se pondrán de manifiesto las interrelaciones que existen entre la cantidad y calidad de empresas en Argentina, con el nivel de empleo y evolución del PIB. El mercado de capitales pone a disposición de las MiPyMEs, a través de sus herramientas de financiamiento, mayor posibilidad de subsistencia, crecimiento y desarrollo.

Existe un interés del autor en que el mercado de capitales argentino continúe evolucionando y conociéndose, volviéndose más eficiente para así continuar acercando herramientas tanto de inversión como de financiamiento, a todos los actores de la economía, que en definitiva y tal como se mencionó anteriormente son las dos caras de la misma moneda.

2. PLANTEAMIENTO DEL TEMA

En la introducción al presente trabajo se mencionó la importancia que tienen las MiPyMes en una economía, principalmente por su aporte al empleo y al producto.

A través de un repaso por la historia económica argentina se expondrán las diferencias geográficas del país tanto en niveles de riqueza como de productividad. Luego se verá si esta distribución geográfica se extiende hacia las estructuras productivas de las empresas, hacia el sistema financiero tradicional (mediante sus sucursales y terminales) y hacia el mercado de capitales (a través de sus agentes).

Se abordará bibliografía para conocer las principales barreras al crecimiento y desarrollo de las MiPyMes y el papel del financiamiento en América Latina y Argentina particularmente. A través de una revisión histórica y un análisis del estado de situación del sistema financiero del país se buscará detectar porqué los agentes económicos buscan escapar de tenencias en moneda local, socavando los nutrientes del crédito, volviéndolo escaso y de muy corto plazo, así como su impacto en el financiamiento.

¿El mercado de capitales soluciona el problema de financiamiento de las MiPyMes en Argentina?

EL objetivo general del trabajo es comprender el entorno en el que se nacen, crecen y mueren las MiPyMes argentinas. Conocer sus características y evolución, el plano institucional y los principales instrumentos de financiamiento que tienen a disposición para poder crecer y desarrollarse tanto en el sistema financiero tradicional como los que ofrece el mercado de capitales.

La información asimétrica es un factor fundamental que impide a las MiPyMes el acceso al financiamiento. Se buscará comprender el método actual de scoring del sistema bancario y explorar los alternativos, y detectar qué mejoras incorporan las garantías a través de las Sociedades de Garantía Recíproca.

¿La existencia de un mercado de capitales desarrollado puede canalizar adecuadamente el ahorro hacia la inversión generando un efecto positivo sobre el crecimiento económico y el nivel de empleo?

El objetivo específico de este trabajo es identificar las ventajas y desventajas competitivas, así como detectar los factores externos que puedan afectar favorable o desfavorablemente el financiamiento a las MiPyMe a través del mercado de capitales en Argentina. En el apartado final se realizará un breve repaso de estos puntos críticos.

3. MARCO CONCEPTUAL

Con el fin de brindar un apoyo teórico al presente trabajo, se elaboró este apartado. Se hará un repaso de forma resumida acerca de los trabajos publicados por diferentes autores y organizaciones sobre el financiamiento corporativo, las pequeñas y medianas empresas, el contexto económico argentino en el que deben desarrollar sus actividades y sus paralelismos con América Latina, la Unión Europea y Asia, la estructura financiera de las empresas, y el financiamiento bancario y el que ofrece el mercado de capitales en Argentina. Es importante mencionar que a lo largo del trabajo se continuará con el agregado de autores para brindar mayor sustento.

3.1. Marco teórico

A continuación se mencionarán los trabajos que para el autor resultaron ser sobresalientes, dado que existe una amplia literatura al respecto.

Históricamente las empresas han basado sus decisiones de financiamiento en la teoría de la jerarquía financiera. Autores como Donaldson (1961), Myers y Majluf (1984) y Myers (1984), afirman que las empresas tienen un orden de preferencias en la decisión de las fuentes de financiamiento. Los propietarios de las firmas poseen más información sobre su situación, y prefieren mantener esa información privada, lográndolo mediante la utilización de fondos propios. La jerarquía financiera enuncia que las decisiones de financiamiento priorizan los fondos internos, empezando por la reinversión de ganancias, y sus decisiones de financiamiento apuntan a seleccionar las fuentes con menores costos, originados en el hecho de compartir información interna con agentes externos a la empresa. Las preferencias, luego de la retención de beneficios, continúan por la emisión de deuda antes que la emisión de acciones, debido a los menores costos informativos que deben asumir.

Complementariamente, Banon y Matthews (1983) indican que para minimizar el riesgo de perder la empresa y reducir la incertidumbre, las PyMes prefieren la utilización de fondos internos. A medida que la empresa comienza a desarrollarse se modifican sus necesidades financieras, Berger y Udell (1998) concluyen que con la reducción de asimetría de información la PyMe logra acceder a otras fuentes de financiamiento además de las internas, como los capitales de riesgo, créditos de instituciones financieras, primero a corto plazo, para luego ir estirándolo. En este sentido Gregory, Rutherford, Oswald, y Gardiner (2005), han probado para PyMes de Estados Unidos, una estrecha relación entre el tamaño de las firmas, medido en cantidad de empleados, respecto del uso de las fuentes de financiamiento según su jerarquía.

En oposición a la visión más tradicional, y por el lado de la estructura de capital se debe mencionar el trabajo de Modigliano y Miller (1958) que permite analizar tanto las opciones de corto, mediano y largo plazo, y que plantea que el valor de la empresa no se ve afectado por la forma en la que se financia: ya sea mediante aportes de capital o emitiendo deuda (en ausencia de impuestos, costos de quiebra y asimetrías en la información de los agentes).

Otras teorías de relevancia son la Tradeoff y la de Pecking Order, expuestas por Frank y Goyal (2008). En primer lugar, la teoría del balance entre los costos versus los beneficios del endeudamiento, que se entiende que las firmas tienen una estructura de capital óptima, que puede ser modificada en el corto plazo pero a la que siempre se retorna. En segundo lugar, la teoría del orden de preferencia establece que no parte de una estructura de capital óptima y que las empresas tienen que aceptar costos diferenciales dependiendo del tiempo

de financiamiento elegido y la fuente (se tienden a utilizar en primera instancia los recursos generados mediante reinversión de utilidades, seguido por la emisión de deuda y finalmente mediante la ampliación de capital).

La asimetría de información, pareciera ser la principal barrera para el acceso al financiamiento por parte de las PyMes. Los costos de monitoreo sobre las PyMes por su baja calidad de información interna pueden resultar relativamente elevados para el sistema financiero que otorga los créditos, así lo argumentan Ang (1991) y Chittenden, Hall y Hutchinson (1996).

Jaffe-Russel (1976) formularon un modelo para demostrar que la información imperfecta y la incertidumbre pueden derivar en racionamiento de crédito. Por otro lado, Stiglitz-Weiss (1981) propusieron que un mercado en equilibrio puede estar caracterizado por el racionamiento crediticio, basado principalmente en que el ingreso esperado de una cartera de préstamos es no-monotónica debido a que la tasa de interés cobrada afecta el riesgo de dicha cartera. Por un lado tasas más altas disuaden buenos deudores y concentran mayor cantidad de malos pagadores (riesgo moral); y las tasas altas inducen a las firmas a buscar proyectos con mayor rentabilidad en caso de éxito pero más riesgosos (selección adversa).

El sistema bancario prefiere otorgar créditos de corto plazo para maximizar la efectividad del monitoreo. Scott (1977), afirma que las garantías o contratos de deuda garantizados reducen estos costos, comprimiendo la asimetría de información. Por otra parte, Diamond (1989), estudia la formación de reputación y la evolución a lo largo del tiempo de los efectos incentivadores de reputación para mitigar los conflictos de intereses entre prestatarios y prestamistas. Por otro lado, no debe dejar de mencionarse la conclusión de Pérez y Comeig (1998), que afirma que las operaciones a las que se les ha exigido un nivel de garantías elevado son las que más han fallado, confirmando la idea de que sobrepasar un nivel determinado de garantías exigidas puede provocar un deterioro en la calidad de las operaciones avaladas.

Hulburt y Scherr (2003), investigaron empíricamente el uso de los contratos de deuda garantizados en PyMes, y se encontraron con que resultó determinante el tamaño de la empresa, su edad y la calidad de sus garantías. Utilizaron la misma base de datos que Scherr y Hulburt (2001), cuando los autores esperaban encontrar diferencias con relación a la colateralización según las distintas formas legales que asumen las empresas, debido a las variaciones que existen con relación a los impuestos y a la responsabilidad. Sin embargo, la evidencia de que la forma legal afecta la colateralización no resultó suficiente.

En cuanto a las decisiones de financiamiento se espera una relación positiva entre tamaño y empleo de pasivos, uso de deuda de largo plazo, y acceso al sistema financiero, conocimiento y demanda de créditos promocionales. Las empresas más grandes enfrentan menores asimetrías informativas, y un menor costo del financiamiento externo, con lo cual utilizarían en mayor medida estas fuentes. Con relación a las garantías como mecanismo de acceso al crédito resultan más necesarias para empresas de menor tamaño, lo que podría considerar un efecto oferta. Mientras que la disponibilidad de estos activos presenta una relación inversa con el tamaño de la empresa, lo que podría llamarse, efecto demanda.

Los horizontes de préstamos por parte del sistema financiero del territorio argentino y el impacto de los contratos garantizados se revisarán empíricamente a lo largo del desarrollo del presente trabajo.

En otra línea de pensamiento se ubican autores como Hambrick y Mason (1984) que estudian las implicancias de los mandos superiores de las empresas en las decisiones de

financiamiento, que suponen son un reflejo de sus administradores. Así lo ratifican en su trabajo Briozzo y Vigier (2009), que se proponen que en el financiamiento de las PyMEs influyen ciertos factores propios de la demanda, derivados de una característica fundamental de este tipo de firmas: el entrelazamiento empresa-propietario.

De esta manera, se incorpora al pensamiento fundamental de la asimetría de información en las PyMEs, el grado de aversión al riesgo de su propietario y sus cambios a lo largo de su vida, tal como lo plantea Leitner (2006).

Barton y Gordon (1987) destacan un factor determinante en la relación entre la estructura de capital y la estrategia de la empresa: la propensión a asumir riesgos por parte del administrador y sus metas personales. Un denominador común de las PyMEs es su naturaleza familiar, Romano, Tanewski y Smyrniotis (2001) listan como posibles determinantes de la estructura de financiamiento el empleo formal de métodos de planificación, la actitud del propietario hacia el control de la empresa, las metas del empresario con respecto al negocio y la actitud respecto al financiamiento con deuda.

Vos, Yeh, Carter y Tagg (2007), luego de estudiar dos conjuntos de datos en Reino Unido y en Estados Unidos, separaron a las PyMEs en dos grandes grupos: uno con propietarios jóvenes y menos educados que eran propensos a utilizar financiamiento externo más activamente que los propietarios de mayor edad y más educados.

En tanto, se relaciona positivamente el nivel de profesionalización del management y objetivo del empresario focalizado en el crecimiento y la creación de valor con el tamaño de las firmas según Briozzo y Vigier (2008).

Para continuar con el enmarque del presente trabajo y conocer en profundidad el contexto en el que se desarrollan y buscan financiamiento las empresas argentinas, se intentará fragmentar la historia económica del país en tres grandes períodos, guiados por Cortes Conde y Della Paolera (2018):

El primero que da comienzos a un modelo agroexportador luego de la independencia, en 1810, y culmina con la salida del patrón oro.

Newland y Ortiz (2001) mostraron los notables términos de intercambio a precios internacionales entre 1811 y 1870. A través de lo narrado por Rosal (2003), se pudo conocer la dinámica del comercio y de desarrollo de las distintas regiones dentro del país de la época. Miguez (2006) realizó un excelente estado de la cuestión sobre el período de la gran expansión (1850-1914). Della Paolera y Taylor (2003) recorrieron el período de bonanza entre la década de 1870 y el comienzo de la Primera Guerra Mundial.

Luego y hasta 1933, Di Tella y Zymelman (1967) son quienes primero alertan sobre la divergencia argentina, período que denominan “la gran retardación” y atribuyen su inicio a la insistencia en querer continuar promoviendo el modelo de crecimiento basado en exportaciones agrícolas pese a que la expansión de la frontera agrícola estaba llegando a su fin.

En ese momento crucial de la historia, que a lo largo de cuatro años e inmersos en un régimen cambiario-monetario en tránsito, que culminó en 1933 con la desaparición definitiva del patrón oro en la Argentina, se da con una serie de hitos que describen minuciosamente Gerchunoff y Machinea (2015).

Una segunda etapa que va desde la década de 1940 hasta mediados de 1970 comúnmente denominada de industrialización por sustitución de importación o ISI. Enmarcada por la inestabilidad agregada que demandaba el recientemente creado Estado de Bienestar y los comienzos de las reiteradas asistencias del BCRA al Tesoro lograron, en lo que Diamand (1972) llamó, ciclos stop-go (sobre todo desde 1955, la segunda fase del ISI).

Se desemboca en el último período desde mediados de la década de 1970 hasta la actualidad, un entorno marcado por la inestabilidad nominal, que fue definiendo conductas de cobertura de los agentes económicos. Este período se caracterizó por los cambios de modelos económicos, que iban de la apertura económica al proteccionismo, para luego retornar hacia la apertura financiera y así.

La inflación fue un denominador común de los últimos períodos, Canavese (1982) y Olivera (1964) apoyan sus teorías en hipótesis estructuralistas que se contrasta con Heymann y Leijonhufvud (1995) y su teoría más convencional sobre su origen monetario/fiscal.

Fanelli y Frenkel (1994) plantearon que la dolarización, induce a las empresas a tomar un mayor riesgo cambiario; pero tiene también un rasgo positivo: aumenta la capacidad de prestar del sistema financiero interno (en dólares). Por lo tanto, no implica que el ahorro interno no pueda intermediarse hacia la inversión, sino que los costos de tal intermediación pueden tomarse sustancialmente más caros para las firmas, al hacerlas incurrir en un mayor riesgo cambiario.

3.2. Estado del arte

Tras enmarcar las bases sobre las que se construyeron las principales teorías del financiamiento empresarial y el contexto histórico económico argentino, se menciona el objeto de estudio: instrumentos de financiamiento a través del mercado de capitales de las Micro, Pequeñas y Medianas empresas o MiPyMes de Argentina.

Para contextualizar y tal como se introdujo, las PyMEs en América Latina representan el 90% de las empresas y son la fuente del 50% de los empleos¹, formando un espectro muy heterogéneo y altamente diversificado.

Según Chiatchoua y Castañeda (2015) cada país cuenta con metodologías diferentes para definir el concepto de PyMe. Guatemala, Brasil y Costa Rica clasifican las empresas de acuerdo con el número de empleados, Perú y Chile las agrupan de acuerdo con el nivel de ventas y de empleados, Colombia a partir del valor de los activos y de la cantidad de empleados, México según el número de empleados y sector, y Honduras y Argentina conforme el volumen de ventas. Puntualmente en Argentina, la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) define a una PyMe como una “una micro, pequeña o mediana empresa que realiza sus actividades en el país, en alguno los estos sectores: comercial, servicios, comercio, industria o minería o agropecuario. Puede estar integrada por varias personas” y se categorizan “según las ventas totales anuales, la actividad declarada, el valor de los activos o la cantidad de empleados según rubro o sector de la empresa”, tal como se detalla en el desarrollo del presente trabajo.

Para conocer el objeto de estudio, se partió de una situación descriptiva principalmente de la región, por lo que se recurrió en mayor medida a documentos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), organismo dependiente de la Organización de las Naciones Unidas (ONU).

Tal como se mencionó previamente y se profundizará durante el desarrollo, las MiPyMes son un componente fundamental en el tejido empresarial en América Latina por su participación en el número total de empresas, como en la creación del empleo.

¹ Marczak, J., Engelke, P., Bohl, D., & Saldarriaga, A. (2016). América Latina y el Caribe 2030: Escenarios futuros. USA: Atlantic Council/BID/Centro Frederick S. Pardee for International Futures. Recuperado de <https://C:/Users/74999/Downloads/LAC2030-America-Latina-y-el-Caribe-2030-Escenarios-futuros.pdf>. Pág 93.

Dini y Stumpo (2018) destacan la heterogeneidad y la especialización en productos de bajo valor agregado de las MiPyMes en Latinoamérica, limitando su participación en el PIB a tan sólo el 25%, situación que contrasta con el promedio de la Unión Europea donde alcanzan un 56%. Otro dato que destacan es que considerando la economía formal, las MiPyMes de América Latina representan el 99,5% de las empresas de la región, donde las microempresas son mayoría, con el 88,4% del total, favorecidas por las bajas barreras de entrada, y que en muchos casos responden a estrategias de autoempleo y supervivencia económica.

Saavedra García (2012), avanza en este sentido con un trabajo de investigación en la región con la propuesta metodológica para la determinación de la competitividad empresarial que considera tanto los factores internos, como externos. En la misma línea Llistery y Angelelli (2002) han señalado que en promedio la productividad de la PyMe latinoamericana equivale a menos del 40% de la productividad de la gran empresa, y también se encuentra rezagada respecto de la PyMe en otros países, como los de la Unión Europea, donde su productividad es 60%. Facilitándose así su participación en las cadenas productivas y mejorando su dinamismo y capacidad para competir. Bianchi (1996) afirma que las PyMes en Europa no son agentes marginales ni de baja productividad.

Uno de los problemas estructurales de Argentina, destacan Belloni y Wainer (2012), es que las manufacturas de bajo contenido tecnológico se suelen asociar con mayores encadenamientos productivos. Por lo que cuanto mayor es el monto por unidad de producto (a mayor tecnología incorporada, mayor precio), menor es el nivel de integración de la producción de dicho bien a nivel nacional.

Moori Koenig, Yoguel, Milesi y Robert (2007) estudiaron mediante un modelo econométrico a empresas exportadoras de los países de Argentina, Chile y Colombia y concluye que sólo en Chile el financiamiento (puntualmente de las exportaciones) contribuye a explicar el éxito exportador, en tanto en los PyMes de Argentina y Colombia resulta una de las trabas más mencionadas. Urmeneta (2016) se interesó por la heterogeneidad de las empresas exportadoras con el fin de poder focalizar las políticas de fomento. En su estudio constata que el universo de PyMes exportadoras suele estar sobreestimado, dado que por lo general se utiliza sólo información aduanera.

Existen muchos trabajos que resaltan la independencia en las técnicas tanto de medición como de gestión de políticas públicas de fomento a las PyMes entre los distintos países de Latinoamérica. Heredia Rodríguez y Sánchez Macías (2016) a través de una metodología analítico-comparativa detalla que las políticas públicas de apoyo a las PyMes responden a un modelo de adopción independiente y son determinadas por el contexto histórico-político de cada país. Su estudio se centró en la Comunidad Andina de Naciones, y que a diferencia de la Unión Europea, resulta difícil encontrar líneas de acción perdurables en el diseño de estas políticas públicas. Guaipatín (2003) también apunta a la dispersión de las fuentes y de las metodologías para la construcción de los datos sobre el sector MiPyMe en la región: “un sector tan crítico para el desarrollo económico de los países de la región no puede ser un misterio en términos cuantitativos”².

Kulfas (2009) describe el desempeño de las MiPyMes durante la postconvertibilidad en Argentina, donde subraya, en línea con Dini y Stumpo (2018), cierto nivel de heterogeneidad tanto en el tamaño como en la diversidad del universo MiPyMe, a la vez que muestra indicadores favorables durante el período, tal como se contrastará durante el desarrollo más adelante. Continúa exponiendo que la mayor parte de las inversiones de las MiPyMes se

² Guaipatín, C. (2003). Observatorio MIPYME: Compilación estadística para 12 países de la Región. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. Pag. 35.

financiaron con fondos propios de las empresas y si bien el sistema bancario acrecentó paulatinamente su asistencia financiera al sector MiPyME y aparecieron algunas fuentes alternativas (como el mercado de capitales), la cuestión del financiamiento a las MiPyMEs continuó siendo un severo problema. También desagrega los problemas del acceso al financiamiento en dos: el de accesibilidad y el que pasa por las condiciones del financiamiento.

Por su parte, Bebczuk (2010), añade que la escasez de crédito a las PyMes en Argentina no refleja únicamente una restricción por el lado de la oferta, sino también una baja demanda de crédito.

Fernández (2005) indica que el financiamiento con capital privado en Argentina, puntualmente con capital de riesgo, se encontraba en estado embrionario tanto por la escasa aceptación por parte de los empresarios a compartir la tenencia de sus negocios como por la falta de un marco institucional que instrumente e incentive la creación de este tipo de intermediarios.

El estudio de Larsen, Vigier, Guercio y Briozzo (2014) apunta a los problemas que enfrentan las PyMes a la hora de financiarse mediante obligaciones negociables: cuanto menor es el monto de la emisión, mayor es el costo relativo que enfrentan las PyMEs. También remarcan la participación de los costos de transacción, más específicamente de los honorarios profesionales, en relación con el costo total, incidencia que se incrementa a medida que se evalúan emisiones de montos más elevados.

Un documento del Banco Mundial (2016), entre otros puntos destacables, compara al sector financiero de Argentina que está dominado por los bancos y muy retrasado en comparación con sus pares de América Latina y el Caribe con respecto al tamaño y a la profundidad. El crédito para el sector privado aumentó del 9% al 14% del PIB entre 2005 y 2015, siendo el más bajo de la región, donde el promedio se mantuvo en 46% para el 2015. Asimismo, puntualiza que el sector bancario está bien capitalizado, es líquido y rentable. Mientras que destaca que para una de cada dos empresas el acceso al financiamiento es la segunda limitación más importante que afrontan las empresas en Argentina, mientras que en América Latina y el Caribe, ese porcentaje se reduce al 30%.

Otro trabajo de la CEPAL, elaborado por Kulfas (2018), describe la banca de desarrollo que disponen las PyMes en Argentina. En primer lugar destaca desde el punto de vista institucional al Banco de la Nación Argentina, que ofrece créditos a MiPyMes en condiciones de fomento y lo acompaña en menor medida el Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE). En sintonía con lo descrito en el marco teórico, destaca el desarrollo de un sistema de garantías mixto, basado en las Sociedades de Garantía Recíproca, los cuales funcionan en base a aportes privados que reciben beneficios fiscales.

Para las instituciones financieras la garantía tiene un valor estratégico para sus planes de negocio y expansión. De hecho, estas cargarán tipos de interés más bajos a los proyectos con cobertura de garantías mayores o de mejor calidad (Bester, 1985; Llorens, 1996). Dunn de Avila (2020) agrega a los avales y garantías, los Fondos de Inversión Cerrados como los mecanismos para llevar las PyMes al mercado de valores, a la vez que concluye que las PyMes no quieren necesariamente cotizar en bolsa, sino lo que buscan es financiarse en el mercado de valores.

Según Pombo, Molina y Ramírez (2013) Argentina tiene un sistema de garantías muy pequeño: 0,28% de garantías vivas sobre PIB, mientras que países como Chile o Colombia se ubican en 1,47% y 1,27%, respectivamente.

En una apuesta por la banca de desarrollo en Argentina, Curia (2010) y Ferrer (2010) plantearon la posibilidad de generar un esquema mixto que pudiera instrumentar las funciones de banca de inversión capitalizando al BICE, sin necesidad de crear una nueva

institución. Kulfas (2010) se pronunció en línea con esa postura, sobre todo por los desafíos que ello implica y los tiempos que conllevan los procesos de aprendizaje. Su propuesta planteó la creación de gerencias específicas destinadas a evaluar proyectos de inversión tanto en los bancos públicos como privados y la instrumentación de fuentes de fondeo a mediano y largo plazo por diferentes vías. Durante el desarrollo del presente trabajo se ahondará en el plano institucional del sistema financiero y la banca de desarrollo del país.

Complementariamente al sistema financiero tradicional, se encuentra el mercado de capitales, que si está poco desarrollado, con problemas de información y con baja liquidez, puede originar menor acumulación de capital y menor crecimiento económico. Este efecto es medido por Dapena (2009) de donde surge que si la liquidez en el mercado de capitales en Argentina fuese equiparable a la media de un conjunto de países latinoamericanos, la tasa de crecimiento del PIB podría incrementarse entre un punto y un punto y medio por año, con el consiguiente efecto en la creación de empleo, en el aumento de la recaudación impositiva y en el bienestar de la población. Ello requiere, de nuevo, de los incentivos adecuados para la cotización pública y la comercialización de acciones de empresas. En el mismo sentido Caballero (2007) añade que a través de una legislación favorable, y un uso apropiado de incentivos tributarios para estimular la industria de los fondos de capital de riesgo, los gobiernos pueden incentivar la empresariedad, promover el trabajo calificado y acelerar el crecimiento económico.

D'attellis (2014) afirma que el mercado de capitales argentino muestra un grado de desarrollo inferior al de otros países de la región. Explicado fundamentalmente por el contexto macroeconómico y su fuerte volatilidad, un factor cultural empresarial (preferencia por el control societario y una menor exigencia de información y cumplimiento normativo) y el marco normativo y regulatorio. Ya lo afirmaba Frenkel (1980) en su trabajo respecto de la evolución del mercado de capitales en esos años que los agentes económicos evalúan el tipo de cambio, el nivel de inflación, el estado de la cuenta corriente, el nivel y tendencia de las reservas y el nivel de actividad de la economía. Las características de inestabilidad económica y política de la Argentina se constituyen en un componente estructural de la economía, factores de incertidumbre que los agentes incorporan de manera racional en su toma de decisiones y forman poderosos obstáculos al crecimiento.

En la misma línea Rojas (2017) menciona que en América Latina tanto el mercado de deuda como de capital tienden a producir un nivel sub-óptimo de financiamiento tanto a las PyMes como a los nuevos emprendimientos, impactando negativamente la creación de empleo y la productividad y como resultado el crecimiento de las economías.

Estudios de casos lo corroboran: Lapelle (2007) a través de encuestas en el cordón norte de Buenos Aires y Sur de Santa Fe, afirma que los recursos propios son la principal fuente de financiamiento, seguido por la financiación bancaria. En cuanto a la apertura de capital prácticamente no es considerada por los empresarios de la región dado que el 65,7% de las PyMes encuestadas corresponden a empresas familiares, mientras que el 80,6% de los empresarios opina que los próximos directivos serán familiares. Por este motivo, la apertura de capital fuera de la familia resulta muy complicada. Esto va en línea con que el empresariado PyMe intenta evadir la apertura de financiamiento debido a la pérdida de control.

En un trabajo de la Fundación Observatorio PyMe³ (2018) confirman el fuerte comportamiento cíclico de la producción de las PyMes con respecto a las grandes industrias,

³ En adelante FOP.

originado en un histórico modelo de organización productiva sin apalancamiento crediticio. Este sistema productivo con ausencia de crédito y con alta presión fiscal, explica la volatilidad que impide la generación de empleo de calidad y el desarrollo productivo, que son la causa de la muy baja natalidad de empresas del país. Realiza una comparación con Chile: en Argentina nace una empresa formal cada 2.326 habitantes, mientras que en Chile cada 125, y emprende el 14,5% de la población económicamente activa, mientras que en Chile lo hace el 24%⁴.

La FOP (2019) afirma que en los primeros meses del 2019 en Argentina, año que atravesaba una crisis cambiaria y económica, la falta de sostenimiento a empresas robustas y dinámicas redundó en un desaprovechamiento de recursos, en una pérdida de eficiencia. Adicionalmente, la falta de financiamiento para la constitución de nuevos emprendimientos formales tampoco potencia la eficiencia económica del país y socava la dinámica empresarial que naturalmente propulsa el desarrollo productivo. Por su parte, los elevados costos de financiamiento son una limitante esencial a la hora de tomar fondos prestables por parte de las empresas y, en caso de que el crédito sea otorgado, generan tarde o temprano incrementos en la inflación, a la par que la imposibilidad de trasladar por completo estos costos convierte al financiamiento, a la larga, en un factor que socava la rentabilidad empresarial y podría ser causal de cierre a la vez que desincentiva la formalidad.

Hacia finales del 2020, y en el medio de una pandemia mundial, la FOP (2020) afirma que, a pesar de las diferencias por tamaño y sector, la economía productiva de las PyMes y de las empresas mediana-grande se encontraba en plena reactivación. Pronostica para el 2021 que el 70% de las PyMes retornaran a niveles de actividad pre-pandemia durante el primer semestre, mientras que el 30% restante lo hará durante el segundo semestre y el 2022.

Los informes anuales elaborados por el Mercado Argentino de Valores SA (MAV) muestran el crecimiento exponencial del financiamiento de los últimos años otorgado a las PyMes a través del mercado de capitales. El año 2019⁵ mostró un crecimiento del financiamiento PyMe en dólares respecto del año anterior de un 45%, siendo el Cheque de Pago Diferido (CPD) el instrumento que se destacó con un 147% y con la incorporación del instrumento digital: la Facturas de Crédito Electrónica (FCE). En tanto para el año 2020, que mostró una inactividad por la pandemia, el financiamiento acumulado en USD a las PyMes a través del mercado de capitales creció sólo un 8% en dólares respecto al año anterior. Las FCE crecieron un 164% respecto al 2019, mientras que los CPF sólo crecieron un 66% y los pagarés mostraron una caída del 36%. Lo destacable del año 2020⁶ fue que producto de la pandemia y las nuevas modalidades de trabajo de las empresas, el volumen total de instrumentos digitales mostró un crecimiento exponencial desde marzo del 2020, alcanzando una participación del 61% sobre el volumen total operado. En este sentido, el Director Ejecutivo – CEO del MAV, Fernando J. Luciani, expresa: “un dato muy relevante respecto de la federalización del acceso al crédito a través del mercado de capitales, y el impulso que las herramientas digitales generó que durante 2020 empresas de todas y cada una de las provincias que integran la República Argentina, negociaron Echeqs en MAV”⁷. También destaca que durante 2020, el 22% del fondeo a empresas obtenido en el Mercado de Capitales estuvo destinado a asistir financieramente a PyMes. Define al Echeq, como el producto

⁴ PyME, F. O. (2018). Informe especial: Programas internacionales para la promoción de la natalidad empresarial y el desarrollo de las PyME. Buenos Aires. Pág 2.

⁵ Mercado Argentino de Valores SA, (2020): Informe 2019. Impacto del Financiamiento PyMe en 2020.

⁶ Mercado Argentino de Valores S.A. (2021): Informe 2020. Impulso del Financiamiento y las inversiones PyMe en 2021.

⁷ Revista Bank Magazine (2021), Edición Abril. Pág. 48.

estrella, primero porque es un producto culturalmente consolidado, conocido y aceptado por los usos y costumbres empresariales, a lo que se le suma ahora el componente tecnológico que contribuye a despapelizar y simplificar procesos.

Según consideró Luciani, tanto para Cheques de Pago Diferido, Pagarés y Facturas de Crédito Electrónicas, “el paso que tenemos que dar es hacia productos un poco más estructurados donde la tasa ya no sea netamente fija, sino que tenga un índice de actualización, que sea variable. No hay tantos productos que sean actualizables y por este motivo estamos avanzando con PyMEs e inversores para lograr que los inversores dispongan de productos relacionados a la tasa Badlar o el CER que son hoy los dos índices de referencia que resultan más atractivos para los inversores. Consideramos que esta novedad activaría la demanda de productos PyMEs”⁸. De esta manera, se proponen incentivar la demanda de productos de financiamiento PyMes de mediano y largo plazo.

Las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) apuntan a un crecimiento mundial del 6% en 2021 y de 4,4% en 2022. Sin embargo, esta recuperación económica podría también ser despareja, de hecho el FMI descuenta un incremento de las desigualdades entre los países de mayores y menores ingresos y advierte también que la recuperación global se encontrará condicionada por el curso de la pandemia, la eficacia del respaldo durante la transición hasta que las vacunas faciliten la normalización, y la evolución de las condiciones financieras para las economías emergentes y países en desarrollo.

⁸ Revista Bank Magazine (2021), Edición Abril. Pág. 48.

4. METODOLOGÍA

El siguiente desarrollo comenzará con una interpretación de las investigaciones de la historia económica argentina, por orden cronológico, lo que permitirá resaltar los aspectos más relevantes del desarrollo histórico de las empresas, el comportamiento de sus empresarios, la banca y su articulación con los contextos económico, sociales y políticos. Será fragmentado en tres etapas: el modelo agroexportador, el de industrialización por sustitución de importaciones y luego el denominado péndulo político-económico. Se adicionará información gráfica que fue elaborada en base a datos recabados en su mayoría del Banco Mundial⁹.

Tras una revisión teórica de las formas organizacionales de la empresa, se realizará un estudio de las principales características (los diversos rubros económicos, tamaño, formas jurídicas, antigüedad, cantidad de empleados) y evolución de las empresas en Argentina desde el año 1996 en adelante, a través de la recolección de información recabada por diferentes organismos, como el Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial¹⁰ como principal fuente.

Para conocer el marco institucional del que disponen las MiPyMes en Argentina, se recurrió a detectar a las principales organizaciones o entidades (públicas y privadas) que se involucran en su vida y describir sus objetivos.

El punto en común de todas las empresas, sin importar su tamaño, ni su lugar de origen y de desempeño, es que para subsistir y alcanzar su principal objetivo deben realizar una buena administración financiera. Tras estudiar los pilares de la administración financiera: las decisiones de inversión y de financiamiento, se realizó un relevamiento del sistema financiero argentino: composición, características, distribución geográfica y mención de sus protagonistas.

Los bancos, protagonistas del sistema financiero, ofrecen diversas herramientas de financiamiento a sus clientes, siendo las más conocidas y demandadas. Se hará un repaso teórico de los instrumentos que ofrecen y se hace una especial mención a la banca de desarrollo en el país y otro muy breve de las Fintech que apuntalan la inclusión financiera.

Para alcanzar el objetivo específico de este trabajo: detectar las fortalezas, oportunidades, debilidades y fortalezas que ofrece el financiamiento a las MiPyMes a través del mercado de capitales en Argentina, será necesario a priori relevar el marco institucional que lo compone.

Luego y para arribar al objetivo mencionado se estudian en profundidad la variedad de instrumentos que ofrece el mercado de capitales y que están al alcance de las MiPyMes, estudiando las herramientas según su flujo de ingreso, disposición de garantía y demás condiciones específicas.

Se utilizarán diversas fuentes, principalmente la recolección de datos será sobre los reportes mensuales elaborados por el Mercado Argentino de Valores S.A.¹¹ y variables de referencia de mercado publicadas por el Banco Central de la República Argentina¹².

⁹ Banco Mundial: www.datos.bancomundial.org/

¹⁰ Fundación Observatorio PyMe: www.observatoriopyme.org.ar/

¹¹ Mercado Argentino de Valores SA: www.mav-sa.com.ar/research/cpd-pagares-y-fce/mensual/

¹² Banco Central de la República Argentina: www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp

5. DESARROLLO

5.1. Historia económica en Argentina

En este capítulo se hará un repaso por la historia de las empresas argentinas, para ello se involucrará un breve estudio de los aspectos más relevantes del desarrollo histórico de las empresas, los empresarios, la banca y su articulación con los contextos económicos, sociales y políticos.

5.1.1 Modelo agroexportador

El hilo conductor comenzará a desarrollarse a partir del fin de la época colonial, por los años 1810. La historia económica de estos años, incluso antes, era puramente una historia agraria con interacción entre agricultura y ganadería. Está claro que el punto de inflexión mencionado, el proceso de Independencia ha marcado fuertes cambios económicos, producto de las políticas que se comenzaron a delinear.

El principal hito fue el de la apertura al intercambio internacional. La aceleración del desarrollo industrial y la urbanización en Europa aumentaron la demanda de materias primas, a la vez que los avances tecnológicos abarataron los costos de fletes: el barco a vapor disminuyó los costos de transporte transatlántico e hizo rentable el comercio de granos, sumado a las nuevas técnicas de refrigeración que fomentaron el comercio de carne.

El hecho de abrir la economía produjo dos acontecimientos trascendentales: por un lado, los precios de las exportaciones incrementaron fuertemente, mientras que por el contrario los precios de las importaciones se redujeron. Se produjo una convergencia de los precios locales de todos los bienes con los valores internacionales. Esto se tradujo en una importante mejora en los términos de intercambio, lo que favorecía al país, dado que favorecía la exportación de productos agropecuarios.

Durante estos años los salarios se mantuvieron relativamente estables, mientras que las tierras comenzaron a incrementar su valor explicado por la creciente demanda. De esta manera los terratenientes se vieron favorecidos pudiendo en muchos casos generar un proceso de acumulación.

Es muy clara la participación de los dos factores de producción, por un lado, el capital, la tierra, propiedad de los terratenientes en su mayoría como se mencionó; por el otro la mano de obra. La producción agraria es mano de obra intensiva, lo que explica la clara expansión del sector servicios en los centros urbanos: grandes tiendas y pequeños comercios, cafés, restaurantes, teatros y transporte urbano cambiaron el paisaje de estas urbes.

Estos veloces cambios que se produjeron durante los primeros diez años post independencia planteaban dos regiones con dinámicas bien diferentes. Por un lado se encontraba la zona del Litoral relacionada con la producción ganadera y agraria, actividad de altos ingresos, lo que tal como se mencionó antes propiciaba a que se concentre cascos urbanos que brinden servicios. Estos eran los casos de las Provincia de Buenos Aires, Entre Ríos, Santa Fe y Corrientes mayormente. Otra era la situación del resto de las provincias del interior con una estructura más débil, con algunas producciones locales como el vino de Cuyo, o los textiles artesanales de Catamarca o Córdoba que se vendían en la zona del Litoral. También estaban vinculadas al abastecimiento y comercialización del rubro de la minería, principalmente con la plata que provenía del Alto Perú. Al converger los precios de las manufacturas hacia los precios internacionales dicha producción fue golpeada con la llegada de productos

importados, a la vez que el volumen de la producción de plata del Alto Perú comenzó una senda bajista a medida que se avanzaba en el Siglos XIX.

Hacia las últimas décadas del siglo, emergieron industrias, como molinos y frigoríficos, dedicadas al procesamiento de materias primas para la exportación, y también fabricantes de cigarrillos, fósforos, alimentos y bebidas, y artículos de indumentaria, entre otros, orientados al mercado interno. Se afianzaron grandes establecimientos industriales, pero predominaron las fábricas de tamaño medio y los pequeños talleres, en los que la producción seguía teniendo un carácter casi artesanal.

Con el pasar de los años, las desigualdades se agudizaban y las diferencias entre los niveles de riqueza y salarios orientaban a los inmigrantes europeos e internos a volcarse hacia las zonas Pampeanas y del Litoral.

La integración al mercado internacional produjo una mejora en los términos de intercambio generando un impulso importante en las exportaciones. Su composición revela casi el exclusivo origen ganadero, entre los que se destacan los cueros en primera instancia, requeridos por las industrias europeas, y luego la lana, que fue creciendo en cantidad a medida que se mejoraba su calidad. Otros productos de menor participación en las exportaciones y con mayores vaivenes (en función de guerras o bloqueos) fueron el sebo, la carne salada y la cerda.

Como decanta de las líneas previas, las exportaciones fueron las que impulsaron el crecimiento económico en el país durante toda esta etapa. “Entre 1810 y 1870 las exportaciones crecieron a una tasa anual de más de 5%, y a un 3% per cápita”¹³.

Durante la época colonial se utilizaron metales preciosos como dinero, lo que implicó una estabilidad general en los precios. Circulaba el peso español de plata para el uso comercial y cotidiano, que convivía con las monedas de oro para las transacciones mayores. La mayoría de estos metales provenían de la minería peruana y chilena y se acuñaban en Potosí.

Estas monedas continuaron utilizándose durante las primeras décadas del siglo XIX. Una vez que Buenos Aires perdió el dominio de la creación de monedas, la base monetaria metálica quedaba determinada al stock disponible más los flujos que podrían ingresar.

Fue por esto que algunas provincias comenzaron a emitir dinero fiduciario, aunque tuvieron un efecto muy marginal. Fue en Buenos Aires cuando con la aparición del papel moneda comenzaron a emitir títulos de deuda estatales, que con el correr de los años fue adquiriendo características transaccionales.

Un grupo de comerciantes porteños crearon en 1822 el Banco de Descuentos, cuya función era, entre otras, la emisión de moneda respaldada en oro de una economía en crecimiento. Tres años más tarde fue adquirida por el empréstito británico Baring. Posteriormente el estado lo intervendría obligándolo a emitir para cubrir los déficits fiscales originados en los altos gastos militares y la expansión de la frontera ganadera de Buenos Aires (mediante la construcción de ferrocarriles y modernización de las ciudades). El impacto sobre los precios fue directo, tanto que hasta que se promedió el siglo XIX fueron años de emisión e inflación.

Posteriormente, desde mediados y hacia fines del siglo XIX comenzó a darse un lento proceso de maduración del sistema bancario, que, con diferentes regímenes monetarios y bancarios, con marchas y contramarchas terminaron para fines de siglo en un proceso definitivo de convertibilidad.

¹³ Cortes Conde Roberto; Della Paolera Gerardo; Nueva historia económica de la Argentina; Buenos Aires; Argentina; Edhasa; 2018; Pág. 39

EL Banco de la Provincia de Buenos Aires, fundado a principios del año 1822, fue a contracara de los bancos británicos con perfiles de banca más ortodoxa, un banco en el que se destacó su modalidad más flexible de créditos, fundamentalmente para los productores locales más pequeños.

El Banco Hipotecario de Buenos Aires, también tuvo sus aportes en la década del ochenta, en la que apoyó fuertemente mediante créditos a la renovación ganadera porteña, además de su importante conexión con el desarrollo de la pequeña propiedad. Otro mecanismo de financiamiento de la época que ofrecía el banco era el de los préstamos de habilitación a los ingenios y a los cañeros con el boom azucarero en Tucumán.

En tanto la banca privada también tuvo una gran participación, por el lado de los capitales británicos, mediante el Banco de Londres y Río de la Plata, el más antiguo e importante de la plaza y que logró obtener altas tasas de rentabilidad con sus políticas crediticias de corto plazo y de muy bajo riesgo. En la vereda opuesta se ubicó el Banco Mercantil, que con una visión contrapuesta estuvo condenado al fracaso.

En las décadas de 1870 y 1880 surgen varias instituciones de capital extranjero, como el Banco Español, el Banco de Italia y el Francés del Río de la Plata. Se encontraban muy relacionados con los grandes grupos de inmigrantes

Durante casi todo el siglo XIX, las sedes provinciales tanto pública como privada además generar circuitos de préstamos vinculados principalmente con el comercio local, también jugaban un rol fundamental como órganos de emisión en la historia monetaria de las provincias.

De lo anterior surge que hasta la década del 1880 coexistían varias monedas emitidas por diferentes bancos y provincias. Era usual incluso el uso de monedas extranjeras¹⁴. Existía un gran desorden en el sistema monetario, que se sumaba a las fluctuaciones del sector externo por las exportaciones demasiado ligadas a los productos primarios.

Hacia 1873 comienzan a funcionar el Banco Nacional de carácter mixto, fue el establecimiento crediticio que representó uno de los pilares de la modernización del sistema financiero. Recién entrando en el último cuarto de siglo XIX, comenzó a desarrollarse la banca privada, momento hasta el cual predominaban los créditos informales en la economía¹⁵.

La excesiva expansión monetaria y la creciente deuda que contraía el país tuvieron su punto final hacia finales de la década de 1880, etapa en la que se desencadenó la crisis de 1890, también conocida como Crisis de Baring, lo que desencadenó una fuerte devaluación de la moneda paralizando la entrada de nuevos capitales.

El Banco de la Nación Argentina, creado en 1891 por el presidente Carlos Pellegrini, viene a sustituir el Banco Nacional (que quebró por la crisis antes mencionada). Una particularidad era que tenía expresamente prohibido atender requerimientos del gobierno, y para lograr que fuera utilizado al servicio del comercio y la producción, se lo inhibió de hacer operaciones

¹⁴ Rapoport. Mario; Historia económica, política y social de la Argentina, 1880-2003; Buenos Aires, Argentina; Emecé; 2012. Pág. 82.

¹⁵ Regalsky Andrés; Moyano Daniel; Moneda, Crédito y banca en clave regional. Siglos XIX y XX; Buenos Aires, Argentina; Anuario Centro de Estudios Económicos de la Empresa y el Desarrollo; 2019. Pág. 64.

con gobiernos provinciales y municipalidades, con excepción del gobierno nacional, al que no podría aportar más de dos millones de pesos.¹⁶

Tal como se comentó anteriormente, la creciente emisión por el agravamiento del déficit fiscal ascendiente del año 1888 sumado a la dificultad para acceder al financiamiento externo para cubrirlo fueron los factores que terminaron desembocando en un fuerte proceso inflacionario impulsaron a tomar medidas para ponerle ordenar el sistema monetario.

Paralelamente con la creación del Banco de la Nación Argentina, se pone en funcionamiento la Caja de Conversión, un esquema creado en respuesta a la crisis de Baring. Se trataba de un régimen de tipo de cambio fijo que debía estar preparado para cambiar los billetes circulantes en la moneda de reserva (oro) a un tipo de cambio de 2,27 pesos papel por 1 peso oro y viceversa. Este sistema se combinaba con una cuenta de capitales abierta

A partir de la última década del siglo XIX, se pudo transitar varios años de un sistema monetario fuerte combinado con un sistema bancario sano dado que se registraron crecientes niveles de exportaciones generando una balanza de pagos superavitaria. Las variaciones en la cantidad nominal de dinero primario correspondieron exactamente con los cambios en el stock de oro de la Caja.¹⁷

Durante estos años y los primeros del siglo XX, el Banco Nación actuaba en los hechos como un banco central: utilizaban las Letras de Tesorería como instrumento de crédito oficial, a la vez que era el encargado de esterilizar los movimientos de oro crecientes.

Al estallar la primera Guerra Mundial comenzó una corrida en Argentina contra los depósitos, hecho que generó una suspensión en la convertibilidad hasta el año 1927, que se resolvió dos años luego con la crisis del 29 para sí abandonar el patrón oro. Entre 1914 y 1927 el gobierno recuperó la política monetaria que tuvo un rol fundamental ya que Argentina había ingresado a un régimen de tipo de cambio flexible. Ya comenzado la década de 1930 y tras los efectos de la gran depresión el Gobierno autorizó a la caja de conversión a emitir, hecho que dos años más tarde tras implementar controles de cambio se devaluó nuevamente la moneda.

El Banco Nación tras el duro golpe financiero de la primera Guerra Mundial (que incluyó un feriado bancario de ocho días para evitar mayores corridas) continuó con sus políticas de préstamos agrícolas blandos, que apuntaban además de alcanzar a los propietarios, también a los colonos a través de pequeños montos que se garantizaban con la propia cosecha. También incrementa su cartera hacia la industria, iniciando la entrega de créditos prendarios para segmentos puntuales como por ejemplo con el vino y la caña de azúcar para los productores mendocinos y tucumanos, respectivamente. Posteriormente a la primera Guerra Mundial el Banco Nación comienza con préstamos a las sociedades cooperativas que tenían por objeto la industrialización de las materias primas de producción nacional.¹⁸

Para continuar, se hará un repaso por el mercado de trabajo desde mediados del siglo XIX.

¹⁶ Berensztein Sergio y Secco Luis; Los primeros 125 años del Banco Nación; Ciudad Autónoma de Buenos Aires; Argentina; Banco de la Nación Argentina; 2016. Pág. 12.

¹⁷ Cortes Conde Roberto; Della Paolera Gerardo; Nueva historia económica de la Argentina; Buenos Aires; Argentina; Edhasa; 2018; Pág. 122-123.

¹⁸ Berensztein Sergio y Secco Luis; Los primeros 125 años del Banco Nación; Ciudad Autónoma de Buenos Aires; Argentina; Banco de la Nación Argentina; 2016. Pág. 52-54.

En estos años comenzaron a establecerse formas contractuales que habilitaban el acceso a la tierra y a la producción independiente a cambio de porcentajes de la ganancia en lugar de un salario.

En la Provincia de Buenos Aires, en muchos casos los productores autónomos lograban por este medio cierta acumulación, que eventualmente los convertía en arrendatarios. En estos casos eran crecientes los casos de inmigrantes que se volvían propietarios gracias a este proceso de acumulación. Este fenómeno también ocurría en Santa Fe, Entre Ríos y Córdoba. En Mendoza el sector vitivinícola tenía una alta productividad, lo que fomentó un sector contratista, en gran medida ocupado por inmigrantes, fueron muy pocos los casos en los que el ascenso les permitía alcanzar a ser propietarios.

En Tucumán, Salta y Jujuy, predominó el cultivo de la caña, previo al despegue azucarero, que se concentraba en los propietarios de los mismos ingenios y creó una amplia proletarización.

Hasta aquí se pudo ver un mercado de trabajo en transición, en el que comenzaba a perfilarse rasgos de la economía capitalista con movilidad social, y en el que se van diluyendo las estructuras organizacionales propias del artesanado y surgiendo un creciente sector asalariado en empresas capitalistas, en su gran mayoría de micro y pequeñas.

Argentina fue protagonista de un fuerte proceso migratorio, que data de inicios de la década de 1840 e hizo de la Argentina el mayor receptor relativo de inmigrantes del mundo y el segundo en términos absolutos, por detrás de los Estados Unidos. Esto explica en gran parte la inserción de inmigrantes en casi todos los sectores de la economía, con un éxito variado.

Hasta acá un recorrido por el modelo agroexportador, sus implicancias económicas, sociales y políticas, que llevaron en el último cuarto del siglo XIX lo que se definió en la Argentina como un modelo de crecimiento basado en la explotación del potencial económico de las regiones pampeana y del litoral. Si bien este esquema sufrió un golpe con la crisis de 1890, la exportación de productos agropecuarios permitió un crecimiento hasta la Primera Guerra Mundial, momento que marca el inicio de un declive de la economía agroexportadora, que se acentuó durante la siguiente crisis, la de 1930, y que llegará a su fin a mediados de dicha década.

Para continuar con el hilo del repaso histórico, el hito que comenzó a marcar el quiebre de la etapa del modelo agroexportador fue la gran depresión del '29, hecho que impactó en el sistema bancario local que entró en crisis al sufrir una lenta pero continua salida de depósitos bancarios. Esto le dio fin al proceso de convertibilidad en 1929 para ingresar a un tipo de cambio flexible, que se utilizó en los dos primeros años para que no impacten en una caída directa de las reservas. Ya en 1931 el Fondo de Conversión fue movilizadado enteramente para afrontar el pago de los servicios de deuda que tenía el país, a la vez que se establecen fuertes controles de cambios. Durante los años siguientes la corrida se dio fundamentalmente en el Banco Nación y los públicos, pero luego se trasladó hacia la banca privada. El sistema bancario se encontraba nuevamente inmerso en una crisis.

En noviembre de 1933, “la moneda se depreció, el control de cambios se reformó introduciendo tipos de cambio múltiples y se envió el proyecto para la creación del banco central emisor de la moneda fiduciaria”¹⁹. Se requerían cambios profundos dado que contexto en Argentina era fuertemente dependiente de las exportaciones de materias primas

¹⁹ Gerchunoff Pablo y Machinea José Luis (2015); *Circulando en el laberinto: la economía política de la salida del patrón oro en la Argentina (1929-1933)*; Revista Cepal N° 117; Pág. 111.

y sus precios internacionales así como de los flujos de capitales, además de la crítica situación bancaria que se describió previamente.

5.1.2 Industrialización en Sustitución de Importaciones

En 1935, con el fin de generar un nuevo marco institucional que permita contener las fluctuaciones sobre todo externas, se sancionaron un paquete de Leyes. Donde se destacan la 12.155 Ley de creación del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y la Ley 12.156 la Ley de Bancos.

De esta manera se crea una entidad autónoma y mixta (con participación estatal y privada), con dos principales objetivos: sostener un nivel de reservas para moderar las fluctuaciones en la cuenta corriente y capital y regular el crédito y el circulante a las necesidades de la producción. Tras varios años de marchas y contramarchas en la macroeconomía, se planteaba un Banco Central que pudiera aplicar políticas anticíclicas, por lo que se le otorgó la posibilidad de la emisión de billetes, además de realizar operaciones de cambio, y de supervisar y regular el sistema bancario. Por otro lado, la Ley de Bancos brindaría mayor robustez al sistema bancario.

El BCRA cumplió con sus objetivos durante los últimos cinco años de la década del 1930, caracterizado por una política de esterilización; mientras que a partir del comienzo de la segunda Guerra Mundial se vio una política más expansiva, en la que comenzó a cobrar protagonismo una política de redescuentos hacia otros bancos con el fin de otorgar créditos a los sectores considerados por el gobierno más dinámicos en esta nueva etapa de fomento de la industria sustitutiva de importaciones.

El estado comienza a tener un mayor peso, en sintonía con varios países y sus Estado de Bienestar y proteccionismos, promocionaba la industrialización hacia adentro mediante políticas proteccionistas y de subsidios de créditos a tasas reales negativas. Este contexto internacional se traduciría en términos de intercambio desfavorables para los países que exhibían una dotación factorial intensiva en recursos naturales y escasez relativa de mano de obra y capital, como Argentina. Esto provocaba un cada vez más creciente deterioro fiscal auxiliado muchas veces por el Banco Central en detrimento de la emisión monetaria.

Estas debilidades en las finanzas públicas explican las constantes presiones inflacionarias que llevaron a que entre 1945 y 1975 la inflación anual haya promediado el 30%²⁰.

El modelo de industrialización en sustitución de importaciones tenía un cuello de botella en el déficit estructural en la balanza comercial que generaba insuficiencia de divisas. Expansiones de la actividad orientada al mercado interno generaban un alza de los insumos y bienes de capital importados inconsistentes con la oferta de divisas que generaba un sector primario desestimulado por las políticas económicas.

Cuando las fases de auge estaban impulsadas por una ventana de buenos términos de intercambio (como los años inmediatos de la segunda posguerra) que se prolongaban hasta que cambiaba el contexto y la falta de divisas se ocupaba de provocar un shock devaluatorio en su mayoría que daba inicio a un periodo de contracción y depresión económica.

En este contexto de tasas de interés reguladas y negativas en términos reales, provocó una caída en la demanda del incipiente mercado interno en favor de los activos financieros que terminaban direccionados no intencionalmente al mercado inmobiliario en busca de refugio frente a la inestabilidad nominal. Esta huida creciente del peso sumaba mayores presiones inflacionarias.

²⁰ Cortes Conde Roberto; Della Paolera Gerardo; Nueva historia económica de la Argentina; Buenos Aires; Argentina; Edhasa; 2018; Pág. 145

Se puede destacar de este período de cuatro décadas la incapacidad de administrar las bonanzas por parte del estado, sumado a un BCRA que no supo aplicar con éxito políticas anticíclicas.

5.1.3 Péndulo político y económico

El Rodrigazo marca un nuevo corte histórico y da comienzo a una etapa de alta inflación que transitará un proceso de política económica con sesgo hacia la apertura internacional.

El gobierno militar que derroca al peronismo en 1976 propuso reformas que apuntaban a desactivar lo que quedaba del modelo de anterior: desregulación de los mercados de crédito internos, a la vez que se favoreció la integración financiera externa. En varios países de Latinoamérica se transitaban procesos de liberalización financiera similares, como Chile y Uruguay. El común denominador fue las falencias regulatorias lo que alimentaron una gran deuda del Estado.

Posteriormente se aplicaría un sistema de devaluación de crawling peg, con incrementos del tipo de cambio por debajo de las alzas de precios, que sumado a las tasas de interés reales positiva provocó una ventana de ingreso de capitales al país generando un paulatino atraso cambiario y continuo déficit en la cuenta corriente. La evidencia europea indicaba que los pegs cambiarios habían sido exitosos conteniendo la inflación, pero no sucedió lo mismo en Argentina con un proceso crónico de inflación. Sin embargo, hacia fines de la década de 1980 los mercados comenzaron a descontar una nueva devaluación, por lo que el flujo de fondos se revirtió lo que no hizo otra cosa que provocar una depreciación de la moneda.

Sin embargo, la devaluación no resolvería el problema tal como sucedía en la etapa del stop and go, sino que la acumulación de endeudamiento externo comprometió la solvencia fiscal y del sector privado provocando una crisis de deuda. Esto debía sumarse a una crisis bancaria, producto de que el BCRA respaldaba una parte importante de los depósitos a través de redescuentos a los bancos, generando un elevado déficit cuasifiscal.

Con el regreso a la democracia en 1983 se intentaron varios planes de estabilización que no lograron detener la inercia inflacionaria ni de corregir los desequilibrios fiscales. En junio de 1985 la inflación alcanzó los 1500% anualizado, lo que condujo a la implementación del plan Austral: se depreció el peso y se cambió el signo monetario, a la vez que se incrementaron las tarifas públicas y los aranceles de exportaciones e importaciones con el fin de sanear el déficit fiscal. Se pensó en una combinación de ancla nominal mediante el uso del tipo de cambio, control monetario y de saneamiento de las cuentas fiscales.

Si bien el Plan Austral tuvo un inmediato impacto reduciendo fuertemente la inflación, fue durante un lapso muy corto de tiempo, ya que al mostrar las primeras inconsistencias entre política monetaria, fiscal y de ingresos esta tendencia se revirtió.

Hacia fines de la década del 1980, tras una nueva crisis de balanza de pagos tuvo lugar el primer episodio hiperinflacionario, alcanzando un pico de 5000% anualizado de incremento de precios durante el mes de junio de 1989. Este episodio terminó de debilitar al gobierno que anticipó su salida del poder.

Al año siguiente el nuevo gobierno impone el Plan Bonex, en un intento de enfrentar el fuerte déficit cuasifiscal, que consistía en un canje de los depósitos bancarios por títulos del gobierno. La huida de la moneda, desintermediación financiera y colapso de las cuentas públicas llevaron a nueva hiperinflación comenzada la última década del siglo XIX.

El alza de los precios durante el lapso entre 1976 a 1990 tuvo un promedio de 217% anualizado²¹. Los agentes económicos al convivir con una alta inflación buscan elementos de cobertura, tanto físicos como financieros. La dolarización generalizada como activos de reserva fue un proceso que perdura en la actualidad, y que al tener la característica de la liquidez es elegido por sobre los activos inmobiliarios.

En 1991 el gobierno en busca de reputación renuncia a la política monetaria autónoma estableciendo una nueva caja de conversión. Inspirado en el plan de estabilización adoptado por Alemania luego de la hiperinflación, la implementación de la Convertibilidad buscó una fuerte reducción de las expectativas fijando la paridad de peso argentino al dólar estadounidense; al mismo tiempo que se implementó una reforma a la Carga Orgánica del BCRA. Ambos instrumentos limitaban la posibilidad del fisco de financiarse vía emisión monetaria o devaluación de la moneda.

Ante la generalizada desconfianza en el sistema financiero, producto de las reiteradas medidas que se vienen enunciando, se creía que un sistema financiero dolarizado era el único camino para recuperar la intermediación financiera. Sin embargo esta dolarización implicaba la extensión del crédito en divisas a sectores productivos y agentes económicos, cuyos ingresos estaban denominados en pesos, esto dotaba de debilidad el esquema de la convertibilidad. Debilidades que se volvieron evidentes ante la crisis del tequila en 1995, la crisis asiática y rusa de 1997 y 1998.

Posteriormente tanto el sector público, que continuaba mostrando debilidades, como el privado continuaron acumulando pasivos externos mientras las condiciones financieras externas continuaban siendo favorables.

Ya en 2001, en un contexto de niveles de actividad colapsados y un fortalecimiento del dólar por las políticas restrictivas de Estados Unidos, el mercado comenzó a percibir el riesgo soberano de crédito. Así se sucedieron varios episodios: la imposición de restricciones a la salida de depósitos, el conocido corralito, fue la gota que rebasó el vaso. La regla de convertibilidad se abandonó y la moneda se depreció fuertemente, al momento que el gobierno declaró el default y debía hacerse cargo de compensar al sistema bancario por la pesificación asimétrica de activos y pasivos.

Aquí es importante destacar que desde el punto de vista del sistema financiero existía una vulnerabilidad muy importante que regía en el descalce de monedas asociados a la dolarización financiera. Deudores en dólares con ingresos asociados a la producción de bienes y servicios no transables que se encontraban sujetos al tipo de cambio. Un shock externo negativo, como el que se mencionó en el párrafo anterior, implicaba que una modificación del tipo de cambio reducía la capacidad de repago de estos deudores, incrementando la incobrabilidad de las deudas y la fragilidad del sistema financiero.

Un nuevo cambio de tendencia se estaba produciendo como respuesta a la crisis, que dejó enormes recursos ociosos de capital y trabajo. El contexto internacional acompañaba la recuperación cíclica, varias economías asiáticas se encontraban en un proceso de crecimiento, lo que impulsó fuertemente los precios de los commodities que propiciaron una mejora en los términos de intercambio.

El equilibrio en la balanza de pagos estaba acompañado de elevados superávits en las cuentas fiscales, explicadas fundamentalmente por las retenciones a las ventas externas.

²¹ Cortes Conde Roberto; Della Paolera Gerardo; Nueva historia económica de la Argentina; Buenos Aires; Argentina; Edhasa; 2018; Pág. 151

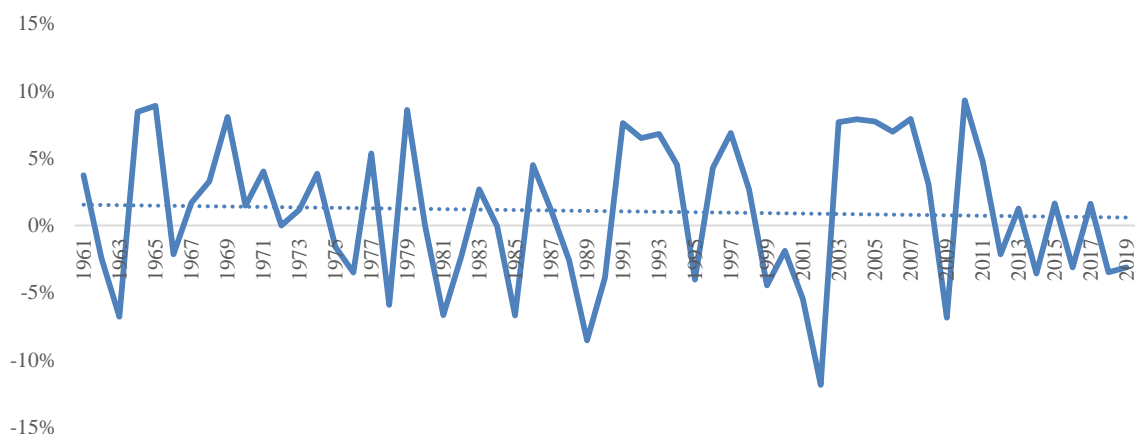
El intento del gobierno de prolongar la fase expansiva del ciclo condujo a un nuevo cuadro de desequilibrios agregados, subestimando el riesgo inflacionario que afloró nuevamente. Continuaron dedicando excedentes de recaudación a financiar el gasto público.

A medida que afloraba la presión inflacionaria, la tendencia de dolarización del sector privado comenzó a notarse, mientras se atrasaba el tipo de cambio, que se utilizaba como ancla nominal. Esto provocaría, nuevamente, una crisis en la balanza de pagos, a las que el gobierno respondió con mecanismos de controles cambiarios para reprimir el exceso de demanda de divisas. Esta incipiente crisis cambiaria, tuvo como resultado un cambio de gobierno que tomó como primera medida una devaluación.

El nuevo gobierno tuvo como bandera la desregulación financiera y la liberalización de la economía, en un intento por generar la confianza hacia los mercados externos para que fluyeran fondos hacia el país. Las altas tasas internas fomentaron los ingresos de capitales que generaron una balanza de pagos positiva en los años iniciales. Se eliminaron de los aranceles de exportación a la vez que la industria perdía protagonismo. El sector público y privado se endeudaban barato en dólares en el exterior. Las cuentas fiscales continuaron desequilibradas y eran compensadas con emisión de deuda.

Tal como sucedió en los procesos anteriores, el modelo se encontraba muy vulnerable y ante el comienzo del reflujo de los fondos se generó una desestabilización en la economía presionando sobre el tipo de cambio y la inflación.

Crecimiento del PIB per cápita (% anual)



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial.

De esta manera se finaliza un recorrido por la historia argentina, repaso que comenzó hacia mediados del siglo XIX, con varios fenómenos que ayudan a entender la situación del presente y a pensar en alternativas a futuro que evadan los errores sistémicos en las decisiones.

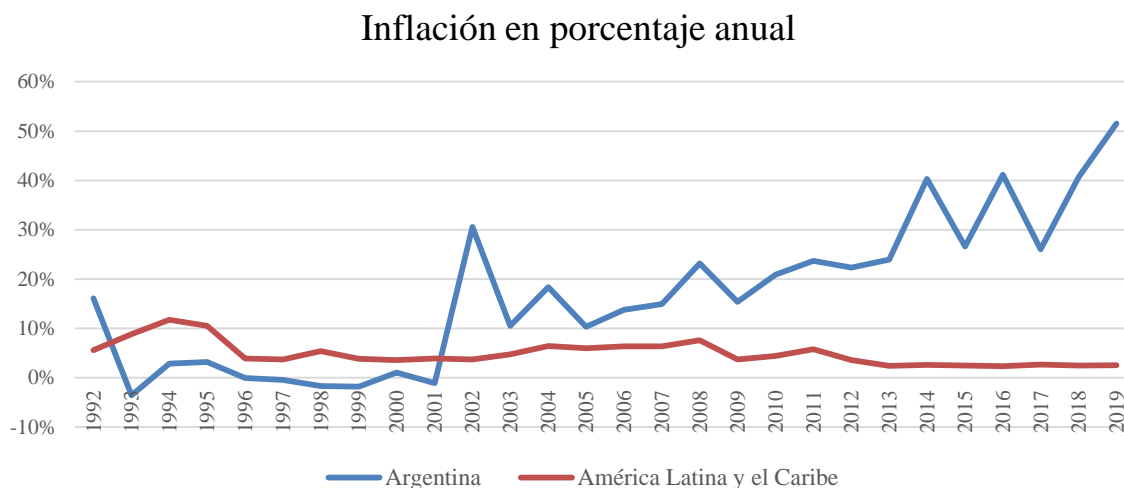
Se partió del desarrollo agropecuario, el rol de los inmigrantes y los incipientes modelos de acumulación de riqueza; el sistema monetario de convertibilidad que llegaba a su fin a medida que avanzaba la primera Guerra Mundial que comenzaba a mostrar el agotamiento del modelo.

Tras la gran depresión comenzaron una serie de medidas que dan nacimiento al Banco Central, época en la que comienzan a gestarse el nacimiento de la inflación. Hecho que acompaña, en mayor o menor medida, a la historia argentina.

La inflación alta reduce el ingreso de los trabajadores, genera inestabilidad cambiaria, disminuye la capacidad de ahorro y monetización, desalienta la inversión, produce pérdidas patrimoniales, aliente la indexación y el peso tiende a desaparecer²².

Los recurrentes problemas de desequilibrios fiscales que intentan resolverse temporalmente con emisión o endeudamiento externo frustran todo intento de desarrollo.

A continuación se muestra una gráfica de la inflación en Argentina respecto de América Latina y El Caribe desde el año 1992, a los fines de no distorsionarla con los altos valores mencionados anteriormente (valores que superan los 3000% anuales en el año 1989 por ejemplo).



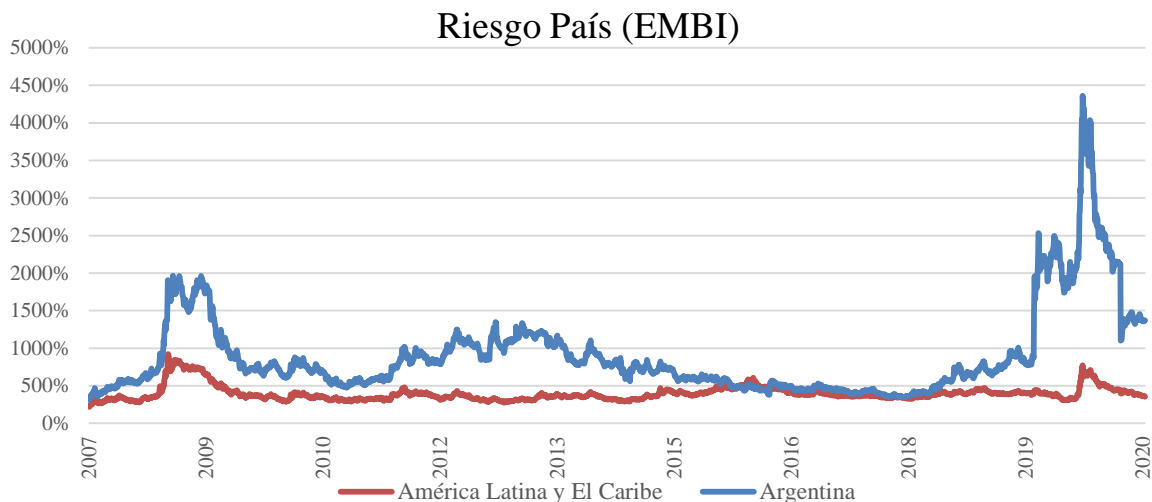
Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial.

Desde la hiperinflación, la respuesta macroeconómica a las fluctuaciones en la prima de riesgo argentino es fuerte²³. La prima de riesgo es el determinante fundamental de la performance de corto y largo plazo de la economía argentina, además de su distorsión más costosa. Mide la confianza que despierta el país en los mercados financieros internacionales como oportunidad de inversión. Históricamente fue asociada al riesgo cambiario y por lo tanto al riesgo de no pago de la deuda externa, pero actualmente se concibe como una medida del riesgo macroeconómico o sistémico.

²² Remes Lenicov Jorge; La inflación es una cuestión central a resolver para poder crecer; 2019.

²³ Avila Jorge C.; Riesgo Argentino y performance macroeconómica; Buenos Aires; Argentina; Universidad del CEMA; 2000. Pág. 102.

La prima de riesgo país es el determinante básico del PBI, el consumo y la inversión, es decir, del ciclo económico nacional. La volatilidad de la prima es capaz de explicar más del 90% de la volatilidad de las variables agregadas²⁴.



Fuente: Elaboración propia en base a JP Morgan. Emerging Markets Bonds Index (EMBI) es el principal indicador de riesgo país calculado por JP Morgan.

La distancia que toma el riesgo país argentino respecto del de sus vecinos, explica los ciclos que atraviesa el país. Todos los agentes económicos deben franquearlos para continuar en pie; las empresas no son la excepción y deben seguir intentando incrementar su valor en cualquier contexto, sin importar si son compañías extranjeras o locales.

Los problemas que se han descrito podrían resumirse en dos ejes centrales por un lado la inestabilidad de los precios relativos: la tasa de inflación, el tipo de cambio, las tarifas, los salarios y la tasa de interés deben estar en un nivel de que no tengan presiones y terminen desestabilizando todo el sistema; por el otro los equilibrios macro.

²⁴ Avila Jorge C.; Riesgo Argentino y performance macroeconómica; Buenos Aires; Argentina; Universidad del CEMA; 2000. Pág. 123.

5.2. Formas de organización empresarial

En el capítulo anterior se hizo un repaso de la historia económica del país, contexto en el que deben moverse todos los agentes de la economía. Es por esto que ahora el foco se centrará en el sector privado y sus formas de organización empresarial.

¿Qué clase de inversiones se deben hacer? ¿Cuáles serán las líneas de negocios? ¿Qué clase de maquinarias y equipos se necesitará? ¿Dónde se obtendrá el financiamiento de largo plazo para afrontar dichas inversiones? ¿Se pedirá dinero prestado o se invitará a otros propietarios a participar? ¿Cómo se administrará las operaciones financieras cotidianas?

Todas estas preguntas tienen una relación muy estrecha con el rol del administrador financiero, como así también el contexto micro en el que deben desenvolverse las empresas.

Una definición simple empresa podría plantearse como una organización de personas y recursos que buscan un beneficio económico con el desarrollo de una actividad en particular. Esta unidad productiva debe buscar el lucro y alcanzar una serie de objetivos marcados en su formación.

Existen muchas clasificaciones de las empresas:

- Según su actividad o mercado: Las del sector primario que se dedican sobre todo a la extracción de materias primas; las del secundario que transforman las materias primas en bienes; las del sector terciario o servicio y las del cuaternario que también son servicios, pero de tipo intelectuales.
- Según el origen del capital, donde aparecen las empresas públicas que dependen del capital estatal; las privadas que proceden de capital de particulares y las mixtas con participación tanto estatal como privado.
- Según el tamaño de la organización, que difiere según la cantidad de empleados y facturación. Se mencionan las microempresas, la pequeña, mediana y la gran empresa.
- Según la forma jurídica, que son la propiedad única, la sociedad y la corporación. Cada una con ventajas y desventajas en función de los objetivos que se planteen, la capacidad para reunir efectivo, sus características tributarias.

A continuación, se hará un repaso por las principales diferenciaciones de las formas de organización empresarial, según lo define Ross, Westerfield y Jordan²⁵.

5.2.1 Propiedad única

Tal como lo indica su nombre una empresa de propiedad única es de una sola persona. Es el tipo de empresa más sencillo de iniciar y es la forma de organización menos regulada. Es por esto que hay más empresas de este tipo que de cualquier otro. A medida que la empresa comienza a crecer generalmente van migrando hacia otro tipo de formato.

Bajo este tipo de formato no hay ninguna distinción entre el ingreso personal y el del negocio, de manera que todo el ingreso del negocio se grava como el personal. Es así por lo que el propietario se queda con el total de las utilidades, a la vez que tiene una

²⁵ Ross Stephen A., Westerfield Randolph W. y Jordan Bradford D.; Fundamentos de finanzas corporativas; México DF; México; McGraw-Hill Companies, Inc; Novena edición; 2010. Cap. 1.

responsabilidad ilimitada en las deudas del negocio. Esto permite que los acreedores puedan ir más allá de los activos del negocio, hasta los activos personales del propietario.

La vida de estas empresas está ligada al límite que propone la vida misma del propietario; de la misma manera el capital que se alcanza está atado a la riqueza personal del propietario. Esta limitación muchas veces genera un techo para el crecimiento de la empresa debido al capital insuficiente. Asimismo, la transferencia de la propiedad de la empresa requiere de la venta de todo el negocio.

5.2.2 Sociedad colectiva

Este formato tiene algunas características distintas a la de propiedad única y la principal lógicamente es que hay dos o más socios o propietarios. Todos los socios participan de las ganancias y las pérdidas, a la vez que tienen una responsabilidad ilimitada en todas las deudas de la sociedad. La forma en que se dividen las ganancias y pérdidas de la sociedad se describe en el estatuto social o en el acta constitutiva.

En una sociedad limitada, uno o más socios generales estarán al frente del negocio y tendrán una responsabilidad ilimitada, pero habrá uno o más socios limitados que no participarán de manera activa del negocio. Un socio limitado tiene responsabilidad en las deudas del negocio que se delimitan a su aporte a la empresa.

La constitución de estas sociedades es relativamente fácil y económico y estas se terminan cuando un socio general desea vender su parte o fallece. Todo el impuesto se grava como contribución personal para los socios y el techo del capital que se puede reunir es el que puedan aportar los socios.

Las desventajas de las sociedades colectivas son la responsabilidad ilimitada en las deudas del negocio por parte de los socios; la vida limitada de la empresa y la dificultad de transferir la propiedad. Esto se suma a la capacidad de crecimiento de esas empresas se restringe mucho a la imposibilidad de reunir efectivo por sus inversores.

5.2.3 Corporación

Se trata de una persona legal separada y distinta de sus propietarios, que cuenta con muchos de los derechos, obligaciones y privilegios de una persona real.

El acta de constitución o el estatuto social, establece, entre otras cosas, el nombre de la empresa, la vida proyectada y el número de acciones que puede emitir.

En las grandes corporaciones por lo general existe una separación entre los accionistas y los administradores. Son los accionistas quienes eligen a los administradores, quienes representan los intereses de los primeros.

Esta separación mencionada anteriormente presenta ciertas ventajas, entre las que se destaca la facilidad de la transferibilidad de acciones. Este tipo de empresas pueden pedir dinero prestado bajo su propio nombre, por lo que los accionistas poseen una responsabilidad limitada respecto de las deudas de las empresas, dicho límite es su propia inversión.

Estas ventajas que se detallaron brindan ciertas facilidades respecto del financiamiento. Por ejemplo, si una empresa comienza un sendero de crecimiento podría emitir y vender nuevas acciones para reunir nuevo capital.

Entre las desventajas se encuentra el doble gravamen, ya que al ser una persona legal diferente la empresa debe pagar impuestos; además las utilidades que se distribuyen entre los accionistas, sus dividendos, también son gravados.

La forma corporativa de organización tiene muchas variantes en todo el mundo. Las características esenciales de la propiedad pública y la responsabilidad son las mismas, pero claramente las leyes y regulaciones difieren de un país a otro. Estas empresas en muchos casos se conocen como empresas de sociedad por acciones, empresas públicas limitadas, sociedades de responsabilidad limitada o sociedades anónimas.

La supervivencia de las empresas, el evitar la quiebra y las dificultades financieras, la optimización de las ventas, la maximización de las utilidades, la minimización de los costos, son algunas de las metas de la administración financiera, que tienen como punto en común a la empresa, sin importar su forma. Toda empresa debe prestar atención a estas decisiones, aunque luego lógicamente difieran en cuanto a la complejidad de las estrategias de financiamiento y de inversión.

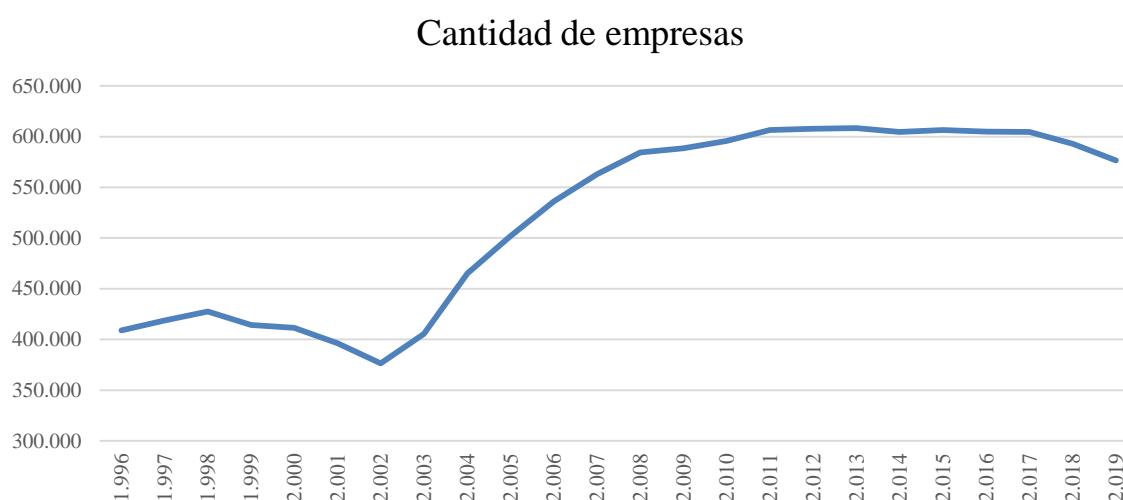
5.3. Las empresas argentinas: Características y evolución

En este capítulo se pondrá foco en las empresas en Argentina, su evolución desde 1996 hasta 2018, según información recabada del Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial (OEDE) del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social²⁶. Se intentará desmembrar el entrelazado empresarial del país, comprender las características de cada rubro económico en lo que refiere a tamaño de empresas, formas jurídicas, antigüedad y tramos de empleados.

La información que se expondrá a continuación comprende geográficamente a todo el país, e incluye a todas las ramas de la actividad económica, a excepción del servicio doméstico, los asalariados no registrados y los trabajadores por cuenta propia, patrones y trabajo familiar. Las empresas con participación accionaria privada y estatal se contabilizan dentro del sector privado.

Dicho esto, se aclara que sólo se menciona los sectores formales de la economía²⁷, que se estima alcanzan los 7 millones de puestos de trabajo declarados, lo que se condice con unas 600.000 empresas pertenecientes al total de la economía.

La otra cara de la moneda es que en Argentina se estima que existen alrededor de 4 millones de trabajadores²⁸ que se desarrollan en sectores informales. Dato para nada depreciable, pero que no alcanza el presente análisis.



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Trabajo; OEDE; Estadísticas e indicadores Nacionales.

En primer lugar, y en consonancia con lo desarrollado en el primer Capítulo del desarrollo, se puede ver que la cantidad de empresas lógicamente acompañan el ciclo económico. Tras cuatro años, de 1999 a 2002, con cierres de empresas en 2003 la economía tiene un rebote y comienza un ciclo de crecimiento económico que se extiende hasta 2008 y que es acompañado por una recuperación del mercado laboral y de nuevas empresas. A partir del 2009 la variación en la cantidad de empresas tiende a cero y ya en 2018 comienza nuevamente un ciclo decreciente.

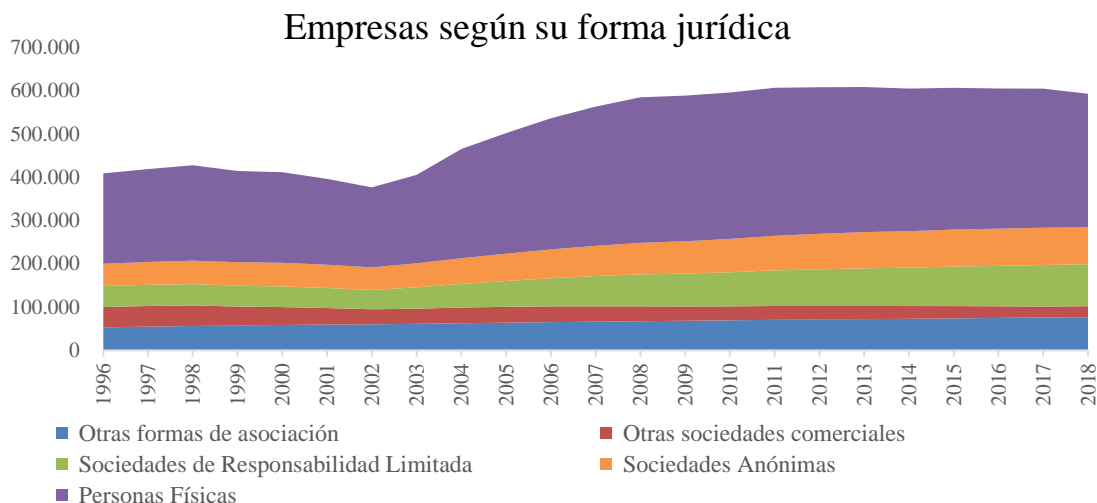
²⁶ Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social - <http://www.trabajo.gov.ar/estadisticas/oede/estadisticasnacionales.asp>.

²⁷ En base a los registros del Sistema Integrado Provisional Argentino (SIPA).

²⁸ Así lo afirmó el Ministro de Producción y Trabajo de la Nación Argentina, en el VI Seminario para la economía informal, de la Organización Internacional de Trabajo.

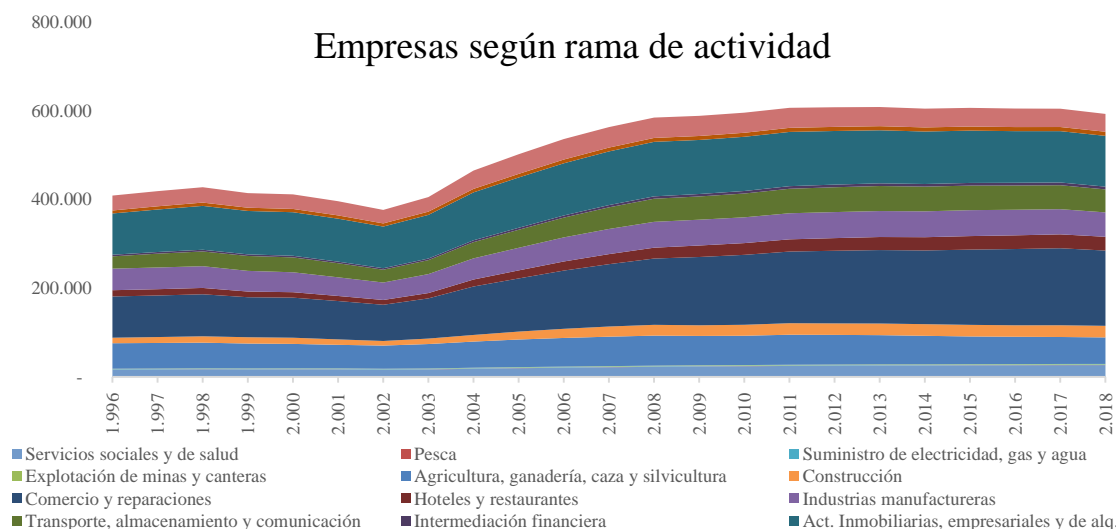
Siguiendo con la lógica del capítulo anterior, donde se desarrollaron las formas de organización empresarial, se puede ver en el siguiente gráfico que las empresas de propiedad única o persona física son las más flexibles, tanto en las caídas como en los procesos de recuperación.

En el año 2002 había 184.712 empresas activas de personas físicas, mientras que en el pico del 2011 ese número casi se había duplicado alcanzando las 341.881 empresas. Las Sociedades de Responsabilidad Limitada, también notaron un crecimiento para el período pasando de 44.623 a 82.308.



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Trabajo; OEDE; Estadísticas e indicadores Nacionales.

Tal como se mencionó antes, otra clasificación de las empresas es según su rama de actividad económica.



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Trabajo; OEDE; Estadísticas e indicadores Nacionales.

Del gráfico anterior se sacan algunas conclusiones respecto de la evolución de los distintos rubros de la economía.

En principio las ramas relacionadas con el sector primario de la economía tienden a caracterizarse por cierta tendencia lateral en la variación de empresas. Se pueden enunciar las ramas como la agricultura, ganadería, caza, silvicultura, pesca, explotación de minas y canteras, siendo las primeras las que tienen mayor presencia.

Por otro lado, se encuentran los demás sectores que son más procíclicos. Acá se destacan por su protagonismo los comercios y las actividades inmobiliarias y empresariales. También

tienden a seguir al ciclo económico las demás actividades del sector secundario y terciario, como por ejemplo la construcción, hoteles, transporte, servicios financieros.

Las empresas pueden agruparse según su tamaño. El Ministerio de Trabajo y Producción establece topes máximos de ventas totales anuales según su rama de actividad, atendiendo a diferencias sectoriales en la productividad media del trabajo y a las pautas por el país establecidas para la aplicación de políticas. La Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa, a través de la Resolución N° 220/2019 (que deroga la Resolución 24/2001) establece los niveles máximos de ventas al año para cada categoría de empresa: micro, pequeña, mediana y gran empresa, según el sector en el que desarrollan su actividad.

Categoría	Sector de Actividad				
	Construcción	Servicios	Comercio	Industria y minería	Agropecuario
Micro	19.450.000	9.900.000	36.320.000	33.920.000	17.260.000
Pequeña	115.370.000	59.710.000	247.200.000	243.290.000	71.960.000
Mediana tramo 1	643.710.000	494.200.000	1.821.760.000	1.651.750.000	426.720.000
Mediana tramo 2	965.460.000	705.790.000	2.602.540.000	2.540.380.000	676.810.000

Fuente: Mediante Resolución 69/2020, la SEPyME actualizó los parámetros de ventas totales anuales que definen a las MiPyMES según Resolución 220/2019; Anexo IV: A Límites de ventas totales anuales expresados en pesos (\$).

Estos tramos por topes de ventas anuales ponen en evidencia las fuertes diferencias entre los distintos sectores, industria, comercio y servicio, por ejemplo. Que a su vez tienen profundas diferencias hacia el interior de cada sector.

Esta norma también establece los topes de personal ocupado que determinan si la empresa es Micro, Pequeña o Mediana:

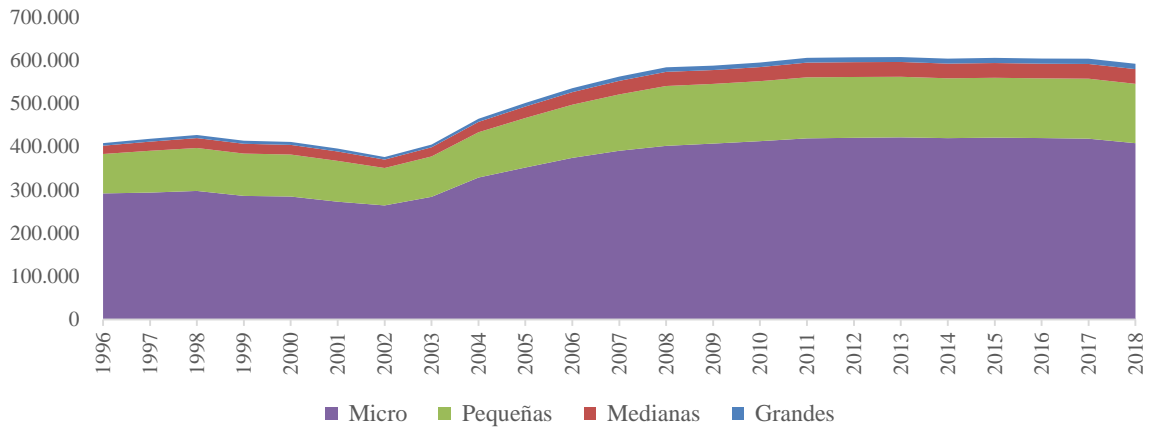
Tramo	Actividad				
	Construcción	Servicios	Comercio	Industria y minería	Agropecuario
Micro	12	7	7	15	5
Pequeña	45	30	35	60	10
Mediana tramo 1	200	165	125	235	50
Mediana tramo 2	590	535	345	655	215

Fuente: Resolución 220/2019; Anexo IV: B Límites de personal ocupado.

La tercera consideración que establece la Resolución 220/2019 en su Anexo IV es el límite de activos de las empresas expresados en pesos, tope que asciende a \$193.000.000

En cuanto a la cantidad de empresas según estas características que se mencionaron en estos últimos cuadros, se expone el siguiente gráfico. Muestra el predominante protagonismo de las micro en la cantidad de empresas que es levemente superior al 70%. Las pequeñas empresas tienen una importante participación de la torta aportando poco más del 22%, y las medianas y grandes empresas representan un 5% y 1,5%, respectivamente. Esta tendencia se mantuvo sin grandes cambios a lo largo del período 1996 a 2018.

Empresas según tamaño



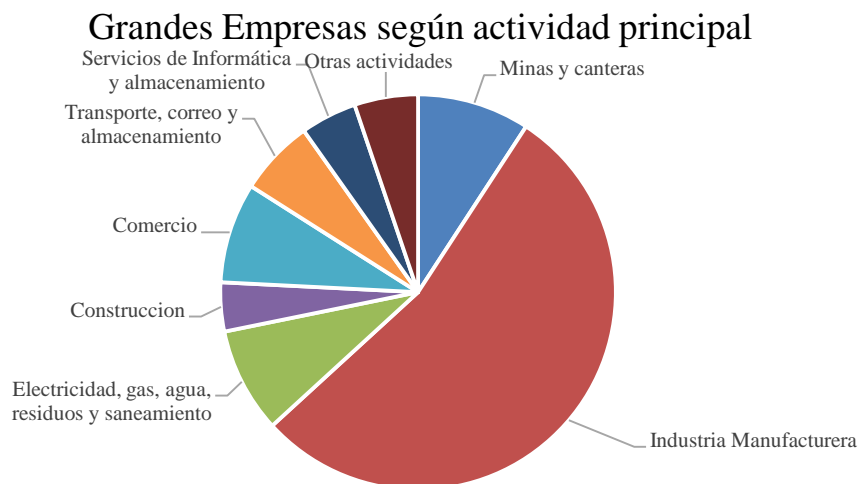
Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Trabajo; OEDE; Estadísticas e indicadores Nacionales.

La menor cantidad de empresas del país son grandes, sin embargo, aportan gran parte del producto. Con el fin de caracterizar a las grandes empresas, se accedió a la Encuesta Nacional a Grandes Empresas del año 2018, que selecciona a las 500 empresas más grandes del país en base al valor bruto de producción, el cual delimita su tamaño.

La Encuesta Nacional a Grandes Empresas incluye en su panel empresas que tienen como actividad principal la minería, la industria manufacturera, el suministro de electricidad y gas, el suministro de agua, gestión de residuos y saneamiento público, la construcción, el comercio, la actividad de transporte, el correo y almacenamiento, los servicios de información y comunicaciones, y otras actividades. Esta encuesta excluye a las empresas cuyas actividades principales son agropecuarias, financieras o de servicios personales.

Este grupo de empresas explican gran parte del producto. Representaron el 25,5% del total nacional en términos de valor bruto de producción, mientras que el valor agregado bruto ascendió a 19,2% para el año 2018.

A continuación, se muestra la cobertura sectorial de estas empresas.



Fuente: Elaboración propia en base a Encuesta Nacional a Grandes Empresas. Año 2018. INDEC.

Tal como se refleja en la torta más de la mitad la explica la industria manufacturera que, en el año 2018, se explica con el 37% por la industria de alimentos, bebidas y tabaco; los combustibles, químicos y plásticos representaron 29%; la industria de maquinarias, equipos y vehículos representó 16% del total, entre los más destacados.

5.4. Micro, pequeña y mediana empresa

En este capítulo se hará un repaso por las principales características de las empresas que son el objeto de análisis del trabajo, se comenzará por una evaluación del contexto en América Latina en contraposición de lo que ocurre en la Unión Europea para luego desembocar en Argentina.

5.4.1 América Latina y Unión Europea

Las micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMes) son una parte esencial en el entramado empresarial en América Latina, tanto por su participación en el número total de empresas como se analizó anteriormente como en la creación de empleo. En este territorio se caracterizan por tener una estructura productiva heterogénea y la especialización en productos de bajo valor agregado, que influyen fuertemente en su desempeño a la vez que generan una brecha de productividad entre sí y con las grandes empresas como una baja participación en las exportaciones. Esta heterogeneidad es una de las causas de la fuerte desigualdad social de Latinoamérica.

La capacidad de empleo que tienen las MiPyMes, se contrapone con la contribución al producto bruto interno regional es de tan solo el 25%, diferencia muy importante contra los países de la Unión Europea (UE) donde alcanzan en promedio el 56%²⁹.

Esta heterogeneidad lleva a que en un extremo se encuentren microempresas cuya creación responde a necesidades de autoempleo y que a menudo se encuentran en una situación de informalidad, mientras que en el otro hay pymes de alto crecimiento que se caracterizan por su dinamismo, tanto en facturación como en la creación de puestos de trabajo. Estas empresas más dinámicas son las que aportan a las diferentes economías latinoamericanas un aumento de la productividad mediante la incorporación de nuevas tecnologías, impulsando un cambio estructural, creando aglomeraciones productivas y contribuyendo a la inclusión social.

A diferencia de lo que sucede en la UE, en América Latina no hay un acuerdo sobre la definición de MiPyMe. Ante un mercado común muy poco desarrollado, en el que la integración económica es aún incipiente, y los diferentes contextos nacionales, económicos, sociales y productivos explica la diversidad de las clasificaciones de las empresas según cada país.

En la mayoría de los países de Latinoamérica no existe un registro sistemático de las características y el desempeño de las empresas. Argentina, con el Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial del Ministerio de Trabajo, y Ecuador, mediante el Laboratorio de Dinámica Laboral y Empresarial del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, parecen ser las excepciones con sistemas de información que se basan en registros administrativos que permiten un monitoreo permanente de las empresas formales del país que permite estudiar aspectos relevantes para el diseño de políticas que fomenten a las MiPyMes.

En Brasil el Ministerio de Trabajo mediante su sistema de seguridad social registra los datos que luego analiza el Instituto Brasileño de Geografía y Estadísticas. Mientras que en Chile

²⁹ Dini M. y Stumpo G.; MiPyMes en América Latina: un frágil desempeño y nuevos desafíos para las políticas de fomento; Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL); 2018. Pág. 11.

el Servicio de Impuestos Interior el que recopila y publica las estadísticas relevantes por tamaño de empresa.

Estos países parecieran ser los únicos que reúnen de manera metódica información relevante de las empresas. En el resto de los países la información resulta incompleta, no representativa y no permite realizar análisis a través de los años debido a cambios metodológicos sucesivos.

Esto anterior concluye en que en América Latina no se ha conformado un sistema estadístico que reúna información sobre empresas, cada país lleva sus propios registros de manera independiente. Esta diferencia es crucial con la UE que dispone de la Oficina Europea de Estadística, más conocida como Eurostat, que es la oficina que produce datos sobre la región y promueve la armonización de los métodos estadísticos de los estados miembros.

Para continuar con el contexto sobre Latinoamérica para luego ir en profundidad sobre Argentina, las MiPyMes representan el 99,5% de las empresas de la región y en su mayoría son microempresas alcanzando el 88,4% del total. Esta distribución relativamente estable es representativa a lo largo de la última década con un alza de las pequeñas y medianas empresas compensada con una reducción de las microempresas.

Las bajas barreras a la entrada favorecen la proliferación de las empresas de tamaño reducido, y en muchos casos responden más a estrategias de autoempleo y sobrevivencia económicos que a un verdadero proceso de desarrollo empresarial. En gran parte esto explica la mayoritaria presencia de microempresas en todos los sectores de la economía.

Según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en América Latina los tres sectores de mayor productividad son el de minería, electricidad, gas y agua e intermediación financiera, seguidos por la industria y transporte y telecomunicaciones. De esta manera se denota una orientación a la especialización de las empresas de menor tamaño hacia actividades de baja productividad.

La heterogeneidad productiva de la región permite inferir que una cantidad baja de empresas de alta productividad concentra gran parte del PIB regional, mientras el resto de las empresas se encuentra desarrollando actividades cuyo desempeño es bastante pobre.

De todo lo anterior se puede concluir que debido a la elevada heterogeneidad de la estructura productiva en Latinoamérica las MiPyMes concentran sólo el 24,6% de la producción, pese a representar el 61,2 del empleo y el 99,5% de las empresas³⁰. Estas empresas operan generalmente en mercados locales, lo que las hacen muy dependientes de la demanda interna.

Como se pudo leer entrelíneas en los párrafos anteriores, la situación en la UE es muy distinta, donde las MiPyMes representan más de la mitad del valor agregado y pueden llegar a generar más de la mitad de las exportaciones. En la UE la diferencia de desempeño entre los distintos segmentos de empresas que forman MiPyMes, así como entre las grandes y medianas empresas es muy inferior a lo que ocurre en América Latina y que se comentó previamente.

En los países de la UE muchas MiPyMes se encuentran articuladas entre sí, formando parte de cadenas de proveedores de grandes empresas nacionales y extranjeras, y por lo general no compiten con los productos de fabricación masiva de las grandes empresas. Esta especialización impone mayores exigencias técnicas y empresariales. Estas articulaciones productivas resultan bastante escasas en América Latina.

³⁰ Dini M. y Stumpo G.; MiPyMes en América Latina: un frágil desempeño y nuevos desafíos para las políticas de fomento; Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL); 2018. Pág. 20.

Tal como se argumentó antes las MiPyMes representan la mayoría de las empresas y del empresariado de Latinoamérica, con un importante aporte al empleo, pero con una baja productividad en el caso de las pymes y extremadamente baja en el caso de las microempresas. Esto impacta en la productividad promedio del total de estas economías explicando gran parte de la brecha entre estas economías y los países más desarrollados.

5.4.2 Argentina

Como se mencionó algunos párrafos atrás, las MiPyMes en Latinoamérica está muy ligada al ciclo económico de cada país y Argentina no es la excepción.

En Argentina el Ministerio de Desarrollo Productivo define a MiPyMe como a una micro, pequeña o mediana empresa que realiza sus actividades en el país, en alguno de estos sectores de servicios, comercial, industrial, agropecuario, construcción o minero. Como se mencionó anteriormente, puede estar integrada por una o varias personas y su categoría se establece de acuerdo con la actividad declarada, a los montos de las ventas totales anuales o a su cantidad de empleados.

Durante las fases de industrialización sustitutiva de importaciones, años en los que el estado estuvo muy presente a través de sus políticas de industrialización, pero por sobre todo de protección del mercado interno, favorecieron el crecimiento de numerosas empresas pequeñas.

Hacia finales de la década de 1970 una parte importante de la estructura productiva sintió las consecuencias de la crisis y se produjeron importantes cierres de unidades productivas. Durante los primeros años de la década del 1990 con la implementación de la convertibilidad y reformas que impulsaron la apertura, muchos insumos comenzaron a importarse, y el tejido de las empresas más pequeñas se fue transformando hacia comercializadores de productos importados o con un alto contenido de insumos importados.

Hacia fines de la década del 1990 y principios de la siguiente, la economía argentina atravesó una severa crisis, que tal como se muestra en el gráfico del capítulo anterior condujo a la destrucción de más de 48.000 empresas, de las cuales el 99,9% eran MiPyMes.

Luego de la crisis el entramado empresario tuvo un importante crecimiento, en el que las MiPyMes tuvieron un papel destacado. En consonancia con lo comentado antes, la recuperación del mercado interno fue el principal factor de impulso, ya que el saldo exportador continúa siendo un déficit de las MiPyMes.

Lejos del dinamismo de la etapa anterior, ya a partir de 2012 la economía argentina ingreso en una fase de estancamiento, por lo que la cantidad de empresas y el empleo de las MiPyMes copió dicha tendencia, manteniéndose relativamente estables durante estos años.

El cambio de gobierno ocurrido hacia fines de 2015 introdujo modificaciones relevantes en materia de política económica, sin embargo, no pudo modificar dicha tendencia, inclusive en algunos años se evidenció una caída en el nivel de actividad y empleo, con su consecuencia sobre la masa empresarial.

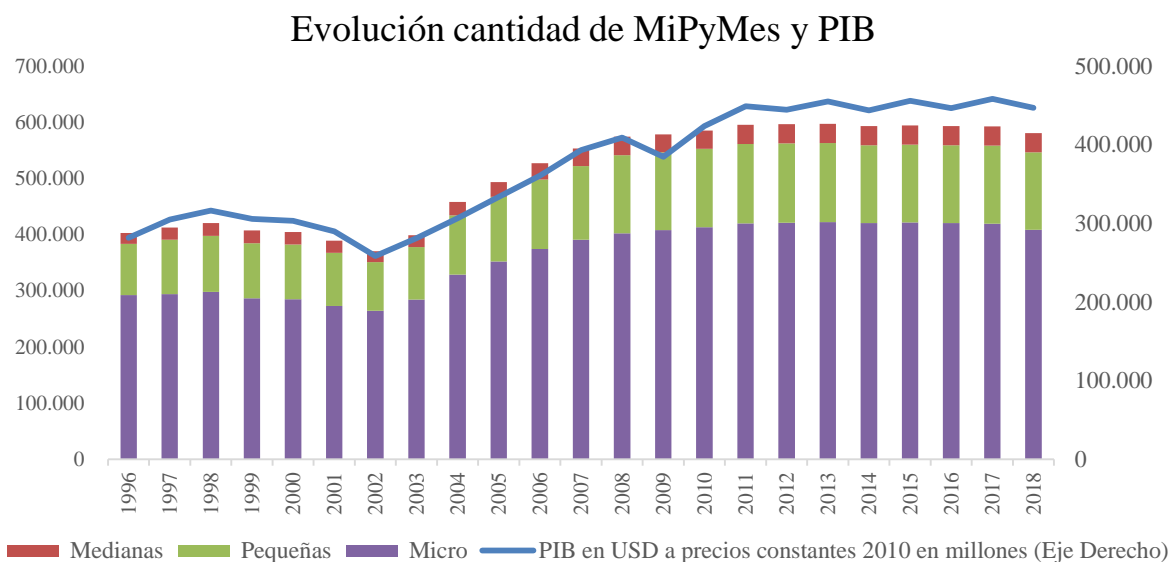
La elevada heterogeneidad de la estructura productiva en Latinoamérica de las MiPyMes se replica en Argentina. Las brechas salariales entre segmentos de tamaños de las empresas hacen eco de esta situación. Por ejemplo, una firma mediana paga salarios equivalentes al 65% al que pagan las grandes empresas, mientras que las pequeñas empresas pagan salarios equivalentes al 50% de las grandes empresas, en tanto las microempresas poseen niveles salariales equivalentes al 40/44% de las empresas de mayor tamaño.

Se puede seguir con la lógica de América Latina, ya que Argentina tampoco escapa al papel de las MiPyMes en las exportaciones.

Históricamente en el país las exportaciones han estado ligadas al sector primario y al complejo agroindustrial. Sin embargo, en las últimas décadas la presencia del sector manufacturero ha venido en aumento. Se ha comentado anteriormente la fuerte concentración de las grandes empresas en el producto interno bruto, patrón que se repite en las exportaciones.

La estructura social de las exportaciones de las MiPyMes se fundamenta en la rama de los químicos y plásticos, madera y papel y textil e indumentaria. En el complejo metalmecánico comienza a verse una presencia de las pymes en la rama automotriz compensada con una mayor participación en bienes de capital. También existen nichos exportadores en los sectores de alto contenido tecnológico, fundamentalmente en industrias de bienes de capital y la rama farmacéutica.

Para continuar con la vida de las MiPyMes, a continuación, se grafica la evolución del PIB de Argentina paralelamente con la evolución de la cantidad de MiPyMes, donde se puede apreciar la relación entre estas variables.



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Trabajo; Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial (OEDE); Estadísticas e indicadores Nacionales y Banco Mundial.

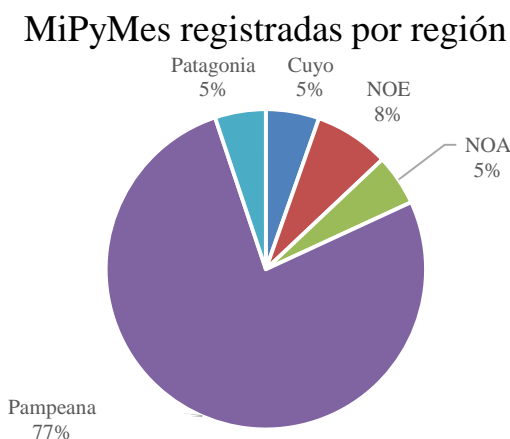
Según el Ministerio de Desarrollo Productivo para inicios de 2020 existían 540.954 MiPyMes registradas vigentes³¹, por lo que la tendencia para los años desde que finaliza la información de la OEDE mostrada en el gráfico anterior podría estimarse que tiende a caer. Según información de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) de empresas registradas empleadoras y no empleadoras inscriptas en el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y estimaciones de la Secretaría de Transformación Productiva y de la Secretaría de Emprendedores y PyMEs en base a la composición sectorial de empresas por provincia y datos de la AFIP, el Ministerio de Desarrollo Productivo afirma que las MiPyMes registradas representan la mitad del total, con lo cual infiere que existen un total de 1.066.347 MiPyMes en Argentina.

³¹ Ministerio de Desarrollo Productivo - <https://www.produccion.gob.ar/pymesregistradas/> - Julio 2020.

Los sectores que mayor cantidad de empresas suman son el de servicio con el 34%, y el comercio con el 28%, mientras que los siguen la industria y el agropecuario, con el 17 y 15% de participación respectivamente. En tanto la construcción aporta el 5% de las empresas al país, mientras que la minería es el que menor participación tiene, con el 0,2% del total.

5.4.3 Distribución geográfica

La información volcada en los párrafos precedentes al desagregarse por regiones muestra importantes disparidades:



Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Desarrollo Productivo; PyMEs registradas.

La región pampeana es la que tiene mayor protagonismo en cuanto a la cantidad de MiPyMes.

Se estima que en Argentina una de cada dos MiPyMes está registrada formalmente. Este patrón se mantiene para todo el país, a excepción de la zona del Noroeste Argentino (NOA) que asciende a 67%.

A continuación, se hará un repaso por cada una de las regiones del país y su composición por sectores.

Región	Empresas / Sector	Industria	Agropec.	Comercio	Servicio	Construc.	Minería	TOTAL
Pampeana	Registradas	76.704	65.274	115.624	137.558	19.624	372	415.156
	Total	146.566	126.903	228.025	286.130	41.577	791	829.992
	% de registradas	52%	51%	51%	48%	47%	47%	50%
	Participación por sector	18%	15%	27%	34%	5%	0%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Desarrollo Productivo; PyMEs registradas.

La zona pampeana es la más rica del país y ello explica o es explicado en gran parte por la cantidad de MiPyMes que tiene, que representan un 77% del total de MiPyMes activas del país. Los servicios y el comercio representan más del 60% de las MiPyMes de la región, seguidos por la industria y los agropecuarios, con el 18% y 15%, respectivamente. Completan los sectores la construcción y la minería con un aporte menor.

La provincia de Buenos Aires aporta la mayor cantidad de empresas, seguido por CABA con un protagonismo de los servicios con el mismo peso que los demás sectores. Córdoba y Santa Fe tienen distribuciones similares y cercanas al promedio de la región, dejando más rezagada la participación de La Pampa, en la que el sector agropecuario tiene una incidencia bastante mayor que la media de la región. Ver Anexo 6.1.1. para mayor detalle.

Región	Empresas / Sector	Industria	Agropec.	Comercio	Servicio	Construc.	Minería	TOTAL
NOE	Registradas	6.556	9.441	13.729	9.428	1.749	74	40.977
	Total	12.210	18.345	26.854	19.383	3.644	155	80.591
	% de registradas	54%	51%	51%	49%	48%	48%	51%
	Participación por sector	15%	23%	33%	24%	5%	0%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Desarrollo Productivo; PyMEs registradas.

La región del NOE aporta 40.977 MiPyMes activas al territorio nacional, casi un 8%. Entre Ríos es la provincia que aporta prácticamente el 50% de las MiPyMes de la región. Misiones, Corrientes y Chaco, con una contribución a la región promedio del 15% cada una, mientras que por último la provincia de Formosa con 2.133 MiPyMes es la más rezagada de la región.

Se mantiene una distribución de los sectores relativamente homogénea en todas las provincias de la región, siendo en promedio la construcción el pionero con un 33%, seguido por los servicios y el agro con un 23/24%. La industria contribuye con un 15% de MiPyMes, mientras que la construcción y la minería, con un 5% y casi 0%, completan la participación. La excepción a esta distribución es Formosa, que con una participación casi del 50% de las empresas del comercio, seguidos por los servicios por un 27%. Ver Anexo 6.1.2. con información pormenorizada.

Región	Empresas / Sector	Industria	Agropec.	Comercio	Servicio	Construc.	Minería	TOTAL
Cuyo	Registradas	4.988	4.561	8.409	9.264	1.799	137	29.158
	Total	9.584	9.346	6.819	9.365	3.744	298	59.156
	% de registradas	52%	49%	50%	48%	48%	46%	49%
	Participación por sector	16%	16%	28%	33%	6%	1%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Desarrollo Productivo; PyMEs registradas.

La región del Cuyo aporta 29.158 MiPyMes formales al territorio nacional, con un 5,4%. Mendoza resulta ser la provincia más dinámica aportando 10.580 empresas, un 67,13% del total de la región. San Luis y San Juan muy por detrás tienen una participación menor en la región sumando un 15 y 14% de empresas activas, respectivamente. La Rioja aporta el 8% restante a la región, con un total de 1.163 de MiPyMes formales.

Se observa que la provincia con menor cantidad de empresas registradas de la región son en su mayoría comercios, al igual que lo que ocurre en la región NOE con Formosa.

Si bien la participación por sectores copia bastante a lo que ocurre en Mendoza por ser la que mayor cantidad de empresas aporta, San Luis y San Juan tienen una participación similar en donde predominan los servicios y la construcción, con un 33% y 28%, correspondientemente. La industria y el sector agropecuario acompañan con un 16%, quedando por último la construcción y minería.

En esta región las actividades están íntimamente ligadas al cultivo de uva o vid, y es reconocida por la excelencia de sus uvas y su producción vitivinícola. En las provincias de Mendoza y San Juan se centraliza el mayor porcentaje de bodegas y viñedos del país. Ver Anexo 6.1.3. para visualizar datos desfragmentados de la región de Cuyo.

Región	Empresas / Sector	Industria	Agropec.	Comercio	Servicio	Construc.	Minería	TOTAL
Patagonia	Registradas	3.390	2.025	8.853	11.643	1.600	287	27.798
	Total	6.359	4.000	17.618	23.347	3.328	598	55.250
	% de registradas	53%	51%	50%	50%	48%	48%	50%
	Participación por sector	12%	7%	32%	42%	6%	1%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Desarrollo Productivo; PyMEs registradas.

La región de la Patagonia aporta 27.798 MiPyMes activas al territorio nacional, poco más que un 5%. Río Negro, Neuquén y Chubut son las protagonistas aportando el 30%, 27,6% y 24% de las MiPyMes de la Patagonia, respectivamente. En tanto Tierra del Fuego y Santa Cruz rondan una participación entorno al 9% cada una.

La participación de la Patagonia a la economía nacional se enfatiza en materia energética, liderada por las grandes empresas. Esta región genera el 84% de la producción petrolera del país, opera la cuarta parte de la potencia eléctrica instalada, y extrae casi el 80% del total del gas nacional. Esto explica que las MiPyMes se concentren en los servicios con un 42% de aglomeración en este sector, seguido por el comercio que aporta un 32% de empresas activas de estas dimensiones. Se amplía esta información en el Anexo 6.1.4.

Región	Empresas / Sector	Industria	Agropec.	Comercio	Servicio	Construc.	Minería	TOTAL
NOA	Registradas	2.708	3.333	14.024	6.468	1.225	107	27.865
	Total	5.009	6.353	14.406	12.835	2.533	222	41.358
	% de registradas	54%	52%	97%	50%	48%	48%	67%
	Participación por sector	12%	15%	35%	31%	6%	1%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Desarrollo Productivo; PyMEs registradas.

La provincia de Catamarca aporta la mayor cantidad de empresas, seguido por Tucumán y Salta, con una participación del 29%, 26% y 23%, respectivamente, sobre el total de MiPyMes del NOA que asciende a 27.865. En Catamarca predomina el comercio de manufacturas artesanales con fibras de llamas y ovejas, mientras que en Tucumán todo se desarrolla en torno a la cosecha de caña de azúcar y la elaboración de azúcar. En Salta predomina la producción vitivinícola. Santiago del Estero y Jujuy completan la región, aportando un número menor de MiPyMes, entorno al 12% y 10%, correspondientemente.

La región del NOA comparte con el NOE la predominación del sector del comercio como principal creador de MiPyMes, en este caso con una participación del 35% de las 27.865 de las empresas de estos tamaños de la región. Los servicios también son protagonistas con un 31% de MiPyMes. El sector agropecuario y la industria aportan un 15% y 12%, respectivamente. La construcción y minería se comporta en línea con la media nacional. En el anexo 6.1.5. se profundiza la información de la región del NOA.

5.4.4 Plano Institucional

En este segmento se enunciarán y se hará un pequeño recorrido por las organizaciones o entidades que se involucran en la vida de las MiPyMes en todo el territorio argentino. En primer lugar, se presentarán las instituciones públicas, para luego mencionar a los principales actores privados.

- Secretaría de Emprendedores y Pequeñas y Medianas Empresas (SEPYME)
Cruzando la media de la década del 1990 se extendía en América Latina una tendencia orientada a generar políticas hacia las empresas de menor tamaño. En 1997 en Argentina se creó la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa o SEPYME, que ya fue mencionada en varias ocasiones previamente. Desde su creación dependía de Presidencia, pero tras pasar por el Ministerio de Economía varios años, terminó dependiendo del Ministerio de Desarrollo Productivo.

Desde esta secretaría se implementan programas para fomentar el nacimiento de nuevas empresas, y el crecimiento de las MiPyMes a través de facilitar el acceso al crédito, capacitación y asistencia técnica y para la conformación de aglomerados productivos.

Si bien sus recursos dependen del presupuesto del Ministerio, también administra recursos provenientes de organismos internacionales, principalmente del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

- Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica (ANPCyT)

Es un organismo que depende del Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación, y que tiene como misión la promoción de la investigación científica, la generación de conocimiento y la innovación tecnológica, con el fin de mejorar el perfil productivo de las MiPyMes y la población en general.

- Instituto Nacional de Tecnología Industrial (INTI)

El instituto fue creado en 1957 y depende del Ministerio de Desarrollo Productivo de la Nación, con la misión de fortalecer la competitividad de la de la industria nacional a través del desarrollo y la transferencia de tecnología para la generación de innovaciones. A su vez contribuye a asegurar la calidad en las mediciones relacionadas con el cuidado del ambiente, la salud, los alimentos, la seguridad pública, la equidad en el comercio y la calidad de la producción industrial.

- Instituto Nacional de Tecnología Industrial (INTA)

Este organismo fue creado un año antes que el INTI, y tiene a su cargo la provisión de servicios tecnológicos para el sector agropecuario. Ha participado en diversos desarrollos tecnológicos en sectores tales como la maquinaria agrícola y biotecnología que han tenido aplicaciones en el campo argentino.

- Sociedad de Garantía Recíproca (SGR)

Las SGR son un jugador fundamental cuando a financiamiento se refiere. Operan con el sistema bancario y con el mercado de capitales, donde, como se profundizará más adelante, han tenido un peso muy importante en el desarrollo de varios instrumentos de financiamiento, como los cheques de pago diferido y en menor medida las obligaciones negociables. La SEPYME cumple el rol de dar impulso y regular el funcionamiento del sistema de SGR.

Su objetivo es generar un esquema de avales para mejorar el acceso a las condiciones de acceso de las MiPyMes. Funciona con un esquema de exenciones impositivas para las empresas e inversores privados que realicen aportes al fondo de riesgo de las SGR que les permite disponer de recursos para avalar financiaciones a MiPyMes. En los próximos capítulos se profundizará el rol de las SGR.

En el Anexo 6.2. se adjunta listado de SGR del país, según registros del BCRA, ente regulador. 34 de las 40 SGR listadas según el BCRA operan en CABA, dos en Córdoba, una Buenos Aires, otra en Corrientes, una en Mendoza y una en Santa Fe.

- Unión Industrial Argentina (UIA)

Dentro de los actores privados es la principal entidad empresarial del país vinculada con el sector industrial fundada en 1887. La UIA nuclea cámaras sectoriales como regionales y provinciales, entre las que se destacan la automotriz, metalúrgicos, alimenticia, química y petroquímica, entre otras. Su conducción tiene presencia de ejecutivos de grandes empresas, y en menor medida, de representaciones de menor tamaño, de la misma manera se distribuye su acompañamiento, que se enfoca en las empresas de mayor tamaño.

Entre sus principales acciones se destacan el apoyo al empresario mediante la vinculación tecnológica, articulando proyectos de modernización productiva y tecnológica, el asesoramiento mediante programas de eficiencia energética para pymes, programas de cooperación orientados en la detección de oportunidades de inversión, de consorcios de exportación, diseño y transferencia de experiencia industrial japonesa.

- Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME)

Este organismo es la entidad más importante en materia de representatividad pyme y representa más de 1.500 federaciones, cámaras, centros y uniones de la industria, la construcción, el comercio, la producción y el turismo. En los últimos años se ha federalizado incorporando numerosas cámaras empresarias en el interior del país.

Entre sus principales acciones se destacan los programas de responsabilidad social empresaria para pymes, capacitación, vinculación y asistencia para el acceso al financiamiento, asistencia en comercio exterior y realización de rondas de negocio.

- Asamblea de Pequeños y Medianos Empresarios (APYME)

Fundada en 1987, nuclea a micro, pequeña y medianos empresarios de los sectores industriales, comerciantes, prestadores de servicios o cuentapropistas. Su accionar se centra en el diagnóstico de la problemática de las pymes y el reclamo de políticas públicas para el sector. Posee programas de asistencia técnica para pymes en materia de acceso al financiamiento y desarrollo de negocios y también desarrolló un programa para el acceso de las pymes a las compras públicas.

- Confederación General Económica de la República Argentina (CGERA)

Esta organización también muy antigua, creada en 1950, de alcance menor a CAME y la UIA, y brinda servicios a sus empresas asociadas: orientación al empresario, capacitaciones de gestión y asistencia para el acceso al crédito.

- Federación Agraria Argentina (FAA)

Nacida en 1912, es la entidad gremial que nuclea a pequeños y medianos productores agrarios, integrada por agricultores familiares. Esta federación tiene como misión demandar políticas públicas diferenciadas para su sector.

Los bancos son otros de los actores fundamentales con presencia activa en relación con las empresas. La banca pública es uno de los instrumentos a través de los que el estado canaliza las políticas públicas de financiamiento productivo, con principal orientación hacia las MiPyMes. Se destacan el Banco Nación (BNA) y el Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE) en relación con su apoyo a las MiPyMes.

5.5. Administración financiera

Hasta aquí se han repasado las formas más típicas de empresas que existen, las principales características según los tamaños de las empresas en Latinoamérica con el foco en el contexto argentino y principalmente en las MiPyMes. Se ha recorrido la historia del país con sus marchas y contramarchas y por sobre todo el contexto inflacionario en el que se han tenido que desenvolver las compañías sobre todo en las últimas décadas.

Todas las empresas, sin importar su tamaño, ni su lugar de origen o de desempeño, tienen un punto en común y es que para subsistir y alcanzar su objetivo principal deben realizar una buena administración financiera.

Existen muchos objetivos posibles para la administración: la supervivencia de la empresa, evitar la quiebra, superar a la competencia, optimizar las ventas, minimizar los costos, maximizar las utilidades, mantener el constante crecimiento de las ganancias.

Se podría convenir que la maximización de las utilidades es el común denominador y que los dueños de las empresas o quienes compran acciones de determinadas empresas buscan ganar en el terreno financiero, por lo cual se puede suponer que las buenas decisiones de quienes administran incrementan el valor de las acciones, mientras que las malas decisiones lo disminuyen.

Explícitamente se puede decir que la meta principal consiste en maximizar el valor actual de la empresa.

Se sabe que un peso hoy vale más que un peso prometido en el futuro. El tiempo vale y se materializa mediante la tasa de interés. Generalmente cuanto más estabilidad, certidumbre y previsibilidad existe el valor de una promesa futura es menor, pero en un país con ciclos económicos más pronunciados, en el que reina la incertidumbre dicho valor aumenta y tiende a ser más volátil.

En Argentina el contexto económico inflacionario obliga a quienes administran las empresas a tomar decisiones de manera eficiente, entendiendo en primer lugar el valor del dinero en el tiempo, siempre con el objetivo de incrementar el valor de la empresa.

Los activos fijos que debe adquirir la empresa es una pregunta muy usual. Al momento de decidir si se debe lanzar un nuevo producto o qué servicios se ofrecerán o si entrar o no en un mercado, todas estas decisiones determinan la naturaleza de las operaciones y los productos de una empresa para los años siguientes, sobre todo porque las inversiones en activos fijos se proyectan en el mediano o largo plazo y no se revierten con facilidad. La asignación estratégica de activos en el armado del presupuesto de capital son decisiones muy importantes dado que definen el negocio de la empresa. La empresa debe conjugar la manera en qué decide financiar sus operaciones y la manera en que administra sus actividades en el corto plazo.

Todas las empresas tienen una enorme cantidad de inversiones posibles. Algunas opciones son valiosas, hacen crecer el valor de la empresa, y otras no. El administrador debe ser capaz de distinguirlas.

Comparar costos y beneficios es complicado porque por lo general ocurren en diferentes momentos del tiempo, tal vez en monedas distintas, o tengan distintos riesgos asociados. Para poder avanzar con una comparación válida, se deben usar herramientas que permitan expresar todos los costos y beneficios en términos comunes. En particular, herramientas que

permitan manejar costos y beneficios que ocurran en tiempos o monedas diferentes, con riesgos distintos, y expresarlos también, en términos de efectivo de hoy.

Uno de los criterios más utilizados a la hora de decidir si una inversión genera valor para sus propietarios, es el valor presente neto (VPN). No se ahondará en esta técnica, pero se limitará a su definición que se resume a la diferencia entre el valor de mercado de una inversión menos su costo. En otras palabras, el VPN es una medida de cuánto valor se crea hoy al efectuar determinada inversión.

Cualquier empresa podría evaluarse a través de su VPN, evaluando como imputs el costo del capital de trabajo, los niveles de apalancamiento financiero y la política de estructura de capital, la obtención de capital, la política de dividendos y pagos, los porcentajes de liquidez que deba tener la empresa.

Al intentar comprimir aún más la idea entorno a la administración financiera, se puede resumir sobre sus dos pilares, la decisión de inversión y de financiamiento.

Por un lado, la decisión de inversión tal como fuera mencionado anteriormente son vitales en cuanto a la creación de valor de la empresa. Comienza con la determinación de la cantidad total de bienes necesarios para la compañía, y aún más relevante es su composición.

Tiene que ver con el lado izquierdo del balance: los activos, y en su optimización.

Por el otro, las decisiones de financiamiento están relacionadas con los pasivos y el capital de los propietarios, es decir, con el lado derecho del balance. Las deudas también se clasifican en circulante y de largo plazo, y es muy importante sus pesos relativos que deben ir en línea con la política de la empresa.

Lo sustancial es la determinación de la mejor manera de reunir los fondos necesarios. Dicho de otra manera, se trata de conseguir los fondos al menor costo, tanto para el corto como para el largo plazo.

De la interacción de las decisiones de inversión y financiamiento se definen políticas tanto de corto como de mediano y largo plazo.

En el corto plazo, principalmente, es relevante la definición de capital de trabajo: activos corrientes menos pasivos corrientes. En otras palabras, es la medida del grado en el que la empresa está protegida contra los problemas de liquidez. Dapena (2004) agrega que el capital de trabajo se utiliza para aprovechar oportunidades de crecimiento de corto plazo.

La administración del capital de trabajo considera la administración de los activos corrientes de la empresa: efectivo, valores comerciales, cuentas por cobrar e inventarios, y el pasivo corriente: el financiamiento para dar sustento a los activos corrientes.

Los activos corrientes de una empresa manufacturera explican más de la mitad del total de activos, mientras que, para una compañía de distribución explican aún más³². Los niveles excesivos de activos corrientes por lo general dan como resultado una empresa que obtiene un rendimiento sobre la inversión inferior. Por el contrario, las empresas con activos corrientes insuficientes pueden incurrir en faltantes y en dificultades para mantener sus operaciones.

Para las MiPyMes, los pasivos corrientes tienden a ser la fuente principal de financiamiento externo.

John Maynard Keynes sugirió tres razones para que los individuos tuviesen efectivo, categorías que también se pueden usar para describir los motivos para tener efectivo por parte de las empresas:

³² Van Horne James C. y Wachowicz John M. Jr.; Fundamentos de Administración Financiera; Naucalpan de Juárez; México; Pearson; 13° Edición; 2010. Pág. 206.

- Transaccional: para cumplir con los pagos, como compras sueldos, impuestos y los que surjan para llevar adelante el curso de la empresa.
- Especulativo: para aprovechar las oportunidades temporales, como por ejemplo una baja del precio de los insumos.
- Precautorio: con el fin de mantener una reserva y poder cumplir con las necesidades de efectivo inesperada.

La administración de efectivo, o cash management, trata de gestionar eficientemente tanto los cobros como los pagos. Los pagos a proveedores, los pagos de sueldos y demás, como también las acreditaciones de las ventas y los valores de cobro deben ser planificados. El hecho de que el administrador financiero pueda estimar los flujos de caja futuros, lo habilita a conocer los períodos de faltante y de excedentes temporarios de liquidez. Una gestión eficiente debe buscar colocar a tasa, mínimamente libre de riesgo, de dichos excedentes. Con información oportuna, una empresa puede generar un ingreso significativo mediante la administración apropiada de cobros, desembolsos, saldos de efectivo e inversiones de corto plazo.

Se ha mencionado que es relevante definir el nivel de apalancamiento financiero. El apalancamiento se refiere al uso de costos fijos para intentar incrementar la rentabilidad. El apalancamiento operativo se define como los costos fijos operativos asociados a la producción de bienes y servicios. Por lo general la cantidad fija de costos de operación utilizado por una empresa está determinado por las necesidades de sus operaciones. En tanto el apalancamiento financiero se debe a la existencia de costos fijos de financiamiento, o sea, el interés sobre la deuda. Este tipo de apalancamiento lo define el administrador financiero. Un buen apalancamiento financiero se alcanza cuando la empresa usa fondos obtenidos a un determinado costo para ganar más que dicho costo.

Otras alternativas al evaluar el financiamiento de mediano y largo plazo hacia afuera de las empresas se pueden dar a través del mercado de capitales. Las medianas y grandes empresas disponen de un mercado primario en el que pueden reunir fondos a través de la emisión de valores, ya sea de colocaciones de deuda, por ejemplo, a través de obligaciones negociables o de fideicomisos financieros, o de ampliación de capital mediante la colocación de acciones. Estos temas serán retomados en el capítulo de mercado de capitales.

Tal como se mencionó en el capítulo anterior: una cada dos MiPyMes se encuentra registrada en Argentina. Esto es, el 50% de las empresas se desarrollan en un mercado informal que no les permite acceder a las herramientas de financiamiento o de inversión más conocidas que ofrece el sistema financiero formal.

Todas esas empresas también demandan instrumentos de financiamiento y de inversión, por lo que a su vez se construyó un mercado financiero informal que atiende dichas necesidades. En este mercado la información asimétrica es mayor. La consideración de estas asimetrías informativas entre acreedores y deudores por lo general confluye en spreads y tasas para las empresas por encima de las de los mercados bancarios o de capitales.

En los capítulos siguientes se conocerán en profundidad las herramientas de financiamiento con las que cuentan las empresas registradas en Argentina. El foco se pondrá en las que están al alcance de la micro, pequeña y mediana empresa. Primeramente, se conocerán las que se encuadran dentro del sistema bancario, las más tradicionales y conocidas por el empresariado. Seguidamente se conocerán las herramientas de financiamiento al alcance de las MiPyMes dentro del mercado de capitales en Argentina y sus ventajas.

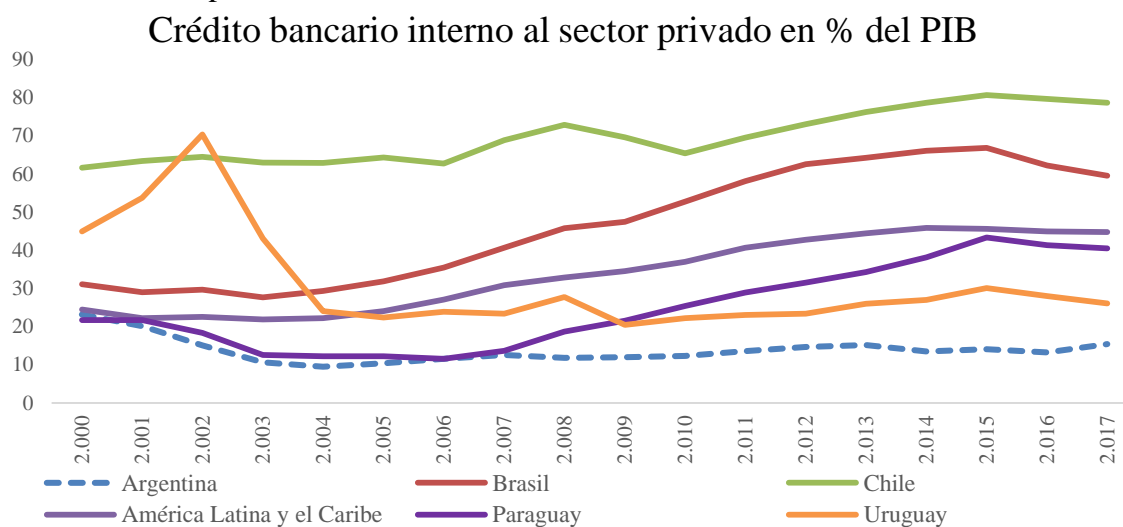
5.6. Sistema financiero

El sistema financiero en Argentina está dominado por el sector bancario. Sobre un total de 78 entidades financieras que existían en diciembre de 2019 los bancos privados controlaban el 64% del total de activos del sistema financiero, de los cuales el 44% estaba en manos de bancos nacionales y el restante 20% en manos de bancos de propiedad extranjera. Los bancos del sector público representaban el 17% de los activos, mientras que las instituciones financieras no bancarias eran el 19%. Esta distribución se ha mantenido relativamente estable en los últimos años.

En el Anexo 6.3. se puede consultar la nómina de entidades del sistema financiero según su Patrimonio Neto en pesos a diciembre 2019.

El sistema financiero argentino es muy transaccional y carece de financiamiento sobre todo de largo plazo. El nivel de crédito es de los más bajos de la región y luego de la dura caída producto de la crisis a comienzos del siglo se ha recuperado muy lentamente y se ha mantenido relativamente estable durante la última década. A continuación, se coteja la evolución del crédito interno al sector privado otorgado por bancos en relación con el PIB respectivo.

El crédito interno otorgado por los bancos³³ representa alrededor del 97% del total de crédito interno al sector privado.



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial.

Esta baja relación de crédito respecto del PIB se explica en gran parte porque los bancos dependen en gran medida de los depósitos obtenidos para otorgar créditos. Dado que el 90% de los depósitos tiene vencimiento inferior a tres meses³⁴, también lo tienen la mayoría de los créditos, entorno al 90%, tienen un perfil de muy corto plazo y bajo riesgo.

³³ El crédito interno al sector privado por parte de los bancos el Banco Mundial se refiere a los recursos financieros proporcionados al sector privado por otras corporaciones depositarias (corporaciones receptoras de depósitos, excepto los bancos centrales), tales como a través de préstamos, compras de valores no participativos y créditos comerciales y otras cuentas por cobrar, que establecen un reclamo de reembolso. Para algunos países, estos reclamos incluyen crédito a empresas públicas.

³⁴ Banco Mundial; Informe N°: PAD1929 - Banco internacional de reconstrucción y fomento, documento de evaluación inicial del proyecto sobre el préstamo propuesto por un monto de USD 50 millones a favor de la

Balance General del Sector Financiero

	dic-19
ACTIVO	6.733.723.300
Efectivo y depósitos en bancos	1.624.282.299
Títulos públicos y privados	1.359.934.570
Préstamos	2.728.821.243
Otros créditos por intermediación financiera	466.090.840
Otros activos	554.594.348
PASIVO	5.836.744.772
Depósitos	4.838.129.982
Otras obligaciones por intermediación Financiera	612.740.781
Otros Pasivos	385.874.009
PATRIMONIO NETO	896.978.528

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

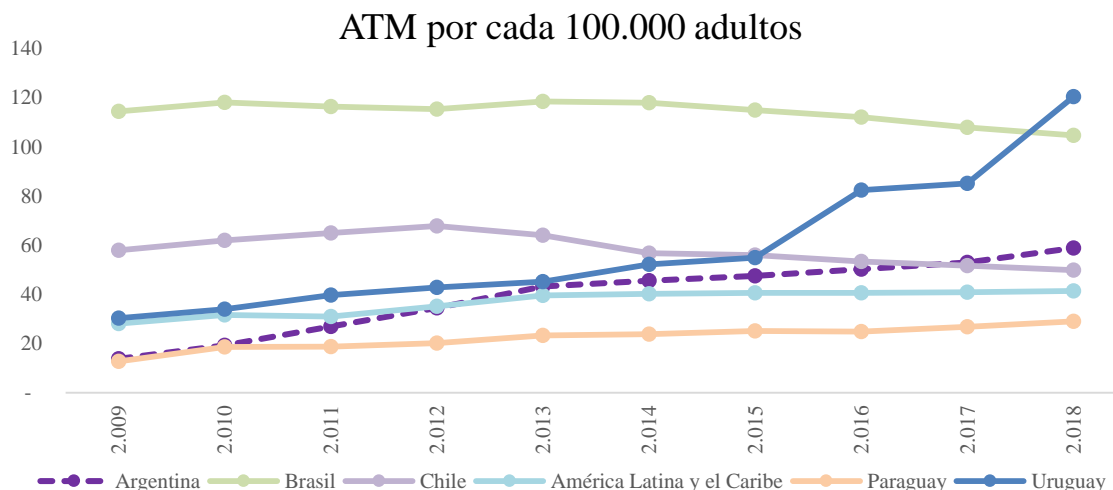
Tal como se puede leer del balance general del sector financiero, es un sector conservador, y como se mencionó previamente, la mayoría de los fondos provienen de los depósitos con la característica con su perfil cortoplacista por la desconfianza del público en general en el sistema y el peso.

Los depósitos representan el 83% del total del pasivo. Por el lado de los activos los créditos representan el 41%; también colocan parte de su activo en valores soberanos y privados que ascienden a 20%. El efectivo representa un 24% del total de activos, proporción que muestra la fuerte liquidez del sector.

La crisis de comienzo de siglo dejó un gran aprendizaje en cuánto al descalce cambiario que regía en el sistema bancario durante el último proceso de convertibilidad. Actualmente los créditos en moneda extranjera al sector privado son mayormente utilizados por las empresas para prefinanciar sus exportaciones, lo que garantiza el repago por sus ingresos en la misma moneda y representa una fortaleza del sistema financiero.

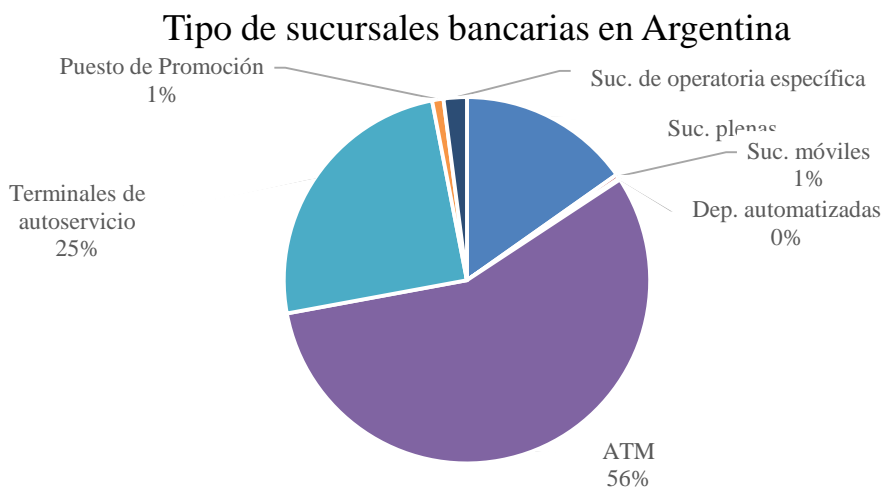
5.6.1 Distribución geográfica

Tal como se mencionó anteriormente el sistema financiero tiene un peso transaccional elevado, esto se puede ver al comparar la cantidad de cajeros automáticos o ATM por cada 100.000 adultos. Se puede identificar la tendencia al alza de Argentina por sobre la media de América Latina y el Caribe, a diferencia de lo que sucede en Brasil y Chile con una clara tendencia a la baja en las cantidades de ATM, lo que se traduce en mayor dinero digital.



Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial.

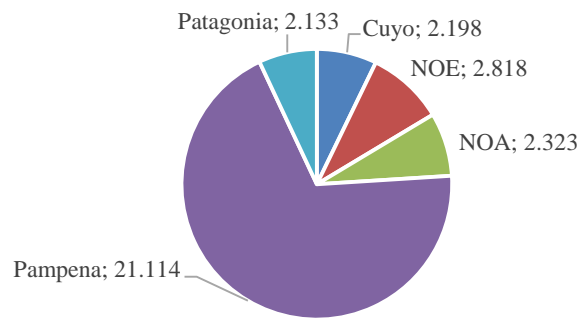
Los ATM son el principal contacto de las entidades financieras con su público alcanzando el 56%. En diciembre de 2019 existían en el país un total de 30.586 sucursales plenas móviles, de operatoria específica, dependencias automatizadas, cajeros automáticos, terminales de autoservicios y puestos de promoción del sistema financiero. Las sucursales de autoservicio y las sucursales plenas son las que sostienen el sistema bancario, con el 25% y 15%, respectivamente.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Tal como se mencionó en capítulos previos existe una clara tendencia con respecto a la locación de las empresas, existen zonas más ricas del país que otras. El sistema financiero acompaña esta tendencia, siendo la zona pampeana la que contiene la mayor cantidad de sucursales de todo tipo con el 69%, en tanto en las demás regiones del país se ubican entorno al 7/9% de las restantes.

Total de sucursales plenas móviles, y de operatoria específica, dependencias automatizadas, cajeros automáticos, terminales de autoservicios y puestos de promoción



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Uno de los pilares de la política financiera del BCRA es la inclusión financiera. A través de medidas regulatorias apunta a reducir los costos de digitalización de algunas operaciones, a la vez que busca extender la cobertura del sistema financiero. En relación con esto último, en 2016 el BCRA ha simplificado el proceso de autorización para la apertura de sucursales y redujo exigencias edilicias para las zonas de menor densidad poblacional, sin embargo, a la fecha se puede ver la asimetría entre las distintas regiones.

5.6.2 Plano Institucional

Tal como se mencionó en el principio del capítulo, en este momento se hará un repaso por los principales actores.

- Banco Central de la República Argentina (BCRA)

Es el organismo rector del sistema financiero de la Argentina, encargado de la política monetaria del país. Creado en 1935, mismo día dejó de existir la Caja de Conversión, vigente desde 1890. La estabilidad monetaria es su objetivo primordial.

El BCRA dispone de dos regulaciones que utiliza frecuentemente para fomentar el crédito bancario al sector privado, por un lado, la reducción de los encajes bancarios sujeta al otorgamiento de créditos a MiPyMes, por otro lado, en muchos casos establece que un cierto porcentaje mínimo de los depósitos que deben ser destinados a créditos de mediano y largo plazo para inversiones y a las MiPyMes puntualmente. Esto último fue implementado mediante la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LICIP) en 2012, ya a partir de 2015 la cartera de crédito de los bancos viró hacia las líneas indexadas de créditos hipotecarios.

- Banca pública

Tal como se mencionó anteriormente existían trece bancos públicos a fines del 2019, el más importante es el Banco de la Nación Argentina (BNA), entidad pública en su totalidad. Se trata de un banco comercial que realiza múltiples tareas: es agente financiero del Estado Nacional, opera con individuos a la vez que ofrece créditos a las MiPyMes en condiciones de fomento. Tal como se puede ver en el Anexo 6.3. es el banco más importante en tamaño de capital.

El BNA define su perfil en su web como *contribuyente al desarrollo de los sectores productivos del país, prestando asistencia financiera a las MiPyMes, cualquiera fuere la*

*actividad económica en la que actúen; promueve y apoya el comercio con el exterior, especialmente estimula las exportaciones de bienes, servicios y tecnología argentina; pone a disposición de las empresas productoras de bienes y servicios créditos para inversión y capital de trabajo, otorgando además, financiamiento y garantías a la actividad de comercio exterior*³⁵.

El BNA ejecuta programas públicos, generalmente con diferentes líneas de créditos para MiPyMes a tasas preferenciales.

También poseía una empresa de leasing (Nación Leasing), de factoring (Nación Factoring) y una de fideicomisos (Nación Fideicomisos SA o NAFISA), con fuerte orientación a las MiPyMes. Posteriormente, en el año 2017, estas tres compañías se traspasaron al BICE.

El Banco de Inversión y Comercio Exterior SA (BICE) también se destaca por sus características como el banco de desarrollo productivo en Argentina. El BICE acompaña a las MiPyMes en todo su ciclo, desde su ingreso al sistema financiero a través de líneas para bancarizar a la empresa, luego a través de líneas de crédito para capital de trabajo y también existen líneas de crédito para el comercio exterior.

Entre sus objetivos también están el de complementar mercados mediante el alargamiento de plazos, la inclusión de nuevos sujetos de crédito y la estructura de financiamiento de inversión real.

Las condiciones de financiamiento que dispone el BICE son generalmente más favorables que otras del mercado, las tasas de interés suelen ser inferiores a la vez que los plazos son más largos.

El BICE también cumple la función de ser canalizador de programas públicos, varios de SEPyME, de apoyo al sector productivo en general y a las MiPyMes en particular, como también de recursos para inversiones. A pesar de esto su cartera no es demasiado significativa, en 2016 representaba menos del 1% del total del sistema financiero³⁶.

- Banca privada

Los bancos privados ascendían a 50 en diciembre de 2019, donde predominan los locales de capital nacional aportando 34, lo siguen los bancos locales de capital extranjero y sucursales de entidades financieras del exterior con 9 y 7, respectivamente.

Existe una amplia diversidad en este segmento, en el que no todas las entidades ofrecen servicios para empresas. Sin embargo, en su mayoría ofrecen los instrumentos tradicionales de financiamiento que se desarrollarán en la siguiente sección.

- Compañías Financieras

De las 15 compañías financieras existentes según el BCRA hacia fines del 2019 sólo 6 eran de capital nacional, en tanto los 9 restantes eran de capital extranjero.

Este segmento genera una sinergia con el rubro automotriz, ya que predominan las compañías que ofrecen líneas de financiamiento para la adquisición de vehículos, por ejemplo, General Motors, Mercedes-Benz, Volkswagen, Ford, Fiat, John Deere y Peugeot. El resto son compañías de servicios financieros, casas de cambio, préstamos personales y tarjetas de crédito.

Por lo cual estas entidades financieras no contribuyen a ampliar el abanico de financiamiento para las empresas en general, en especial las MiPyMes.

Otros actores de relevancia del sistema financiero, tal como se mencionaron en el capítulo anterior, son la SEPyME y las SGR.

³⁵ Banco de la Nación Argentina - <https://www.bna.com.ar/Institucional/PerfilDeLaEntidad> - Julio 2020

³⁶ Dini M. y Stumpo G.; MiPyMes en América Latina: un frágil desempeño y nuevos desafíos para las políticas de fomento; Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL); 2018. Pág. 57.

5.7. Financiamiento tradicional

El sistema financiero, tiene como pilar de su evolución el spread de tasas. Ese margen es el que mantiene en pie a los bancos.

Captan depósitos de sus clientes, individuos como empresas, a las que les reconocen dichos depósitos a una tasa pasiva que resulta en el costo de financiamiento de la entidad financiera. Una vez conocidos sus fondos y plazos, debe salir a colocarlos a través de instrumentos que pueda ofrecer a sus mismos clientes, personas físicas y jurídicas, pero a tasas activas, superiores a las pasivas. Dicho spread explica gran parte de los resultados de las entidades financieras.

Tal como se señaló anteriormente, la gran mayoría de los depósitos del sistema financiero tradicional son de corto plazo, esto redundando en que los créditos para quedar calzados en tiempo y moneda tiendan a replicar los plazos. De esta manera se cuenta con un mercado que mayoritariamente satisface necesidades de corto plazo.

El BCRA publicó entre sus objetivos para el año 2021³⁷ lo siguiente:

- “Promover el desarrollo del mercado de capitales. Reconstruir, consolidar y profundizar de manera coordinada con otros organismos del Sector Público Nacional el mercado de capitales local permitirá simultáneamente aumentar el financiamiento, público y privado, y el abanico de posibilidades de inversión de ahorristas, ampliando la canalización de fondos hacia actividades productivas y de políticas de inclusión social.
- Propender a una mayor inclusión financiera. Promover la educación financiera y ampliar y democratizar el alcance de los servicios financieros es una condición necesaria para que todos los segmentos de la sociedad contribuyan y se beneficien con el crecimiento de la economía.”

La inclusión financiera significa, para personas físicas y jurídicas, tener acceso a productos financieros útiles y asequibles que satisfagan sus necesidades: transacciones, pagos, ahorros y créditos, prestados de manera responsable y sostenible. En este sentido, tener acceso a una cuenta bancaria de transacciones es un primer paso hacia una inclusión financiera más amplia. Una cuenta bancaria puede servir como puerta de acceso a otros servicios financieros como el mercado de capitales y sus herramientas de financiamiento.

Según el Banco Mundial la tecnología financiera digital ha facilitado la ampliación del acceso de las pequeñas empresas de alcanzar a servicios financieros a un costo más bajo y mejor riesgo. En la misma línea agrega que a medida que los países han fomentado la inclusión financiera surge evidencia de que las principales dificultades en aparecer son:

- Garantizar que el acceso y los servicios financieros lleguen a las poblaciones difíciles de alcanzar;
- Aumentar la capacidad y los conocimientos financieros de los ciudadanos para que puedan entender los diferentes servicios y productos financieros;
- Idear productos financieros útiles y pertinentes, que se adapten a las necesidades de los usuarios;

³⁷ Reporte BCRA: “Objetivos y planes respecto del desarrollo de las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria para el año 2021” - www.bcra.gov.ar

Se describen a continuación los principales instrumentos de financiamiento que pone a disposición el sistema bancario.

5.7.1 Adelanto transitorio en cuenta corriente bancaria

También se los conoce como giro en descubierto y son aquellos créditos sin plazo ni límites determinados con anticipación, o bien fijados en forma "interna" por cada entidad bancaria, que solo se utilizan ocasionalmente y cuya cancelación se efectúa en períodos breves, nunca superiores a 30 días corridos

El titular de la cuenta corriente tiene la posibilidad de acordar que aún con fondos insuficientes en su cuenta bancaria, sus cheques y otros pagos sean cancelados por hasta un determinado límite. La entidad financiera le requerirá documentación de respaldo de sus ingresos para definir el monto máximo de crédito.

Es un instrumento de muy corto plazo y se resalta que las tasas por adelanto o descubierto en cuenta corriente que cobran los bancos generalmente son las más caras entre todas las financiaciones que otorgan. Es un tipo de crédito que puede ser utilizado en cualquier momento siempre que se cuenta con el acuerdo con la entidad bancaria.

Por lo general las tasas se diferencian en el caso de exceder el límite del acuerdo. En muchos casos la tasa de descubierto en cuenta corriente que utilizan los bancos es un diferencial de por ejemplo entre 10% adicionales para cuando el giro se ubique dentro del acuerdo, o de 25% en los casos que excedan dichos límites por sobre la tasa badlar bancos privados³⁸.

5.7.2 Descuento de cheque diferido (CPD)

Esta operatoria consiste en adelantar los fondos de cheques propios o de clientes con vencimiento futuro, a una determinada tasa fijada por la entidad bancaria. La empresa también debe contar con una calificación crediticia previa para acceder a esta línea de financiamiento y contará con un límite disponible para liquidar la operación.

5.7.3 Préstamo

El crédito bancario es una herramienta muy común y una de las más utilizadas por las MiPyMes. Aquí los créditos van desde plazos de corto plazo orientados principalmente a capital de trabajo, donde los montos y tasas difieren según la calificación crediticia de cada empresa. También se ofrece financiación de mediano y largo plazo, en estos casos por lo general la empresa debe presentar los bienes que desea adquirir y la entidad financiera realiza una evaluación, tanto de la calificación crediticia de la empresa como de las garantías que solicitará, en general prendaria o hipotecaria.

En todos estos casos es fundamental el rating crediticio de las firmas para poder acceder a este tipo de créditos comerciales, los clientes con una pobre historia crediticia por lo general quedan fuera del alcance de esta herramienta.

En este segmento es muy importante el papel que juegue el estado a través de políticas de fomento, que por lo general son dirigidas a través de la banca pública.

³⁸ Este es el caso de las tasas del Banco Provincia para Julio 2020:
https://www.bancoprovincia.com.ar/CDN/Get/Descubierto_Cuenta_Corriente

Por mencionar uno de los casos, existe una línea del BICE que permite financiar hasta el 80% de proyectos de inversión a través de préstamos de hasta 15 años de plazo de devolución, con un período de gracia de hasta 2 años³⁹.

Otro factor importante de estos instrumentos es el papel que juegan las SGR, brindando avales a las MiPyMes lo que les permite acceder a mejores condiciones de crédito.

5.7.4 Leasing

Esta herramienta involucra la compra de activos fijos por parte del prestamista o arrendador que pueden ser los bancos. El arrendador compra el activo fijo y luego, establece un contrato con la empresa que arrienda el bien, en el cual se establece el valor de la renta sobre el activo y el esquema de pago acordado. El contrato contiene una cláusula por medio de la cual el arrendatario puede comprar el activo al finalizar el contrato a cambio de un precio preestablecido.

Es una herramienta de financiación de mediano a largo plazo utilizada para adquirir bienes de capital como autos, camiones, maquinaria agrícola e industrial o equipos de informática para empresas.

Entre sus ventajas se destacan que se financia el 100% del valor del bien, sin un desembolso inicial, esto permite que la empresa pueda utilizar el bien de inmediato. Al finalizar el contrato la empresa puede optar por comprar el bien al precio establecido o devolver el bien. Además de que el contrato de leasing tiene un tratamiento impositivo que permite financiar el IVA y que la cuota es un gasto deducible del impuesto a las ganancias.

5.7.5 Factoring

Es una operación de cesión del crédito a cobrar por la MiPyMe a favor de una entidad financiera. Estos créditos que se transfieren surgen de operaciones corrientes de la empresa, generalmente de la venta a plazo de sus productos o servicios a sus clientes, que generan un crédito a favor de la empresa con el respaldo de dicha operación comercial.

La operación más común de factoring contempla el anticipo parcial o total de crédito a la entidad financiera. A excepción de aquellos deudores de primera línea o con una buena calificación crediticia, la entidad financiera realiza factoring con recurso, no asume el riesgo de impago. Esto también se lo denomina riesgo crediticio. En otras palabras, si el cedido (empresa que tiene que pagar al cedente) incurre en impago, el riesgo de la operación puede ser asumido por la entidad financiera lo que sería un factoring sin recurso o puede ser asumido por la empresa que constituye el factoring, sería un factoring con recurso, tal como se mencionó antes.

Existen otros riesgos, como el de cambio, que se presenta en los casos de las facturas son en moneda extranjera.

Dependiendo de qué tipo de factoring se constituya se pueden incurrir en importantes costes financieros, que surgen de la comisión fija sobre el crédito cedido más la tasa de descuento por el anticipo de los créditos, a los que se pueden sumar otros costos en función de los servicios asociados que se estructuren.

³⁹ BICE – Línea inversión pymes: <https://www.bice.com.ar/productos/linea-pymes/> - Julio 2020.

Al ver el efecto en las MiPyMes, por lo general sólo la pueden aceptar las entidades financieras en los casos que dichas empresas trabajen con grandes empresas, o con aquellas que posean un buen track record.

En Argentina el BICE es la entidad bancaria que lidera la prestación de este instrumento. Tal como se mencionó previamente el traspaso de las operaciones de factoring del BNA al BICE permitió incrementar sus operaciones.

A título ilustrativo, según la Encuesta Estructural a PyMEs industriales, informe de la Fundación Observatorio PyME, durante el año 2015 tan sólo un 33% de las pymes manufactureras accedieron al financiamiento bancario vía descubierto en cuenta corriente (un 3% lo solicitó pero no le fue otorgado), un 11% mediante el leasing y un 29% a través de otros tipos de crédito bancario, entre los que se destacan los créditos con plazos más extensos orientados para inversión (también un 3% adicional lo solicitó pero no le fue otorgado)⁴⁰.

Estos instrumentos de financiamiento que se enumeraron hasta aquí son los más conocidos y utilizados por la mayoría de las MiPyMes. Está claro es un requisito indispensable contar con una buena calificación crediticia, lo que genera que las MiPyMes de menor tamaño y antigüedad por lo general no puedan acceder, o lo hagan a tasas más elevadas que la media.

La banca pública y privada acaparan la mayor oferta de herramientas de financiamiento para las empresas, mientras la banca de desarrollo se encuentra muy poco extendida entre las MiPyMes.

Para que las MiPyMes puedan evolucionar y alcanzar sus proyectos se requiere de una banca de desarrollo más importante que las acompañe. De una institución que pueda servirle de complemento para garantizar un fondeo estable. El BICE posee capacidades institucionales acumuladas que, junto a la presencia territorial del Banco Nación, pueden resultar como una potencial solución.

⁴⁰ Fundación Observatorio PyME - <https://www.observatoriopyme.org.ar/> - Julio 2020. A la fecha de consulta se encontraba comenzada, pero sin publicar la encuesta coyuntural a pyme industriales 2019, por lo que la última publicada era la del 2015.

5.8. Fintech

Si bien la banca Fintech no son el objeto del presente desarrollo, merecen una mención ya que su tasa de crecimiento es muy importante, sobre todo durante el 2020. La revolución financiera avanza en todo el mundo y Argentina no es la excepción. Han crecido la cantidad de jugadores, que pasaron de 60 hacia finales de 2017 que pasaron a 220 hacia fines del 2019 en el país.

Tal como se mencionó en reiteradas oportunidades, la bancarización en Argentina es baja, y la cantidad de MiPyMes que acceden a sus créditos también es baja. Las Fintech están apuntando a ese segmento, con poca o nula historia crediticia y probablemente más riesgoso. Sus productos están orientados al consumo y a financiar capital de trabajo a usuarios que en gran medida están negativizados en el sistema financiero. De esta manera se produce un proceso de inclusión financiera muy importante. La política es de una oferta inicial de crédito baja, pero al repetir la operatoria con una mora bajo control, se van elevando dichos topes. Si bien a priori por lo comentado en el párrafo anterior pareciera que el segmento se maneja con tasas más altas que las bancarias, cercanas a las del mercado financiero informal, resulta que las tasas están en línea con los retailers.

Existen numerosas diferencias con la banca tradicional, entre las que se destaca que por lo general no toman depósitos de sus usuarios, sino que financian la cartera de créditos con capital propios o fideicomisos.

Sin embargo, existe una discrepancia más interesante para destacar: el scoring o calificación crediticia.

El scoring es la herramienta que utilizan las entidades financieras para definir una puntuación crediticia de sus clientes. Basado en la confianza y en la capacidad de repago que tienen sus usuarios, se define un ranking. Este modelo que utiliza la banca tradicional se basa en el ingreso disponible del solicitante del crédito, o su inferencia en función del nivel de gastos, y el análisis del régimen bajo el cual está registrado (monotributo, autónomo, relación de dependencia), a lo que se agregan los eventuales préstamos anteriores en el sistema bancario, o sea su historial crediticio.

La alternativa que ofrecen las Fintech es una metodología focalizada en los comportamientos cotidianos del cliente, a través del uso de big data e inteligencia artificial. El ejemplo de Mercado Libre (MELI), la empresa de mayor capitalización bursátil de Argentina⁴¹ que conoce a sus clientes a través de la tecnología y de seis variables: el comportamiento del usuario dentro de la plataforma, los datos de sus transacciones, sus cumplimientos, su categoría de usuario, los horarios de navegación, las operaciones concretadas, el cumplimiento en el compromiso de pagos y el predictor de ingresos. De esta manera las Fintech pueden ofrecer beneficios diferenciales y personalizados a sus usuarios si atarse a los criterios homogéneos y tradicionales.

Estas medidas fomentan la inclusión financiera, sobre todo de usuarios que se encuentran excluidos del sistema financiero que por lo general son las microempresas de menor facturación y que se ubican en las zonas geográficas de menor bancarización.

⁴¹ Su capitalización bursátil al 20 de marzo de 2021 ascendía a USD 71,62 billones.

5.9. Mercado de capitales

El mercado de capitales argentino es un conjunto de instituciones que brindan el marco para la realización de las diferentes operaciones bursátiles. Está compuesto por un organismo de control (Comisión Nacional de Valores), un agente depositario central de valores negociables (Caja de Valores S.A.), mercados que liquidan y compensan las operaciones de compra y venta de valores negociables (Bolsas y Mercados Argentinos, Mercado Argentino de Valores SA), los agentes a través de los cuales estas operaciones son concertadas (Agente de Liquidación y Compensación) y otros agentes de mercado que lubrican el funcionamiento.

A continuación, se conocerá un poco más de estas organizaciones, a las que se sumará otro actor fundamental que ya fue introducido anteriormente, las Sociedades de Garantía Recíproca.

5.9.1 Plano Institucional

A continuación se mencionarán las principales características de las organizaciones protagonistas del funcionamiento del mercado de capitales argentino.

- **Comisión Nacional de Valores (CNV)**

Creada en el año 1968 a partir de la Ley de Oferta Pública N° 17.811, es el organismo nacional encargado de la promoción, supervisión y control de mercado de capitales. Se encuentra bajo la órbita del Ministerio de Economía.

En 2012 se sanciona la Ley N° 26.831 de mercado de capitales, que deroga la mencionada en el párrafo anterior y sus modificatorias. El propósito es el desarrollo del mercado de capitales en forma equitativa, eficiente y transparente, protegiendo los intereses del público inversor y fomentando la libre competencia.

En el año 2018 a través de la Ley de Financiamiento Productivo N° 27.440 se completa el marco normativo del mercado de capitales incorporando instrumentos con impacto directo en la economía real, como los fideicomisos financieros, los fondos comunes de inversión cerrados y nuevos instrumentos orientados a las MiPyMes como las obligaciones negociables.

Regula a las sociedades que emiten títulos valores para ser colocados de forma pública, a los mercados secundarios de títulos valores y a los intermediarios de dichos mercados. También incluye la oferta pública de contratos a término, de futuros y opciones, sus mercados y cámaras de compensaciones e intermediarios

La CNV lleva un registro en el que autoriza a los agentes, los inscribe, ya sean personas humanas y/o jurídicas, con el objeto de que desarrollen actividades de negociación, corretaje, liquidación y compensación de valores negociables, según lo establezcan sus Normas⁴².

- **Caja de Valores SA (CVSA)**

Fundada en 1974, es el agente depositario central de los valores negociables y agente custodia, registro y pago. Su principal accionista es BYMA.

Facilita las transacciones de los valores negociables tanto públicos como privados en el marco de seguridad y privacidad bajo las normativas de la CNV⁴³.

⁴² Comisión Nacional de Valores - <https://www.cnv.gov.ar/>

⁴³ Caja de Valores SA - <https://www.cajadevalores.com.ar/>

- Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)

Es la bolsa argentina, la continuadora de la actividad del Mercado de Valores de Buenos Aires SA, encausada por las necesidades del nuevo mercado de capitales previsto en la Ley N° 26.831.

Se integra bajo una plataforma tecnológica, que ofrece un acceso seguro y transparente al mundo de las inversiones, tanto a las instituciones, como a las empresas y al público en general.

Como se mencionó anteriormente, es la principal accionista de CVSA y posee un 20% de Mercado Argentino de Valores⁴⁴.

- Mercado Argentino de Valores SA (MAVSA)

Es el mercado más importante del país en la estructuración de productos y negocios ligados a las empresas MiPyMes, a los productos no estandarizados en general y a las economías regionales. El MAVSA ofrece en exclusividad operaciones de cheques de pago diferido, pagaré, facturas, acciones de empresas pyme, obligaciones negociables pyme, fideicomisos financieros, títulos públicos, opciones y financiamiento provincial y municipal. instrumentos diseñados para potenciar el desarrollo de las economías regionales y pymes del país.

Su sede central se ubica en la ciudad de Rosario y cuenta con oficinas comerciales en CABA, Córdoba y Mendoza⁴⁵.

- Agente de Liquidación y Compensación (ALyC)

Reemplazaron a las conocidas sociedades de bolsa. Son personas jurídicas que pueden intervenir en las liquidaciones y compensaciones de las operaciones concertadas en los sistemas informáticos de negociación de los mercados autorizados.

Estos agentes podrán actuar en la colocación primaria y en la negociación secundaria a través de los sistemas informáticos autorizados por la CNV, ingresando ofertas para la colocación primaria o registrando operaciones para negociación secundaria, tanto para su cartera propia como para sus clientes. También podrán recibir instrucciones precisas de sus clientes para realizar operaciones de compra y/o venta de instrumentos financieros en el exterior que cuenten con la autorización por parte de las comisiones de valores de control extranjeros.

Existen los ALYCS integrales y los propios. Los primeros intervienen en la liquidación y compensación de operaciones (colocación primaria y negociación secundaria), registradas tanto para la cartera propia como para sus clientes, y además deciden ofrecer el servicio de liquidación y compensación de operaciones a Agentes de Negociación. Mientras que los propios solo intervienen en la liquidación y compensación de operaciones (colocación primaria y negociación secundaria) registradas por ellos tanto para cartera propia como para sus clientes.

- Otros agentes

Existen otros agentes que hacen al mercado de capitales argentino, entre los que se pueden mencionar:

Agente de Negociación (AN): Son sociedades que realizan operaciones de compra y/o venta para sus clientes y cartera propia. Pero al no estar autorizados para recibir cobros, efectuar pagos o transferir títulos deben celebrar contratos con un ALyC Integral para que realice la compensación y liquidación de las operaciones realizadas.

⁴⁴ Bolsas y Mercados Argentinos - <https://www.byma.com.ar/>

⁴⁵ Mercado Argentino de Valores SA - <http://www.mav-sa.com.ar/>

Agente Productor (AP): Son personas físicas o jurídicas que captan clientes para los AN y/o ALyC con quienes firman un contrato, percibiendo un porcentaje de las comisiones generadas por las operaciones. El AP administra su cartera de clientes, presta asesoramiento financiero y gestiona las órdenes del cliente con los AN y/o ALyCs.

Agente Asesor Global de Inversiones (AAGI): Son sociedades anónimas cuya función es la de asesorar a personas en la Argentina o en el exterior. Podrá operar para sus clientes localmente a través de un ALyC e internacionalmente a través de un ALyC que tenga la autorización para tal fin. También podrá manejar carteras de clientes y tomar decisiones por los clientes que así lo indiquen. No podrá operar por sí sólo, sino que deberá hacerlo mediante la o las ALyC con las que tenga una relación contractual para tal fin.

Agente Asesor (AA): Son persona física o jurídica que desarrollan la actividad de prestación de cualquier tipo de asesoramiento en el ámbito del mercado de capitales que implique contacto con el público en general.

- Sociedad de Garantía Recíproca (SGR)

Estas instituciones ya fueron introducidas en el capítulo de MiPyMes, ya que son un jugador muy importante que acompañan a estas empresas tanto en el mercado de capitales como en el bancario y que tienen alcance nacional.

Es necesario reiterar que las SGR no prestan dinero, sino que otorgan garantías hacia los acreedores de las MiPyMes permitiendo acceder a mejores condiciones de financiamiento: más opciones de plazo y tasas más convenientes. Así la entidad de crédito se ve beneficiada dado que la MiPyMe al contar con el aval, representa un deudor sin riesgo y en caso de que la operación resulte fallida, la SGR responderá al pago de la deuda. A través de los avales se reducen las asimetrías en la información.

En esta parte, se avanzará en principio con el funcionamiento de estas instituciones, para luego cotejar la realidad en Argentina y otros países vecinos.

Las SGR están compuestas por socios protectores, que son aquellos inversores que aportan capital al fondo de garantía, el que responde por las operaciones avaladas y representa el aporte al capital social de la SGR; y los socios partícipes, que son las MiPyMes, beneficiarias del respaldo de las SGR al poder acceder a mejores condiciones crediticias en el sistema financiero o del mercado de capitales.

Los socios partícipes presentan documentación a la SGR y las contragarantías exigidas. A cambio la SGR avala a las MiPyMes, a la vez que administra el fondo de riesgo a través del cual se garantiza el cumplimiento de las obligaciones asumidas por las MiPyMes.

El fondo de riesgo administrado por la SGR debe ser invertido en el mercado local, y su rendimiento se distribuye periódicamente entre los socios protectores, que además de este beneficio acceden a mejoras impositivas: quien realice un aporte de dinero a una SGR antes de la fecha de finalización de su ejercicio fiscal y lo mantiene por dos años sin retirarlo, podrá deducir un importe equivalente al monto aportado, de la base imponible del impuesto a las ganancias.

Otra aclaración válida es que las MiPyMes, o socios partícipes, no deben ser controlantes, controladas ni estar vinculadas a empresas o grupos económicos que excedan la calificación de MiPyMe por la SEPyME.

Las SGR avalan fideicomisos financieros, cheques de pago diferido propios o de terceros, pagarés de terceros, obligaciones negociables pymes, préstamos a tasa fija y variable, corto, mediano o largo plazo o a tasa subsidiada; operaciones de leasing, operaciones comerciales a favor de proveedores. Instrumentos que se conocerán en más detalle en el siguiente apartado.

Según el informe Sistemas de Garantías de diciembre 2020 de la Cámara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantía, conformaban el sistema de garantías un total de 45 SGR⁴⁶ y 6 Fondos de Garantía Público (FGP). Administraban un fondo de riesgo de \$41.754.168.324 y \$3.586.620.533, respectivamente. En tanto las garantías vigentes o riesgo vivo sumaban \$94.686.986.625 para las SRG y \$ 6.844.410.847 para las FGP.

Las micro empresas son las que obtuvieron la mayoría de las garantías con un 55%, en tanto la siguen las pequeñas y medianas tramo 1, con un 32% y 12%, completaron con un 1% las medianas empresas tramo 2.

La distribución geográfica de las garantías entregadas se comportó de manera similar a la repartición territorial de empresas en el país, siendo Buenos Aires y CABA las que demandaron el 42%, seguidas por la zona Centro del país con un 28% y completando la ecuación la zona de Cuyo (9%), Patagonia y NEA (ambas 8%) y NOA con un 5%.

El comercio y la agroindustria con un 26% y 25% son los sectores que más utilizaron garantías, seguidos por la industria y servicios con un 22% y 21% respectivamente. Los sectores más incipientes resultaron ser la construcción (5%) y la minería (1%).

Por último, el Mercado de Capitales resultó ser el principal acreedor de estas garantías con un 53%, mientras que los bancos ocuparon el 44% (62% bancos públicos y 38% privados) y el 3% restante por otros.

Dentro de los FGP, los más importantes son el Fondo de Garantías Argentino (FOGAR), entidad pública controlada por el Gobierno Nacional, y el Fondo de Garantías de Buenos Aires (FOGABA) de la Provincia.

Se destaca que a partir de 2018 FOGAR ha implementado algunas garantías directas de tipo automáticas.

A medida que las SGR abandonen el riesgo individual de análisis sobre cada MiPyMe y avancen sobre garantías automáticas mayor cantidad de MiPyMes se verán alcanzadas con estos beneficios. Esto se relaciona con el scoring alternativo mencionado en el caso de las Fintech y con la democratización del sistema de análisis crediticio y de garantías.

En este sentido es importante destacar la concentración en el mercado de las SGR, 70% de las MiPyMes avaladas son asistidas por Garantizar SGR, en tanto el 85% de las MiPyMes avaladas son asistidas por 4 SGR.

Las garantías otorgadas a MiPyMes han demostrado un crecimiento a lo largo de los años, con una tendencia muy procíclica. En Argentina en 2015 la situación de avales sobre el PIB era de 0,28%, indicador de los más bajos de América Latina, mientras que a inicios de la década ese índice se ubicaba por debajo de 0,05%. Al comparar la situación de 2015 de otros países de la región, se ubican por encima Brasil y México, con 0,34% y 0,49%

⁴⁶ Según el BCRA a marzo de 2021 informa 43 SGR, que se listan en anexo 5.1.

respectivamente. Mientras que los países que mejor posicionados se encontraban son Chile y Colombia, con el 1,47% y 1,27% de garantías otorgadas sobre PIB⁴⁷.

Anteriormente se mencionaron a todos los agentes del mercado que se relacionan entre sí en cada operación. Para hacerlo más gráfico, si se piensa en un inversor minorista con intenciones de invertir sus ahorros, podría decirse que se acercó al mercado de capitales asesorado por un AA o un AP que lo relacionó a una ALyC, donde gestionó la apertura de una cuenta comitente (imprescindible para que el cliente pueda operar en el mercado de capitales) a través de la cuál compra y vende valores negociables que cotizan en ByMA, por ejemplo, acciones de Grupo Financiero Galicia, papeles que serán custodiados en la CVSA mientras sean propiedad del cliente. Todas las operaciones mencionadas, se produjeron bajo la órbita y monitoreo de la CNV.

Paralelamente, cuando una MiPyMe detecta la necesidad de financiamiento y decide avanzar a través del mercado de capitales, también participan estas instituciones. El caso de querer descontar un cheque diferido a través de la bolsa previamente debe tener una línea de crédito en una SGR y tener una cuenta comitente en una ALyC, la MiPyMe debe inscribirse en CVSA, donde gestionará su cheque, que avalará la SGR y enviará a la ALyC para que coloque en el MAVSA.

Existen otros jugadores que son de suma relevancia para el financiamiento MiPyMe a través del mercado de capitales, dado el marco normativo actual, que explican prácticamente la totalidad de la demanda de dichos instrumentos.

- Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS)

Fue creado por el Decreto N° 897 del 13 de julio de 2007, siendo el mismo un patrimonio de afectación específica. Está compuesto por activos financieros tales como títulos públicos, acciones de sociedades anónimas, plazos fijos, obligaciones negociables, fondos comunes de inversión, fideicomisos financieros, cédulas hipotecarias, préstamos a provincias y beneficiarios del SIPA.

El FGS podrá financiar a la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) en los siguientes casos: i) ante eventuales insuficiencias en el financiamiento del régimen previsional público a efectos de preservar la cuantía de las prestaciones previsionales; ii) para atender el pago de reajustes de haberes y cancelar deudas previsionales en situaciones debidamente fundadas por la ANSES.

Es importante destacar el círculo virtuoso que existe entre el accionar el FGS, el nivel de actividad de la economía y los recursos del sistema previsional. Las inversiones del FGS al orientarse a productos vinculados a la economía real estimulan la creación del empleo e incrementan los aportes y contribuciones al sistema previsional.

A fines del segundo trimestre de 2021, el valor de la Cartera de Inversiones del FGS ascendía a \$ 4,2 billones, mientras que en dólares alcanzaba los USD 43.920 millones⁴⁸.

- Compañías de seguro

Son el segundo principal agente de demanda de productos MiPyMes vía mercado de capitales, fundado en la reglamentación de la Superintendencia de Seguros de la Nación

⁴⁷ Dini M. y Stumpo G.; MiPyMes en América Latina: un frágil desempeño y nuevos desafíos para las políticas de fomento; Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL); 2018. Pág. 65.

⁴⁸ Informe estadístico trimestral. Segundo trimestre 2021. FGS.

<http://fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/FGS%20-%20II.TRIM.21.pdf>

(SSN) que determina los porcentajes mínimos de sus carteras de inversión a destinar en productos MiPyMes.

En este sentido y con el objetivo de que las MiPyMes puedan mejorar su acceso al financiamiento del capital de trabajo, en 2019 se dictó la Resolución N° 724/2019 de la SSN en concordancia con lo solicitado por el Ministerio de Producción que generaba un nuevo desembolso de las compañías de seguros en instrumentos asociados al financiamiento MiPyMe.

A través del Fondo Nacional de Desarrollo Productivo (FONDEP), las compañías de seguro que operen en Vida y Retiro transfirieron \$13.500 millones, que luego la cartera del Fondo de Afectación Específica Financiamiento MiPyMes (“FAE Seguros”) volcó al mercado de capitales a través de la compra de activos financieros relacionados con el financiamiento de las MiPyMes. Esta inversión se centra en cheques y pagarés avalados por SGRs, cheques no garantizados, obligaciones negociables MiPyMes, factura de crédito electrónica y fideicomisos financieros.

- Fondos Comunes de Inversión (FCI)

Son patrimonio de titularidad de diversas personas (llamados cuotapartistas) a las cuales se les reconocen derechos de copropiedad representados por cuotapartes. Estos Fondos no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica. La dirección y administración de los FCIs estará a cargo de una sociedad anónima habilitada para esta gestión que actuará con la denominación de Sociedad Gerente. La custodia de los activos de los Fondos estará a cargo de una entidad financiera y actuará con la denominación de Sociedad Depositaria. Tanto la Sociedad Gerente, como la Depositaria deberán cumplir con los requisitos que fije la reglamentación de la CNV. Los resultados que tenga el Fondo Común de Inversión se verán reflejados diariamente en el valor de la cuotaparte. El régimen legal primordialmente define, conforme a la estructura jurídica de su constitución, dos tipos de fondos, Abiertos y Cerrados (los puntos centrales de la diferenciación entre un tipo y otro son el plazo de duración, la posibilidad de ampliar o reducir la cantidad de cuota partes emitidas y la posibilidad de rescatar las mismas). Los FCI Abiertos no tienen un plazo de vencimiento, y pueden aumentar y reducir la cantidad de cuotapartes en función de las suscripciones y los rescates de los cuotapartistas. Los rescates en estos FCI se pueden solicitar todos los días hábiles y la acreditación del monto resultante se produce mayoritariamente en el máximo de 72 hs. No obstante, pueden existir Fondos con otros modos y plazos de solicitud y liquidación del rescate. En el caso de los FCI Cerrados, se deberán constituir con un plazo máximo de duración (el cual podrá ser modificado) y con una cantidad máxima de cuotapartes, la cual podrá variar. Las cuotapartes de estos fondos no podrán ser rescatadas con anterioridad a la fecha determinada para su rescate.

Al cierre del segundo trimestre del 2021 los FCI tenían un patrimonio superior a los \$2.500.000 millones. Liderados por los fondos de mercado de dinero (con una participación entorno al 50%), mientras que los fondos orientados a las PyMes conformaban cerca de un 4% del total (con \$102.729 millones)⁴⁹. Cabe aclarar que hoy estos FCIs deben colocar el 75% de su cartera en productos MiPyMes.

⁴⁹ Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión (Agosto 2021). <https://www.cafci.org.ar/>.

5.10. Financiamiento a través del mercado de capitales

El mercado de capitales ofrece múltiples instrumentos de financiación que las empresas pueden utilizar en función de sus diversas necesidades, ya sea la financiación de capital de trabajo, de bienes de capital o proyectos de inversión.

Los instrumentos de renta fija, como los cheques de pago diferido y las obligaciones negociables, permiten a la empresa financiarse en diversos plazos acordes al flujo de fondos de su negocio, con el objeto de lograr una financiación eficiente sin descalce de plazos ni tasas.

Con los fideicomisos financieros se pueden desarrollar proyectos de inversión, aislando el riesgo de la empresa para obtener costos más convenientes que con otras alternativas.

A través de instrumentos de renta variable, como las acciones, las compañías más grandes pueden financiar capital de trabajo o bienes de capital incorporando nuevos socios que compartan el riesgo del negocio con los accionistas originales.

De esta forma se arriba al fin último de este trabajo y el más interesante para el autor: conocer y profundizar la variedad de instrumentos que ofrece el mercado de capitales y que están al alcance de las MiPyMes. En función de sus necesidades, flujos de ingresos, disposición de garantías y demás condiciones específicas, el mercado colaborará con cada empresa para que logre que su negocio sea sustentable desde el punto de vista del financiamiento. A continuación se analizan estos instrumentos, desde el corto hacia el largo plazo.

5.10.1 Caución bursátil

Son préstamos en pesos y dólares a muy corto plazo garantizados por BYMA, generalmente entre 1 y 120 días, aunque su plazo de negociación se extiende hasta los 360 días⁵⁰. Desde su creación en Argentina en 1927 es el único instrumento que no ha entrado en default.

Por un lado, el colocador aporta el efectivo y al término del período establecido recibe el capital más los intereses correspondientes. Por el otro, quien recibe el dinero o tomador, debe dejar títulos como garantía. Al vencimiento, el tomador repaga el préstamo más los intereses y se liberan sus títulos. En tanto el colocador logra así una rentabilidad similar a la de un plazo fijo a un plazo por lo general más corto.

Los colocadores suelen ser perfiles muy conservadores, en tanto es una herramienta de financiamiento muy utilizada de corto plazo, para quienes dispongan de títulos valores en cartera para dejar como garantía.

Entre sus ventajas, se destaca la agilidad ya que se trata de una operación inmediata con la única exigencia de dejar títulos en garantía, además las tasas obtenidas son inferiores a otras alternativas comparables como pueden ser los descubiertos bancarios. Por último, debe destacarse que este instrumento no consume cupo de otras líneas de créditos ni se requiere la participación de otros actores como las SGR, sólo se debe contar con una cuenta comitente activa.

5.10.2 Cheque de pago diferido (CPD)

⁵⁰ Bolsa de Comercio de Buenos Aires - <https://www.bolsar.com/> - Julio 2020

Este instrumento es utilizado tanto en el sistema bancario como en el mercado de capitales. Como se mencionó anteriormente el CPD permite a quien tiene cheques a cobrar en un futuro, por un plazo máximo de 360 días, adelantar su cobro vendiéndolo en el mercado de capitales. Como contrapartida existen inversores con liquidez que se ven atraídos y adquieren dichos valores a cambio de una tasa de interés (por lo general fondos institucionales o aseguradoras que deben cumplir con normativa específica).

En julio de 2019 entraron en vigencia los cheques electrónicos o echeqs en el sistema bancario. En el mercado de capitales esta novedad recién fue instrumentada por la CVSA a partir de marzo del 2020: en el sector MiPyMe se está incrementando fuertemente la operatoria digital dado que reduce costos de logística, de traslado y de verificación de documentos.

Otras ventajas competitivas del echeq son la simplificación de la operatoria, permite 99 endosos, reduce los motivos de rechazo y los costos operativos en comparación con el cheque físico y brinda mayor seguridad.

De esta forma, un cheque emitido desde una chequera electrónica en una entidad financiera podrá ser descontado de manera totalmente digital en el mercado de capitales. Esto es posible gracias al vínculo de la depositaria con la Cámara Electrónica de Compensación de Medios de Pago minorista de Argentina (COELSA).

Sin dudas el CPD es el instrumento más utilizado por las MiPyMes y que aporta el mayor monto de financiamiento. Existen tres sistemas de negociación: patrocinado, avalado y endosado.

- CPD Patrocinado

Para participar en este sistema una empresa debe ser autorizada por el mercado para emitir CPD negociables en el mercado de capitales. Pueden solicitar la autorización de listado de cheques de pago diferido propios (los cheques patrocinados) entidades pymes y grandes empresas.

Una vez que la empresa está autorizada a negociar CPD, los envía a la CVSA con el endoso a su favor, para su posterior negociación en el mercado.

Posteriormente un AN o ALyC depositará los fondos resultantes de la negociación realizada por oferta pública, en la cuenta comitente a nombre del beneficiario.

La operatoria concluye con el vencimiento del plazo del cheque, momento en que el emisor debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto, y así cumplir con el pago del documento que tendrá como beneficiario al inversor.

De esta manera, los beneficiarios de los cheques pueden hacerlos líquidos en el mercado sin que recaiga ningún tipo de calificación sobre ellos, ni le consume cupo de otras líneas de crédito. Adicionalmente, accede al prestigio y reconocimiento de estar listado en un mercado.

- CPD Avalado

Este sistema es exclusivo para MiPyMes o personas físicas y es condición necesaria que las interesadas se incorporen como socio partícipe a una SGR, para estar en condiciones de garantizar el pago mediante un aval.

Las MiPyMes envían cheques propios o de sus clientes a la SGR para que ésta los avale y envíe al mercado para su posterior negociación. De esta manera, ante cualquier dificultad de cobro del cheque garantizado, la SGR se transforma en principal pagador abonando el monto comprometido.

Un AN o ALyC depositará los fondos resultantes de la negociación realizada por oferta pública en el MAVSA, en una cuenta comitente a nombre del beneficiario para su disposición.

Al igual que en el sistema patrocinado, la operatoria concluye con el vencimiento del plazo del cheque.

Los echeqs requieren de una operatoria similar, con la diferencia de que la MiPyMe debe registrarse en CVSA para cargar el echeq, luego desde ahí solicitar el aval de la SGR para luego enviarlo a la ALyC para su venta. De esta manera se reducen fuertemente los costos operativos, a lo que se suma simplicidad, seguridad y agilidad de operatoria. Además, los echeqs han minimizado significativamente los motivos de rechazo.

Estas iniciativas permiten reducir las distancias entre los MiPyMes y los lugares donde se accedía a estas herramientas físicas.

Entre las ventajas de este sistema se destacan que la MiPyMe puede negociar cheques propios y recibir de sus clientes cheques endosables, acceder a tasas competitivas similares a las que acceden las grandes empresas por contar con el aval de una SGR.

- CPD Directo

Dentro de este segmento existen subcategorías, que se adaptan a las necesidades de financiamiento y difieren principalmente con sus mecanismos de garantía.

El primero de ellos es el directo no garantizado el comprador no cuenta con ninguna garantía adicional más que con la solvencia del del librador. Claramente este segmento de CPD tiene escalabilidad.

En el segmento directo garantizado el mercado MAVSA solicita contragarantías al agente que vende el cheque en el mercado para su descuento. De esta manera el inversor o comprador de ese valor, tiene las suficientes garantías para que el mercado pueda dar cumplimiento en caso de que se defaultee el valor.

Otro segmento es el de directo MAV cadena de valor, son empresas y proveedores considerados de primera línea de la cadena de valor productiva que emiten cheques y las MiPyMes pueden descontar en el MAVSA.

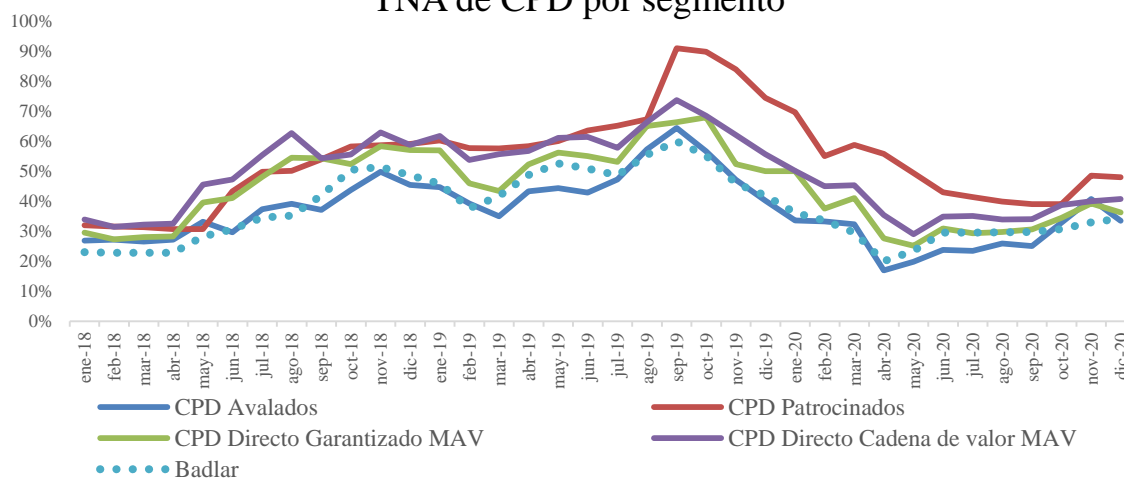
Existen además los directos con garantía warrants, donde el sujeto de crédito es el librador o endosante del cheque, quien se constituye en deudor frente al comitente comprador o inversor, actuando el warrant incorporado a la negociación como garantía de pago. Los warrants generalmente aceptados son de alta liquidez, como pueden ser una prenda, hipoteca o alguna garantía real sobre bienes bloqueados en función de la deuda contraída.

Por último y que resulta muy importante como alternativa de financiación de la economía real, vinculada principalmente con la producción agrícola del país. Son los cheques de pago diferido directo con garantía de contrato de granos en modalidad de precios a fijar. Esta operación fija un precio a fecha futura a criterio del vendedor, sobre la base de un precio de referencia del contrato. A partir de la cesión de los derechos de cobro del contrato a favor del mercado se valoriza ese activo dejando un cupo contra el cual se podrá descontar los valores correspondientes.

A continuación, se muestra una comparativa de tasas por segmento, de donde se desprende una idea bastante lógica, que cuanto más confiable es la garantía mejor es la tasa de interés

a la que se descuentan los valores. A modo de referencia se agregó la tasa badlar, prácticamente es la tasa que consiguen las empresas que descuentan valores avalados por las SGR, demostrando la importancia de este instrumento y ese segmento principalmente.

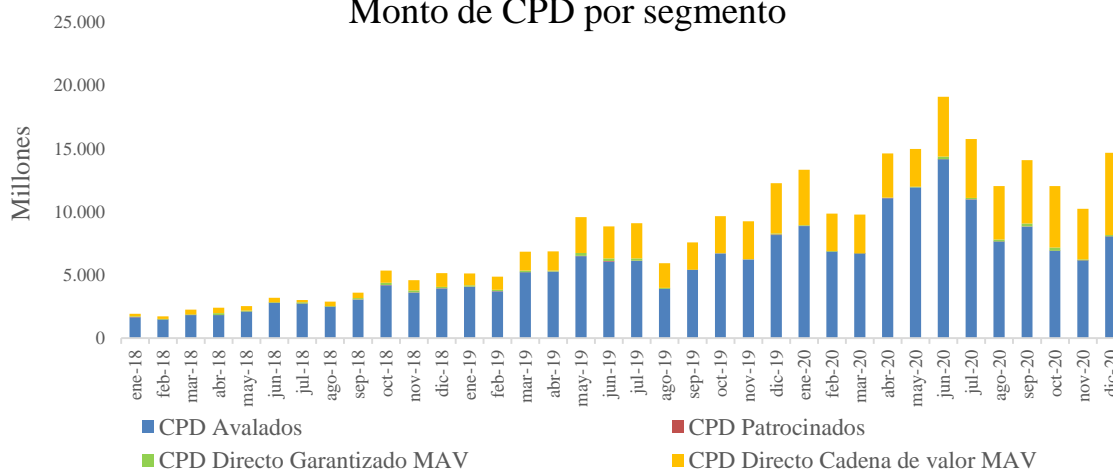
TNA de CPD por segmento



Fuente: Elaboración propia en base a MAVSA y BCRA.

Los CPD avalados también son los que predominan en cuanto a montos negociados, promediando un 75% del total de CPD. Los del segmento directo de cadena de valor aportan prácticamente el resto, con un aporte mínimo de los garantizados y muy en el margen de los patrocinados (en mayo del 2020 no se negociaron CPD patrocinados y en diciembre sólo 10 valores por \$1.559.990).

Monto de CPD por segmento



Fuente: Elaboración propia en base a MAVSA.

El CPD es el instrumento más utilizado y la puerta de acceso al mercado de capitales para muchas empresas.

Tal como se mencionó previamente, los echeqs desde marzo de 2020 que comenzaron a operarse en el mercado de capitales vienen creciendo rápidamente, tan así que en diciembre el 56,38% de los CPD negociados fueron electrónicos (8.377 sobre un total de 14.858). Esta tónica se repite en varios instrumentos digitales que aceleraron su utilización producto de la medida de Aislamiento Social Preventivo y Obligatorio (ASPO) que se dispuso durante varios meses del 2020 por la pandemia. La negociación de echeqs, pagarés digitales y FCE han experimentado un significativo crecimiento sobre todo a partir del segundo semestre del año 2020. En el mes de diciembre se negociaron un total de \$9.276 millones de pesos en

instrumentos digitales representando el 62% del total negociado en el mercado. El principal instrumento digital negociado ha sido el echeq representando el 96% del total.

5.10.3 Factura de crédito electrónica (FCE)

Este es un instrumento relativamente nuevo, surgido en julio del 2019, a través del cual las MiPyMes acceden al cobro anticipado de los créditos y de los documentos por cobrar emitidos a sus clientes con los que hayan celebrado una venta de bienes o hayan prestado algún servicio a plazo, ya sea en pesos o en dólares. Es una manera de transformar el crédito comercial en crédito financiero.

Es importante aclarar que se descuenta el neto de notas de débito, crédito y retenciones y que las FCE MiPyMes quedan en custodia de la CVSA.

Quedan excluidas las facturas de exportación, las empresas establecidas en Tierra del Fuego, así como las operaciones con el estado, ya sea nacional, provincial o municipal. También quedan exceptuadas las facturas emitidas por prestadoras de servicios públicos, las facturas emitidas a consumidores finales y las operaciones comerciales por intermedio de consignatarios y/o comisionistas.

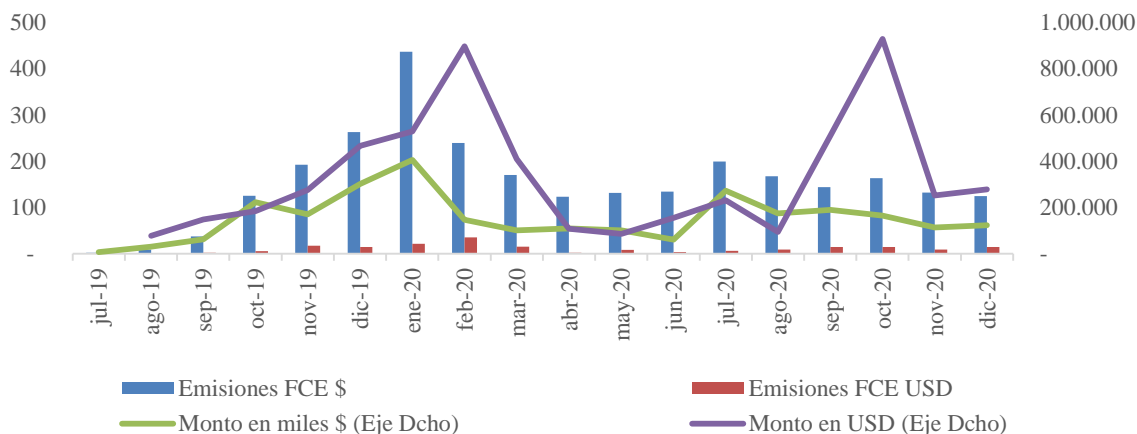
En este régimen están alcanzadas por un lado las MiPyMes que emiten FCE a las grandes empresas que se encuentren listadas como tales en AFIP⁵¹. En agosto de 2021 el listado de empresas grandes ascendía a 1.230 firmas. La FCE resultará aplicable para cada uno de los comprobantes que se emitan por un monto total igual o superior a aquellos establecidos en el cronograma de implementación establecido por la AFIP, en función de la actividad de la MiPyMe (actualmente el mínimo es \$100.000).

Las FCE que se negocian en el MAVSA, tienen la misma segmentación que los CPD mencionados anteriormente: cadena de valor, garantizadas (con warrant, con contratos de compra/venta de granos, modalidad precio a fijar) y los avalados.

En julio del 2019 se emitieron las primeras dos FCE con un plazo promedio de 52 días, a una tasa promedio de 48,10%, levemente por debajo de la tasa de referencia en pesos badlar. Al siguiente mes se emitió la primer FCE en dólares.

La FCE en pesos tiene un perfil de vencimiento más corto que las emitidas en dólares, mientras las primeras se concentran en el rango de menos de 60 días, las segundas se ubican mayormente en el rango de 121 a 180 días.

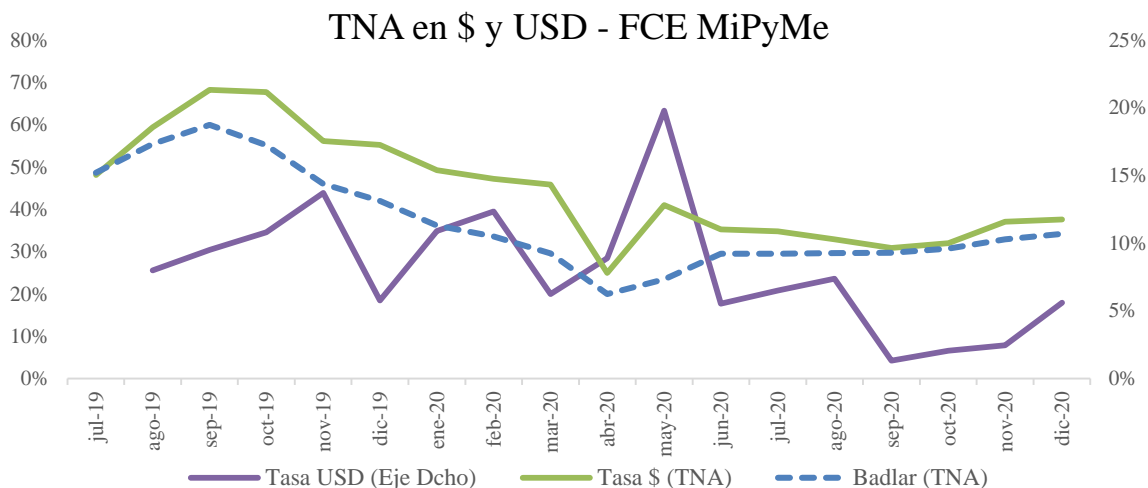
FCE MiPyMe: Emisiones y montos



⁵¹ Micrositio de FCE de AFIP: <http://www.afip.gob.ar/facturadecreditoelectronica/> - Agosto 2021

Fuente: Elaboración propia en base a MAVSA.

En relación con las tasas a las que acceden las MiPyMes a través de este instrumento se puede mencionar que para las colocaciones en pesos siguen una tendencia a la badlar, aunque levemente superior. En tanto las colocaciones en dólares al estar menos atomizadas por ser muy pocas aún tienen una volatilidad mayor, alcanzando picos de por ejemplo casi 20% en mayo del 2020, y bajando a 5,53% el mes siguiente.



Fuente: Elaboración propia en base a MAVSA.

5.10.4 Obligación negociable (ON)

Son bonos privados emitidos tanto en pesos como en dólares que representan valores de deuda de la empresa emisora. El inversor es un acreedor de la empresa, no implica participación societaria alguna. Muchas MiPyMes recurren a estos bonos para ampliar su capital de trabajo, mejorar tecnología o implementar proyectos de investigación.

Es un instrumento de mediano plazo y largo plazo, a partir de 2/3 años por lo general, a tasas competitivas en el que acceden empresas de varios sectores. Para las colocaciones en pesos, si bien existen algunos casos de tasas fija, las tasas de colocación en su mayoría se sitúan en badlar más un margen a definir por la subasta o licitación pública. En tanto las ON de MiPyMes en dólares tienden a situarse con tasas superiores a las colocaciones corporativas clásicas.

Según la información del MAVSA⁵² los rubros industriales, comerciales, de construcción y financiero se inclinan por colocaciones en pesos. En tanto los sectores inmobiliarios y del agro predominan en colocaciones en dólares. Estos son los rubros de mayor participación, pero también han emitido del sector talabartería, cosmética, textil, comunicaciones, farmacéutico, informática, de alimentos y leasing.

Estos valores negociables pueden emitirse bajo dos modalidades: las garantizadas o avaladas y las del Régimen PyME CNV. En ambos casos, el monto máximo es de \$100.000.000.

Las emisoras de ONs garantizadas están exceptuadas de cumplir con algunos de los requerimientos del régimen informativo ya que se les solicita publicar en la Autopista de Información Financiera (AIF) de la CNV los estados contables anuales dentro de los 120 días de cerrado el ejercicio. El monto para emitir bajo esta modalidad estará vinculado con el acuerdo que tuviera la MiPyMe para ser avalada por la SGR.

⁵² Mercado Argentino de Valores SA: www.mav-sa.com.ar/research/cpd-pagares-y-fce/mensual/

En cuanto a la emisión bajo el Régimen PyME CNV, también llamadas ON simple, las empresas pueden optar por solicitar la autorización de listado de una sola emisión o de un programa. En este último supuesto podrán colocarse sucesivas series dentro del plazo máximo de dos años de haberse otorgado la autorización.

Según la CNV se puede observar la aceleración de la inclusión de empresas PyME como emisoras en el mercado primario de capitales a partir de la implementación de la ON Simple en agosto de 2017 alrededor de 74 emisiones, estabilizándose en una cantidad en torno a 160 durante el segundo semestre de 2019 y, a partir de allí, sufriendo una pequeña merma, para asentarse en valores cercanos a 155 hacia mediados del 2020.

Este instrumento le permite a la MiPyMe estructurar la emisión en función del flujo de fondos y demás necesidades de la empresa, a la vez que le dará visibilidad y exposición a la empresa y acceso a una gran cartera de inversores.

Como todo instrumento de renta fija, permite conocer los componentes esenciales: como la tasa final de una emisión de deuda y el flujo de fondos futuro.

5.10.5 Pagaré bursátil

Puede librarse en pesos o en dólares por un monto mínimo de \$100.000. Su plazo no podrá ser inferior a 20 días corridos⁵³.

Los primeros pagarés se negociaron en marzo del 2016 y prácticamente todos eran colocaciones en dólares, ya hacia mediados del 2017 este instrumento comenzó a crecer en ambas monedas.

Tanto los pagarés en dólares como en pesos se concentran en el rango de 181 a 365 días, el saldo en dólares se ubica en períodos más largos mientras que las colocaciones en pesos tienden a ubicarse en plazos menores.

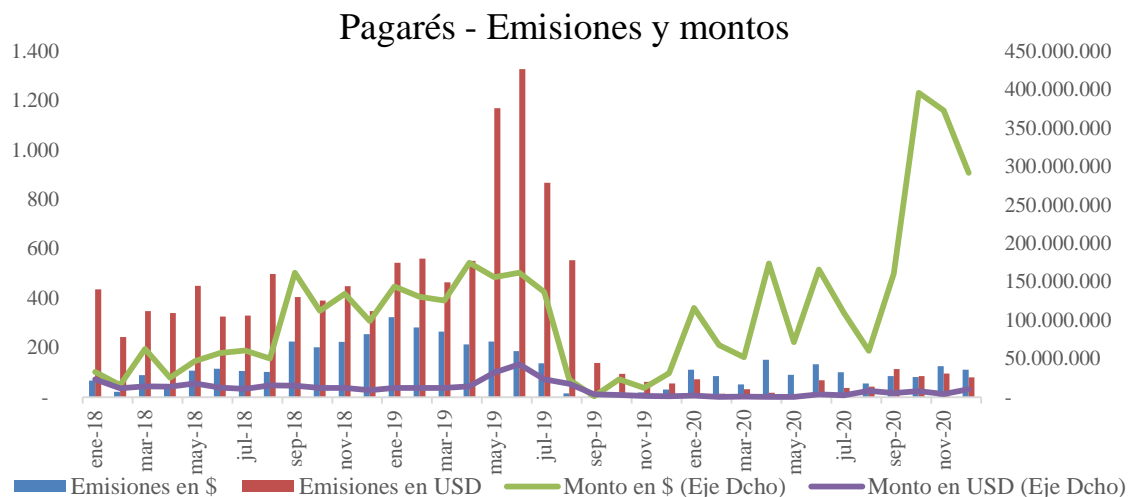
Todas las operaciones de pagarés podrán ser precanceladas con anterioridad a su vencimiento, debiendo el intermediario vendedor proceder a depositar en las cuentas correspondientes el monto resultante de la operación, previamente a solicitar el retiro de los pagarés negociados, los cuales no podrán volver a ser depositados para su negociación.

Todos los pagarés son garantizados o avalados por SGR. Recién en julio de 2020 se colocaron los primeros 14 pagarés directos garantizados en pesos dentro del segmento no garantizado, por un monto total de \$ 215.100.000, a una tasa promedio de 18.52%. Los pagarés en pesos son en su mayoría avalados, mientras que en dólares la tónica es la inversa siendo los protagonistas en el segmento directo.

A continuación se puede ver la evolución de la cantidad de pagarés emitidos según la moneda y los montos por mes. Claramente la inestabilidad macroeconómica de septiembre de 2019, sumados a las medidas de reperfilamiento por parte del estado nacional de sus letras en pesos y dólares generó ruido en el mercado impactando en las condiciones de los pagarés como así también en todos los demás instrumentos de financiamiento MiPyMe y del mercado en general.

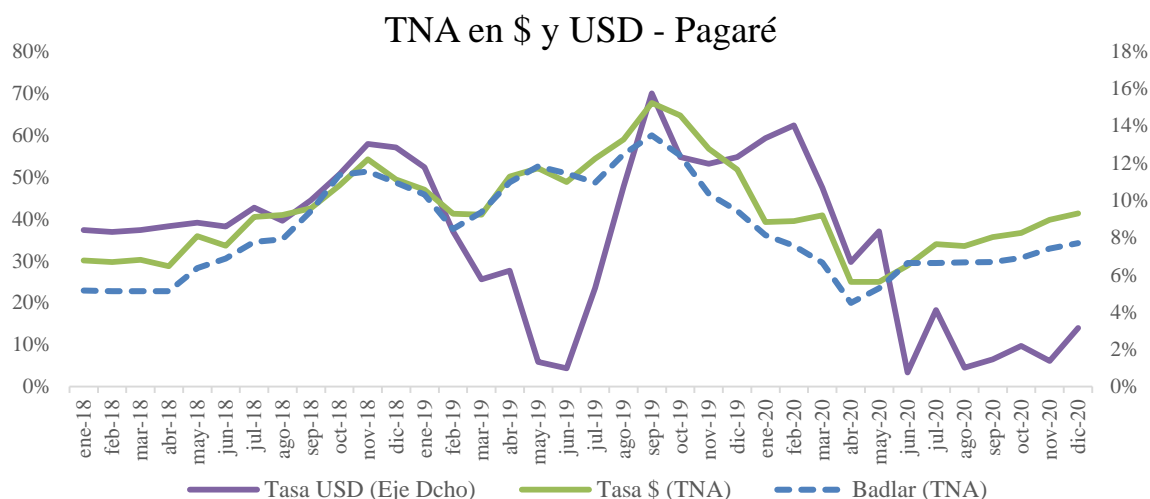
La novedad en cuanto a pagarés tuvo lugar en noviembre del 2019 cuando a través de la CVSA a través de su plataforma digital para pymes se emitieron los primeros pagarés electrónicos. Mismo mes en el que se muestra en la gráfica una importante recuperación de las emisiones y montos en pesos.

⁵³ Mercado Argentino de Valores - <http://www.mav-sa.com.ar/> - Julio 2020



Fuente: Elaboración propia en base a MAVSA.

En cuanto a las tasas a las que se negocian los pagarés se puede ver su atractivo, que sigue muy de cerca la tasa badlar, en tanto en dólares resulta muy importante el timing de la colocación de la pyme, ya que la tasa depende principalmente del contexto macroeconómico. En octubre del 2020, ya el 99% del volumen operado fue mediante pagarés electrónicos.



Fuente: Elaboración propia en base a MAVSA y BCRA.

5.10.6 Fideicomiso financiero (FF)

Esta herramienta mediante la cual las empresas se financian, en forma individual o conjunta, separando determinados activos (reales o financieros) de su patrimonio y cediéndolos a un administrador en propiedad fiduciaria.

Los bienes fideicomitados quedan exentos de la acción de acreedores, el inversor no se perjudica ante eventuales inconvenientes y la empresa y su balance quedan fuera del instrumento. De esta manera, aun teniendo dificultades, una empresa con buenos negocios proyectados puede ingresar al sistema. Esta separación de bienes hace que el riesgo comercial también se separe de la empresa, hace que ésta pueda acceder a mejores calificaciones de riesgo y emitir títulos valores garantizando su pago con el flujo de fondos generado por esos activos específicos. La mejor calificación de riesgo y las mejores garantías implican un menor costo de financiamiento para la emisora. Además, los costos para grupos de empresas son menores a los de una emisión individual.

Es el instrumento ideal para transformar activos ilíquidos en líquidos y su éxito en la historia del mercado de capitales de pymes se debe básicamente a la posibilidad de asociación de pymes sectoriales o regionales a efectos de acceder a menores costos que al de las fuentes tradicionales de financiamiento a la vez que permite disminuir el riesgo.

Los bienes fideicomitidos pueden ser cualquier derecho o cosa que pertenezca a la empresa, siempre que sea transferible, como valores negociables, acciones, ON, cuotas partes de FCI, pagarés, cheques, factura de crédito, créditos personales, leasing, derechos de cobro, cupones de tarjeta de crédito, entre otros.

Entre las partes que intervienen, está el fiduciante, que agrupa los créditos a transmitir en su condición de acreedor original de tales activos. Este proceso de securitización o titulización puede originarse en la imposibilidad de obtener créditos por las vías convencionales o por no poder acceder a la oferta pública a través de la emisión de títulos propios.

Por otro lado, el fiduciario, administra la cartera de créditos, efectuando la cobranza de los activos transmitidos y suministra a la BCBA información periódica relacionada con el fideicomiso para su difusión al público inversor.

Estos instrumentos se encuentran regulados por la CNV, y entre sus ventajas se destacan tal como se mencionó antes el hecho de transformar activos ilíquidos en activos financiero líquidos, que los bienes cedidos quedan exentos de la acción de acreedores y la empresa y sus balances son independientes del fideicomiso, que la evaluación crediticia se realiza sobre el negocio y no sobre la empresa, que en la medida que tengan buenos negocios proyectados, las empresas con dificultades financieras puedan acceder igualmente al financiamiento, distribuir los costos fijos cuando se trata de una emisión de un grupo de empresas.

La mayoría de los FF individuales son del rubro comercial, que ceden sus carteras de créditos y en su mayoría sin garantía de SGR, con plazos que se ubican predominantemente entre 12 y 30 meses para las colocaciones en pesos.

Los FF colectivos en tanto tienden a ser colocados por el sector agropecuario y con garantía de SGR, cuyo destino de fondos son insumos y semillas, principalmente de las provincias de Buenos Aires, Córdoba, Entre Ríos y Santa Fe, y en menor medida de Tucumán, La Pampa, Salta, Santa Fe, Mendoza, Formosa, San Luis, Capital Federal y Santiago del Estero. En su mayoría son colocaciones en USD y con plazo promedio de vencimiento 12 meses.

Tanto en la estructuración como en la colocación de FF participan varios agentes de mercado, como consultoras, ALyCs y mercados como el MAVSA. El BICE a través de la línea BICE Fideicomisos, heredada del Banco Nación, es un agente importante y actúa como agente de asesoramiento, organizador, estructurador, de garantía, pago y custodia.

5.10.7 Acciones

A través de la cotización pública de sus acciones las MiPyMes avanzan hacia la apertura de capital. Mediante la incorporación de nuevos socios, se financian tanto para capital de trabajo como para bienes de capital compartiendo el riesgo del negocio. La empresa no asume compromisos de pago, ya que no es un instrumento de deuda, sino que vende parte de su empresa incorporando socios (a través de acciones preexistentes o ampliando el capital).

Para lograr cotizar en el mercado la empresa debió haber transitado previamente por el mercado de capitales, mediante varios instrumentos antes mencionados que brindan

visibilidad y exposición, a la vez que se requiere de una buena organización administrativa que les permita cumplir con los plazos y exigencias en cuanto a la presentación de la información requerida por la CNV, a pesar de contar con un régimen simplificado de oferta pública y cotización. Es importante aclarar que las acciones PyMes sólo pueden ser adquiridas a través del mercado primario por inversores calificados, según lo regulan las normas de la CNV. Luego las acciones son negociables en el mercado de capitales una vez realizada la colocación en el mercado primario. Por lo que el precio de la acción estará determinado por la interacción de oferta y demanda entre los inversores en el mercado secundario, quienes podrán desprenderse de su participación cuando así lo deseen sin afectar el capital social de la empresa.

Entre las ventajas, se destaca que la tasa de financiamiento es 0%, ya que no asumen deuda sino incorporan socios al negocio, aporta seriedad, transparencia y una valoración objetiva de la empresa a la vez que incrementa su exposición en el mercado utilizando esta herramienta como un medio de publicidad no convencional.

6. CONCLUSIONES

6.1. Conclusión general

La investigación comenzó con un recorrido por la historia económica y social de Argentina donde quedó claro que el empresariado argentino debió desarrollar sus actividades en contextos muy cambiantes. Sucesos que persisten en las últimas décadas y en la actualidad se ven aún más agudizados.

El repaso histórico y económico local fue dividido en tres etapas: la del modelo agroexportador con un auge de la economía acompañado por un contexto mundial que mejorando los términos de intercambio le permitió un fuerte crecimiento y que culminó con la gran depresión. Continuó con un nuevo modelo más puertas adentro, de industrialización por sustitución de importaciones, que atravesó el momento de la segunda guerra mundial, modelo que redundó en un estancamiento relativo sujeto a las limitaciones externas que culminaban en crisis de balanza de pagos sumados a períodos de alta inflación, dando comienzo de esta manera a ciclos muy marcados, conocidos como stop and go.

El regreso a la democracia aún tiene una deuda, la estabilidad económica.

Modelos económicos opuestos, desde economías más protectoras que concluían en crisis de balanza de pagos hacia liberalizar la economía culminando en crisis de deuda dificultan todo tipo de planificación, e incorporan mayores riesgos a todos los proyectos.

Las empresas deben tomar sus decisiones en este contexto, incorporando este riesgo en sus proyectos de inversión y financiamiento. Se sabe, a partir de los datos volcados en el desarrollo, que la cantidad de empresas en Argentina, sobre todo MiPyMes son muy procíclicas, esto muestra destrucción de empresas en las crisis y un rápido nacimiento y evolución en épocas de crecimiento económico. También se ha confirmado el hecho de que las casi la totalidad de empresas son MiPyMes, y la importancia de su contribución al empleo y al producto.

Se destacó la importancia del rol de la administración financiera en toda organización y se decidió poner el foco en el financiamiento de las MiPyMes, uno de sus principales obstáculos para poder desarrollarse.

Se termina de comprender el porqué de la decisión de abordar dicho tópico, al comprender que la falta de financiamiento a las MiPyMes impacta directamente en el nivel de empleo y de producto del país.

El bajo nivel de crédito en comparación con otros países de la región denota el perfil conservador del financiamiento bancario. El sistema financiero tradicional capta fondos de muy corto plazo principalmente en moneda local, lo que al no asumir riesgo por parte de las entidades financieras tradicionales se traducen en créditos de muy corto plazo y para clientes con excelente calificación crediticia. La principal explicación, nuevamente, la inestabilidad macroeconómica y las reiteradas crisis, que se suman a la información asimétrica. Las garantías aquí juegan un papel fundamental, por eso la importancia de las SGR.

Del 50,73% de las PyMes registradas del país, dejando afuera una de cada dos pymes que son informales, sólo las que gozan de un buen ranking crediticio pueden acceder al financiamiento bancario, ya que se mira más el comportamiento crediticio que el balance.

Las MiPyMes no cuentan con un financiamiento que les permita planificar a largo plazo, ya que las pocas que pueden acceder lo logran para cubrir necesidades de capital de trabajo. La banca de desarrollo es incipiente en Argentina.

En los 3.700 kilómetros que van de norte a sur y los 1.425 que se extienden de este a oeste, Argentina tiene una distribución económica y empresarial extremadamente concentrada. Si

bien el nivel de informalidad es una constante, la distribución geográfica es un factor histórico que no brinda las mismas condiciones de desarrollo para las MiPyMes. La disposición de la trama del sistema bancario así lo demuestra.

En respuesta al interrogante planteado entre los objetivos: ¿El mercado de capitales soluciona el problema de financiamiento de las MiPyMes en Argentina? La respuesta es no, sin embargo ofrece una alternativa y/o complemento de financiamiento que se encuentra siempre a disposición de las MiPyMes.

Durante el desarrollo del presente se conocieron los protagonistas del mercado de capitales, así como los principales instrumentos de financiamiento y su operatoria, gama que contempla tanto el corto, como el mediano y largo plazo. La empresa tiene a disposición herramientas que le permiten ser estructuradas a su medida calzando sus flujos de caja, volviéndose más eficiente.

Muchas veces, la falta de canales formales de crédito hace que las cadenas de valor de las MiPyMes sean sus mejores canales de financiamiento, entregando valores a plazo a sus proveedores.

La caución bursátil cubre las necesidades de cortísimo plazo a tasas más competitivas que los descubiertos bancarios. El CPD en sus diversos segmentos es la puerta de ingreso al mercado de capitales para las MiPyMes accediendo, en muchos casos a tasas de descuento preferibles por sobre los canales tradicionales y cubriendo las necesidades de financiamiento de corto plazo. El pagaré bursátil es una herramienta de mediano plazo cada vez más utilizada que permite el acceso a financiamiento tanto en pesos como en dólares a tasas favorables por sobre las herramientas bancaria de similar perfil. La ON simple cubre la deuda de largo plazo, tanto en moneda local como extranjera.

La distribución y concentración de los agentes del mercado de capitales y las SGR muestran semejanzas con el sistema bancario. Sin embargo, la digitalización permite acortar las distancias y fomenta la inclusión financiera.

El echeq y el pagaré digital, junto con la FCE, aparecen como una novedad y van ganando cada vez más terreno, tal como se vio durante el 2020, y son un set de herramientas de financiamiento a disposición de las MiPyMes. La capacitación bursátil se convierte en un requisito fundamental para el mundo empresarial. Con el adecuado fomento desde la CNV, la digitalización debe tender a democratizar estas herramientas en los 2.780.092 kilómetros cuadrados de suelo argentino.

Parece oportuno mencionar la siguiente experiencia “somos una pyme agropecuaria que estamos en el centro de la provincia de Entre Ríos, en Villa San Marcial, que es un pueblo de 1.000 habitantes, en donde ni siquiera hay un banco. Tenemos la oficina comercial en el medio del campo, y desde aquí poder hacer cheques electrónicos y operarlos con un agente de bolsa y el aval de una SGR, en el mercado de valores, todo electrónicamente, es algo excelente, muy bueno. ¡¡Realmente esto es federal!!”⁵⁴.

Vale destacar la relevancia de todos los agentes de mercado que, impulsados por la CNV, acercan el mercado de capitales nuevos jugadores generando un círculo virtuoso y redundando en mayor crecimiento del mercado y profundidad, lo que impulsa el crecimiento del país.

⁵⁴ Relato en una capacitación privada de Financiamiento PyME a cargo de la Caja de Valores y MAVSA, a la que asistió el autor del presente trabajo.

6.2. Conclusiones particulares

El financiamiento vía el mercado de capitales es una herramienta y no una solución para uno de los principales problemas de las MiPyMes. Es por esto que deben capacitar a sus empleados y acercarse al mercado de capitales, tal como lo hacen en muchos casos con el sistema bancario.

A continuación, se realizará un repaso de los puntos críticos del financiamiento MiPyMe a través del mercado de capitales en Argentina tratados a lo largo del desarrollo del presente trabajo.

Dentro de las fortalezas detectadas se destaca que uno de los efectos positivos de la pandemia COVID-19 es la divulgación y universalización de un set de productos de financiamiento electrónicos que eliminan muchos riesgos y abaratan costos a la vez que dan mayor seguridad, eficiencia y agilidad. De esta tiende a desaparecer una de las principales causales de rechazo: errores de tipeo o *picardía* de los librados, al igual que los riesgos asociados a los traslados físicos de los valores.

Estos productos tienen mucho potencial y son escalables: por ejemplo, los CPD cadena de valor no tiene garantía asociada más allá de la cadena de valor que está vinculada a la MiPyMe que negocia el cheque. Es importante destacar que a medida que existe mayor integración con las grandes empresas de primera línea mejoran las condiciones.

En relación con las garantías otorgadas por las SGR, se debe enfatizar que el mercado de capitales es el principal receptor.

Otro factor para subrayar es la solidez del sistema bancario y la dolarización financiera es robusta, dado que el sistema financiero tradicional es la puerta de entrada de las MiPyMes al financiamiento formal para luego acceder al mercado de capitales. La solidez de los bancos redundan en no dar pasos en falso hacia el acceso al mercado de capitales.

Por último es dable de remarcar la existencia de un marco normativo que brinda un piso de demanda a los instrumentos de financiamiento MiPyMe a través del mercado de capitales.

Durante el desarrollo también se han mostrado ciertos factores externos que pueden afectar favorablemente el financiamiento MiPyMe mediante el mercado de capitales en Argentina. A través del repaso de la historia económica argentina y la detección del ciclo económico de las últimas décadas, resulta esperable que en la etapa de expansión la cantidad de MiPyMes creciera y por ende también lo haga la base potencial de demanda de productos de financiamiento en el mercado de capitales.

Por otro lado, y tal como se ha comentado se sabe que las compañías de seguro y los FCIs son los que invierten principalmente en productos MiPyMes, por lo que mediante la educación financiera y ampliación del mercado podría incrementarse la demanda de los productos de financiamiento de las MiPyMes. El desarrollo de instrumentos a tasa variable de más largo plazo (Badlar/CER), el incremento de participación en activos MiPyMes de los FCIs PyMEs podrían redireccionar los flujos hacia el financiamiento productivo haciendo crecer exponencialmente la demanda de instrumentos de financiamiento del mercado de capitales.

Las iniciativas públicas como las propuestas de los fondos de garantía y desarrollo públicos, que impulsen la demanda a bajos costos de los productos ofrecidos por las MiPyMes a través del mercado de capitales fomentan aún más estas herramientas. Adicionalmente la promoción de las SGR favorece el desarrollo de las cadenas de valor y permite comprimir los costos de financiamiento a través del otorgamiento de garantías que tienden a reducir los

fallos de información. En el marco de las instituciones relacionadas debe destacarse que la conformación de un sistema de banca de desarrollo a través de una institución fuerte y con fuentes de fondeo estables potenciaría el financiamiento MiPyMe. El BICE posee capacidades institucionales acumuladas que, junto a la presencia territorial del Banco Nación, pueden operar como un buen complemento en pos de la inclusión financiera.

Lo mencionado en el párrafo anterior de ser acompañado de mayor inclusión y profundidad financiera del mercado de capitales, permitiría un mayor acercamiento y aprovechamiento de oportunidades y mejores condiciones que las bancarias en general. Argentina tiene espacio para hacer crecer la liquidez y profundidad del mercado de capitales a niveles equiparables a países vecinos, lo que impulsaría la tasa de crecimiento del PIB entre un punto y un punto y medio por año, con el consiguiente efecto en la creación de empleo y bienestar de la sociedad.

Otro pilar importante redundaría en la educación y la planificación financiera, ya que una reevaluación de la gestión de caja de las empresas permite pensar en el aprovechamiento de diversas modalidades de estructuración de financiamiento que no están sólo ligadas de manera exclusiva a la existencia de recursos monetarios.

Tal como se detalló en el apartado 5.4.1.: a diferencia de lo que ocurre en la Unión Europea con EUROSTAT en América Latina no hay un sistema estadístico que concentre la información sobre las empresas. En este sentido sería deseable que los países de la región avancen en la propuesta de un sistema de información regional sobre MiPyMes enfocados en la integración de los países vecinos. Argentina es uno de los países pioneros de la región.

En la vereda opuesta se han detectado factores internos que le transmiten cierta fragilidad al sistema de financiamiento a las MiPyMes través del mercado de capitales. La economía argentina tiene una falta de confianza en la moneda local por registrar durante períodos prolongados altos niveles de inflación e inestabilidad macroeconómica, desincentivando a los agentes económicos a invertir voluntariamente en pesos, sobre todo en el largo plazo, encorsetando la demanda de instrumentos de financiamiento MiPyMe casi exclusivamente a los agentes regulados: FCIs y compañías de seguro.

Adicionalmente el sistema bancario en Argentina tiene una cartera de créditos de muy bajo riesgo lo que se traduce en un alto porcentaje de rechazo de proyectos MiPyMes (información asimétrica), desalentando el uso de herramientas de financiamiento externo formal: tanto bancario como del mercado de capitales. En líneas generales puede aseverarse que el sector financiero tanto bancario como de capitales, carece de profundidad y tamaño, transformándose en una limitación para el crecimiento económico y la creación de empleo. Los altos niveles de informalidad se traducen en otra debilidad incidiendo en la baja inclusión financiera del empresariado local.

A esto anterior se debe agregar la concentración del mercado de las SGR: las dos principales sociedades avalan la mayoría de las MiPyMes lo que permite un acceso a mejores tasas que al resto. Se demostró que la dispersión en el riesgo de las SGR redundaría en diferenciales de tasas en sus avales en el mercado.

Como un corolario de los párrafos anteriores se puede aseverar que las MiPyMes aún requieren de la cercanía de los agentes de mercado para avanzar con propuestas tanto de financiamiento como de inversión, por lo que las zonas donde hay mayor concentración empresarial se condicionan con alta oferta de agentes de mercado. Se asocia con la cultura del pequeño empresariado local alejado del sistema bancario y aún más del mercado de capitales.

Los altos niveles de informalidad del empresariado local resultan una advertencia en tanto que el contexto económico actual amenaza con un aumento de dichos niveles que alejaría a las MiPyMes de los canales de financiamiento tradicional y de capitales, volcándose al

mercado no formal que carece de reglas y la información asimétrica es considerablemente mayor.

Otra amenaza que se detectó al repasar la bibliografía relacionada fue que en las ramas de menor productividad las barreras a la entrada son menores y los incentivos a operar en conexión con otras empresas son muy bajas, por lo tanto también reducen la posibilidad de generar economías externas que incrementen la especialización de empresas y la mejora de productividad en su fuerza laboral. Por lo que las empresas con personal más capacitado y profesionalizado son las que buscan acceder al financiamiento externo, ya sea en el sector bancario y/o a través del mercado de capitales.

Las MiPyMes en Argentina cumplen un rol fundamental en la economía. Casi el total de las empresas son MiPyMes, y contribuyen aproximadamente al 50 % del PIB y emplean cerca de tres cuartas partes de la fuerza laboral.

El mercado de capitales resulta una opción de financiamiento que se encuentra siempre disponible (por el piso de demanda generado por los entes regulados), tanto como sustituto y/o complemento del sistema financiero tradicional. Adicionalmente se traduce en publicidad de calidad gratis, ya que se da por sentado la profesionalización de su personal y transparencia en sus registros.

Argentina tiene margen para incrementar en liquidez y profundidad su mercado de capitales, a través del cual se canaliza el ahorro hacia la inversión. A la vez que impactaría de manera positiva en el PIB y en el empleo. Citando a Dapena (2009): “En la medida que el sistema de incentivos permita el desarrollo de los mercados de capitales, se estará facilitando el proceso de crecimiento de largo plazo...”

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

7.1. Listado de referencias bibliográficas

Ang, J. S. (1991). Small business uniqueness and the theory of financial management. *Journal of small business finance*, 1(1), 1-13.

Aguilar, J. G., Torres, S. G., & Salazar, A. A. (2017). Importancia de la administración eficiente del capital de trabajo en las Pymes. *Ciencia unemi*, 10(23), 30-39.

Allami, C., & Cibils, A. (2011). El financiamiento bancario de las pymes en Argentina (2002-2009). *Problemas del desarrollo*, 42(165), 61-86.

Avila J C. (2000); *Riesgo Argentino y performance macroeconómica*; Buenos Aires; Argentina; Universidad del CEMA.

Balán, J. (1978). Una cuestión regional en la Argentina: burguesías provinciales y el mercado nacional en el desarrollo agroexportador. *Desarrollo económico*, 49-87.

Banco Mundial; Informe N°: PAD1929 (2016) - Banco internacional de reconstrucción y fomento, documento de evaluación inicial del proyecto sobre el préstamo propuesto por un monto de USD 50 millones a favor de la república argentina para el proyecto de acceso al financiamiento a más largo plazo para las micro, pequeñas y medianas empresas.

Banon, S. L., & Matthews, C. H. (1983). Small firm financing: Implications from a strategic management perspective. *Journal of Small Business Management*, 27, 1-7.

Barreda, M. E. (2010). Fuentes de financiamiento para Pymes: posibilidad de apertura al mercado de Capitales.

Barton, S. L., & Gordon, P. I. (1987). Corporate strategy: useful perspective for the study of capital structure?. *Academy of Management Review*, 12(1), 67-75.

Bebczuk, R. N. (2010). Acceso al financiamiento de las PyMEs en Argentina: estado de situación y propuestas de política. CEPAL.

Belloni, P., & Wainer, A. (2012). La Argentina en la posconvertibilidad. ¿Un nuevo modelo de desarrollo. Documento de Trabajo, 23.

Berger, A. N., & 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(6-8), 613-673.

Berensztein S y Secco L (2016); *Los primeros 125 años del Banco Nación*; Ciudad Autónoma de Buenos Aires; Argentina; Banco de la Nación Argentina.

Berk J y Demarzo P (2008); *Finanzas Corporativas*; Ciudad de México; México; Pearson Educación.

- Bester, H. (1985). Screening vs. rationing in credit markets with imperfect information. *The American economic review*, 75(4), 850-855.
- Bianchi, P. (1996). Nuevo enfoque en el diseño de políticas para las PYMES: aprendiendo de la experiencia europea.
- Bleger, L., & Rozenwurcel, G. (2000). Financiamiento a las PyMEs y cambio estructural en la Argentina. Un estudio de caso sobre fallas de mercado y problemas de información. *Desarrollo Económico*.
- Briozzo, A. E., y Vigier, H. P. (2008). El ciclo financiero de crecimiento: Una prueba empírica.
- Briozzo, A. E., y Vigier, H. P. (2009). La estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas argentinas.
- Briozzo, A. E., y Vigier, H. P., Castillo, N., Pesce, G., & Speroni, M. C. (2016). Decisiones de financiamiento en pymes: ¿existen diferencias en función del tamaño y la forma legal? *Estudios gerenciales*, 32.
- Caballero, A. I. (2007). Capital de riesgo: el “fermento” de la economía.
- Canavese, A (1982). Inflación estructura, concertación de precios y política salarial: Argentina. Instituto de Investigaciones Económicas FCE-UBA/Conicet.
- Chiatchoua, C., y Castañeda, Y. (2015). Influencia de las mipymes en la generación de empleos en la región XI Texcoco, Estado de México (2000-2010).
- Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation. *Small business economics*, 8(1), 59-67.
- Conde, R. C. (2005). La economía política de la Argentina en el siglo XX. Edhasa.
- Coremberg A. (2007), La Riqueza de los Argentinos: El Balance de la Economía Argentina Una primera aproximación. Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- Cortes Conde, R. y Della Paolera, G. (2018). Nueva Historia Económica Argentina.
- Curia, E. (2010). Un marco general para el planteo de la reforma financiera. In XXXVII Congreso Nacional Bancario, Asociación Bancaria, Buenos Aires.
- D'attellis, J. A. (2014). Introducción al mercado de capitales en la Argentina. UNM.
- Dapena, J. P. (2004). Condicionantes de demanda del crédito para inversión. *Temas de Management*, 2(3), 23-31.
- Dapena, J. P. (2009). Rol del mercado de capitales en el crecimiento de la economía: Literatura y evidencia para Argentina (No. 393). Serie Documentos de Trabajo.

Dapena, J. P., & Dapena, J. L. (2003). Sistemas de información en Pymes y acceso al crédito en contextos de asimetría de información (No. 252). Serie Documentos de Trabajo.

Della Paolera, G., & Taylor, A. M. (2003). Tensando el ancla: La Caja de Conversión argentina y la búsqueda de la estabilidad macroeconómica, 1880-1935. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica de Argentina.

Díaz Alejandro, C. (1983). Ensayos sobre la historia económica argentina, Amorrortu. Bs. As.

Di Tella, G., & Zymelman, M. (1967). Las etapas del desarrollo económico argentino (No. 330.13/D61e).

Diamand, M. (1972). La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio. *Desarrollo económico*, 12(45).

Diamond, D. W. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of political Economy*, 97(4), 828-862.

Dini M y Stumpo G (2018); *MiPyMes en América Latina: un frágil desempeño y nuevos desafíos para las políticas de fomento*; Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Donaldson Jr, R. J. (1961). Radar reflectivity profiles in thunderstorms. *Journal of Atmospheric Sciences*, 18(3), 292-305.

Dunn de Avila, J. (2020). Mecanismos de financiamiento para pymes a través del mercado de valores: La experiencia internacional y recomendaciones para Uruguay.

Fanelli, J. M., & Frenkel, R. (1994). Estabilidad y estructura: interacciones en el crecimiento económico.

Fernández, L. (2005). Financiamiento con Capital de Riesgo de las PyME con potencial de crecimiento en Argentina.

Ferraro, C. A., Goldstein, E., Zuleta, L. A., & Garrido, C. (2011). Eliminando barreras: El financiamiento a las pymes en América Latina.

Ferraro, C. A., & Stumpo, G. (2010). Políticas de apoyo a las PYME en América Latina entre avances innovadores y desafíos institucionales. CEPAL.

Ferrer, A. (2010). La reforma del sector financiero y la función de banca de inversión. In XXXVII Congreso Nacional Bancario, Asociación Bancaria, Buenos Aires.

Ferreres, O. J. (2005). Dos siglos de economía argentina, 1810-2004: historia argentina en cifras. Editorial El Ateneo.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Trade-off and pecking order theories of debt. *Handbook of empirical corporate finance*, 135-202.

- Frenkel, R. (1980). El desarrollo reciente del mercado de capitales en la Argentina. *Desarrollo económico*, 20(78), 215-248.
- Fong, C. (2007). La importancia de la pyme como objeto de investigación científica. C. Fong (coordinador), *La pyme en México situación actual y retos estratégicos*, 19-32.
- Fundación de Investigaciones Económicas de Latinoamérica- FIEL (1996). *Las Pequeñas y Medianas Empresas en Argentina*.
- Gerchunoff, P., & Llach, L. (1998). *El ciclo de la ilusión y el desencanto. Un siglo de políticas económicas argentinas*. Buenos Aires: Ariel.
- Gerchunoff P. y Machinea J.L. (2015); *Circulando en el laberinto: la economía política de la salida del patrón oro en la argentina (1929-1933)*; Revista Cepal N° 117.
- Gregory, B. T., Rutherford, M. W., Oswald, S., & Gardiner, L. (2005). An empirical investigation of the growth cycle theory of small firm financing. *Journal of Small Business Management*, 43(4), 382-392.
- González Fraga, J., & GIRADLES, R. (1999). *Políticas para las Pequeñas y Medianas Empresas: Evaluación y Propuestas*. Informe elaborado por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC).
- Guaipatín, C. (2003). *Observatorio MIPYME: Compilación estadística para 12 países de la Región*. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 9(2), 193-206.
- Heymann, D., & Leijonhufvud, A. (1995). *High Inflation: The Arne Ryde Memorial Lectures*. OUP Catalogue.
- Hulburt, H. M., & Scherr, F. C. (2003). Determinants of the collateralization of credit by small firms. *Managerial and Decision Economics*, 24(6- 7), 483-501.
- Jaffee, D. M., & Russell, T. (1976). Imperfect information, uncertainty, and credit rationing. *The Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 651-666.
- Kosacoff, B. (1993). *La industria argentina: un proceso de reestructuración desarticulada*.
- Kulfas, M. (2009). *Las PYMES argentinas en el escenario post convertibilidad: políticas públicas, situación y perspectivas*.
- Kulfas, M. (2010). El financiamiento del desarrollo. Desafíos para la conformación de una banca de desarrollo en la Argentina. In *Segundo Congreso de la Asociación de Economía para el Desarrollo de la Argentina (AEDA)*, Buenos Aires.
- Kulfas M (2018); *Banca de desarrollo e inclusión financiera de las pequeñas y medianas empresas: Un estudio a partir de los casos de la Argentina, Colombia, Costa Rica y el Perú*; Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Lapelle, H. (2007). Los obstáculos de acceso al financiamiento bancario de las PyMEs. Observatorio PyME Regional. Buenos Aires norte-Santa Fe sur.

Larsen, M., Vigier, H. P., Guercio, M. B., & Briozzo, A. E. (2014). Financiamiento mediante obligaciones negociables: el problema de ser PyMEs.

Llistery, J. J., & Angelelli, P. (2002). Guía operativa para programas de competitividad para la pequeña y mediana empresa. Washington^ eD. C DC: Banco Interamericano de Desarrollo.

Leitner, P. J. (2006). The fallacy of safe harbors. *Strategic Finance*, 87(10), 30.

Llorens, J. L. 1996. "Sistemas de garantías de crédito: experiencias internacionales y lecciones para América Latina y el Caribe: Los sistemas de garantía de crédito en Europa". D.C.: BID.

López-Murphy, R., Navajas, F., Urbiztondo, S., & Moskovitz, C. (1998). Determinantes del ahorro interno: el caso argentino (No. 3023). Inter-American Development Bank, Research Department.

Marczak, J., Engelke, P., Bohl, D., & Saldarriaga, A. (2016). América Latina y el Caribe 2030: Escenarios futuros. USA: Atlantic Council/BID/Centro Frederick S. Pardee for International Futures. Recuperado de <https://C:/Users/74999/Downloads/LAC2030-America-Latina-y-el-Caribe-2030-Escenarios-futuros.pdf>.

Mercado Argentino de Valores SA, (2020): Informe 2019. Impacto del Financiamiento PyMe en 2020.

Mercado Argentino de Valores S.A. (2021): Informe 2020. Impulso del Financiamiento y las inversiones PyMe en 2021.

Míguez, E. (2006). ¿Veinte años no es nada? Balance y perspectivas de la producción reciente sobre la gran expansión agraria, 1850-1914. Gelman, J.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.

Moori Koenig, V., Yoguel, G., Milesi, D., & Robert, V. (2007). Desarrollo de ventajas competitivas: pymes exportadoras exitosas en Argentina, Chile y Colombia. *Revista de la CEPAL*.

Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.

Newland, C., & Ortiz, J. (2001). The economic consequences of Argentine independence. *Cuadernos de economía*, 38(115), 275-290.

Olivera, J. H. (1964). La inflación estructural y el estructuralismo latinoamericano. *Estudios económicos*, 3(5/6), 55-72.

PyME, F. O. (2018). Informe especial: Programas internacionales para la promoción de la natalidad empresarial y el desarrollo de las PyME. Buenos Aires.

PyME, F. O. (2019). Informe especial: Financiamiento, desempeño PyMe y desarrollo productivo. Buenos Aires.

PyME, F. O. (2020). Informe coyuntural: Cierre de año y perspectivas 2021. Buenos Aires.

Peres W y Stumpo G (2002); *La dinámica de las pequeñas y medianas empresas industriales en América Latina y el Caribe, Pequeñas y medianas empresas industriales en América Latina*; Ciudad de México; México; Siglo XXI/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Pérez, A. R., & Comeig, I. R. (1998). Efecto de la información asimétrica sobre el riesgo y el comportamiento de las sociedades de garantía recíproca: un análisis empírico. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*.

Pombo, P., Molina, H., & Ramírez, J. N. (2013). Clasificación de los sistemas de garantía desde la experiencia latinoamericana. Nota Técnica No. IDB-TN-503. Washington, DC: Inter-American Development Bank. Available at <http://publications.iadb.org/handle/11319/5619>.

Rapoport M (2012); *Historia económica, política y social de la Argentina, 1880-2003*; Buenos Aires; Argentina; Emecé.

Regalsky A y Moyano D (2019); *Moneda, Crédito y banca en clave regional. Siglos XIX y XX*; Buenos Aires, Argentina; Anuario Centro de Estudios Económicos de la Empresa y el Desarrollo.

Remes Lenicov J (2019); *La inflación es una cuestión central a resolver para poder crecer*.

Risso M M (2007); *El capital de trabajo neto y el valor en las empresas. La importancia de la recomposición del capital de trabajo neto en las empresas que atraviesan o han atravesado crisis financieras*; Bogotá, Colombia; Revista Escuela de Administración de Negocios, N° 61; Universidad EAN.

Rojas, L. (2017). Situación del financiamiento a Pymes y empresas nuevas en América Latina. *Corporación de Estudios para Latinoamérica*, 70.

Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrnios, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of business venturing*, 16(3), 285-310.

Rosal, M. Á. (2003). Flujos comerciales e integración económica del espacio rioplatense hacia el final del periodo rosista. In *La desintegración de la economía colonial: comercio y moneda en el interior del espacio colonial (1800-1860)*.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (1996). Fundamentos de finanzas corporativas. Irwin.

Saavedra García, M. L. (2012). Una propuesta para la determinación de la competitividad en la pyme latinoamericana. Pensamiento & gestión, (33), 93-124.

Scherr, F. C., & Hulburt, H. M. (2001). The debt maturity structure of small firms. Financial management, 85-111.

Scott, J. H. (1977). Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure. The journal of finance, 32(1), 1-19.

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. The American economic review, 71(3), 393-410.

Urmeneta, R. (2016). Dinámica de las empresas exportadoras en América Latina: el aporte de las pymes.

Van Horne James C y Wachowicz John M Jr (2010); *Fundamentos de Administración Financiera*; Naucalpan de Juárez; México; Pearson; 13° Edición.

Vos, E., Yeh, A. J. Y., Carter, S., & Tagg, S. (2007). The happy story of small business financing. Journal of Banking & finance, 31(9), 2648-2672.

7.2.Listado de fuentes de datos

Administración Federal de Ingresos Públicos (Febrero 2021). <http://www.afip.gob.ar/>.

Asociación de Leasing de Argentina (Julio 2020). <https://www.leasingdeargentina.com.ar/>.

Banco Central de la República Argentina (Febrero 2021). <https://www.bcra.gob.ar/>.

Banco de Inversión y Comercio Exterior de Argentina (Julio 2020). <https://www.bice.com.ar/>.

Banco de la Nación Argentina (Julio 2020). <https://www.bna.com.ar/>.

Banco de la Provincia de Buenos Aires (Julio 2020). <https://www.bancoprovincia.com.ar/>.

Banco Mundial (Febrero 2021). <https://datos.bancomundial.org/>.

Bolsas y Mercados Argentinos (Junio 2020). <https://www.byma.com.ar/>.

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (Julio 2020). <https://www.bcba.sba.com.ar/>.

Caja de Valores SA (Junio 2020). <https://www.cajadevalores.com.ar/>.

Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión (Agosto 2021). <https://www.cafci.org.ar/>.

Cámara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantía (Marzo 2021). <https://www.casfog.com.ar/>.

Comisión Nacional de Valores (Febrero 2021). <https://www.cnv.gov.ar/>.

Fondo Monetario Internacional (Mayo 2021). <https://www.imf.org/es>.

Fundación Observatorio PyME (Febrero 2021). <https://www.observatoriopyme.org.ar/>.

Instituto Argentino del Mercado de Capitales (Junio 2020). <https://www.iamc.com.ar/>.

Mercado Argentino de Valores (Mayo 2021). <http://www.mav-sa.com.ar/>.

Ministerio de Desarrollo Productivo (Julio 2020). <https://www.argentina.gob.ar/produccion>.

Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (Junio 2020). <http://www.trabajo.gob.ar/estadisticas/oede/estadisticasnacionales.asp>.

8. ANEXOS

8.1. Distribución geográfica de las PyMes registradas.

8.1.1 Región Pampeana

Región	Empresas / Sector	Industria	Agropec.	Comercio	Servicio	Construc.	Minería	TOTAL
Buenos Aires	Registradas	34.871	24.969	54.973	48.473	8.391	104	171.781
	Total	65.663	48.559	106.291	99.614	17.432	220	337.779
	% de registradas	53%	51%	52%	49%	48%	47%	51%
	Participación por sector	19%	14%	31%	29%	5%	0%	100%
CABA	Registradas	15.937	5.092	24.729	55.019	6.396	124	107.297
	Total	32.251	10.360	50.591	113.816	13.703	280	221.001
	% de registradas	49%	49%	49%	48%	47%	44%	49%
	Participación por sector	15%	5%	23%	52%	6%	0%	100%
Córdoba	Registradas	11.473	16.301	16.180	15.818	2.148	105	62.025
	Total	21.911	31.797	32.700	34.732	4.662	212	126.014
	% de registradas	52%	51%	49%	46%	46%	50%	49%
	Participación por sector	17%	25%	26%	28%	4%	0%	100%
La Pampa	Registradas	1.224	3.181	2.156	1.722	168	14	8.465
	Total	2.206	6.107	4.149	3.531	362	30	16.385
	% de registradas	55%	52%	52%	49%	46%	47%	52%
	Participación por sector	13%	37%	25%	22%	2%	0%	100%
Santa Fe	Registradas	13.199	15.731	17.586	16.526	2.521	25	65.588
	Total	24.535	30.080	34.294	34.437	5.418	49	128.813
	% de registradas	54%	52%	51%	48%	47%	51%	51%
	Participación por sector	19%	23%	27%	27%	4%	0%	100%
Pampeana	Registradas	76.704	65.274	115.624	137.558	19.624	372	415.156
	Total	146.566	126.903	228.025	286.130	41.577	791	829.992
	% de registradas	52%	51%	51%	48%	47%	47%	50%
	Participación por sector	18%	15%	27%	34%	5%	0%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Desarrollo Productivo; PyMEs registradas a Julio 2020.

8.1.2 Región NOE

Región	Empresas / Sector	Industria	Agropec.	Comercio	Servicio	Construc.	Minería	TOTAL
Chaco	Registradas	705	1.400	2.128	1.413	271	2	5.919
	Total	1.321	2.694	4.122	2.824	577	5	11.543
	% de registradas	53%	52%	52%	50%	47%	40%	51%
	Participación por sector	11%	23%	36%	24%	5%	0%	100%
Corrientes	Registradas	694	1.259	2.296	1.583	336	14	6.182
	Total	1.366	2.545	4.716	3.352	730	32	12.741
	% de registradas	51%	49%	49%	47%	46%	44%	49%
	Participación por sector	11%	20%	37%	26%	6%	0%	100%
Entre Ríos	Registradas	3.582	5.582	5.565	3.828	595	35	19.187
	Total	6.623	10.764	10.687	8.021	1.252	73	37.420
	% de registradas	54%	52%	52%	48%	48%	48%	51%
	Participación por sector	18%	29%	29%	21%	3%	0%	100%
Formosa	Registradas	174	227	987	585	157	3	2.133
	Total	342	475	2.090	1.209	328	7	4.451
	% de registradas	51%	48%	47%	48%	48%	43%	48%
	Participación por sector	8%	11%	47%	27%	7%	0%	100%
Misiones	Registradas	1.401	973	2.753	2.019	390	20	7.556
	Total	2.558	1.867	5.239	3.977	757	38	14.436
	% de registradas	55%	52%	53%	51%	52%	53%	52%
	Participación por sector	18%	13%	36%	28%	5%	0%	100%
NOE	Registradas	6.556	9.441	13.729	9.428	1.749	74	40.977
	Total	12.210	18.345	26.854	19.383	3.644	155	80.591
	% de registradas	54%	51%	51%	49%	48%	48%	51%
	Participación por sector	15%	23%	33%	24%	5%	0%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Desarrollo Productivo; PyMEs registradas a Julio 2020.

8.1.3 Región Cuyo

Región	Empresas / Sector	Industria	Agropec.	Comercio	Servicio	Construc.	Minería	TOTAL
La Rioja	Registradas	125	92	541	328	75	2	1.163
	Total	237	211	1.020	647	156	5	2.276
	% de registradas	53%	44%	53%	51%	48%	40%	51%
	Participación por sector	10%	9%	45%	28%	7%	0%	100%
Mendoza	Registradas	3.582	3.201	5.256	6.293	1.183	65	19.580
	Total	6.933	6.621	10.705	13.466	2.453	150	40.328
	% de registradas	52%	48%	49%	47%	48%	43%	49%
	Participación por sector	17%	16%	27%	33%	6%	0%	100%
San Juan	Registradas	672	656	1.215	1.204	269	45	4.061
	Total	1.287	1.345	2.426	2.447	557	91	8.153
	% de registradas	52%	49%	50%	49%	48%	49%	50%
	Participación por sector	16%	16%	30%	30%	7%	1%	100%
San Luis	Registradas	609	612	1.397	1.439	272	25	4.354
	Total	1.127	1.169	2.668	2.805	578	52	8.399
	% de registradas	54%	52%	52%	51%	47%	48%	52%
	Participación por sector	13%	14%	32%	33%	7%	1%	100%
Cuyo	Registradas	4.988	4.561	8.409	9.264	1.799	137	29.158
	Total	9.584	9.346	16.819	19.365	3.744	298	59.156
	% de registradas	52%	49%	50%	48%	48%	46%	49%
	Participación por sector	16%	16%	28%	33%	6%	1%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Desarrollo Productivo; PyMEs registradas a Julio 2020.

8.1.4 Región Patagonia

Región	Empresas / Sector	Industria	Agropec.	Comercio	Servicio	Construc.	Minería	TOTAL
Chubut	Registradas	855	568	2.200	2.586	353	81	6.643
	Total	1.607	1.070	4.317	5.121	751	168	13.034
	% de registradas	53%	53%	51%	50%	47%	48%	51%
	Participación por sector	12%	8%	33%	39%	6%	1%	100%
Neuquén	Registradas	908	177	2.455	3.535	489	111	7.675
	Total	1.716	361	4.897	7.149	1.049	242	15.414
	% de registradas	53%	49%	50%	49%	47%	46%	50%
	Participación por sector	11%	2%	32%	46%	7%	2%	100%
Río Negro	Registradas	968	1.102	2.744	3.138	412	46	8.410
	Total	1.882	2.215	5.657	6.618	864	95	17.331
	% de registradas	51%	50%	49%	47%	48%	48%	49%
	Participación por sector	11%	13%	33%	38%	5%	1%	100%
Santa Cruz	Registradas	337	123	820	1.063	130	35	2.508
	Total	618	261	1.683	2.251	307	68	5.188
	% de registradas	55%	47%	49%	47%	42%	51%	48%
	Participación por sector	12%	5%	32%	43%	6%	1%	100%
Tierra del Fuego	Registradas	322	55	634	1.321	216	14	2.562
	Total	536	93	1.064	2.208	357	25	4.283
	% de registradas	60%	59%	60%	60%	61%	56%	60%
	Participación por sector	13%	2%	25%	52%	8%	1%	100%
Patagonia	Registradas	3.390	2.025	8.853	11.643	1.600	287	27.798
	Total	6.359	4.000	17.618	23.347	3.328	598	55.250
	% de registradas	53%	51%	50%	50%	48%	48%	50%
	Participación por sector	12%	7%	32%	42%	6%	1%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Desarrollo Productivo; PyMEs registradas a Julio 2020.

8.1.5 Región NOA

Región	Empresas / Sector	Industria	Agropec.	Comercio	Servicio	Construc.	Minería	TOTAL
Catamarca	Registradas	179	96	7.225	427	117	7	8.051
	Total	347	223	1.350	841	241	13	3.015
	% de registradas	52%	43%	535%	51%	49%	54%	267%
	Participación por sector	12%	7%	45%	28%	8%	0%	100%
Jujuy	Registradas	430	562	867	814	160	20	2.853
	Total	766	1.028	1.783	1.590	336	40	5.543
	% de registradas	56%	55%	49%	51%	48%	50%	51%
	Participación por sector	14%	19%	32%	29%	6%	1%	100%
Salta	Registradas	656	1.029	2.108	2.160	346	58	6.357
	Total	1.249	2.000	4.089	4.395	728	127	12.588
	% de registradas	53%	51%	52%	49%	48%	46%	51%
	Participación por sector	10%	16%	32%	35%	6%	1%	100%
Santiago del Estero	Registradas	364	492	1.420	773	183	14	3.246
	Total	666	920	2.635	1.535	380	23	6.159
	% de registradas	55%	53%	54%	50%	48%	61%	53%
	Participación por sector	11%	15%	43%	25%	6%	0%	100%
Tucuman	Registradas	1.079	1.154	2.404	2.294	419	8	7.358
	Total	1.981	2.182	4.549	4.474	848	19	14.053
	% de registradas	54%	53%	53%	51%	49%	42%	52%
	Participación por sector	14%	16%	32%	32%	6%	0%	100%
NOA	Registradas	2.708	3.333	14.024	6.468	1.225	107	27.865
	Total	5.009	6.353	14.406	12.835	2.533	222	41.358
	% de registradas	54%	52%	97%	50%	48%	48%	67%
	Participación por sector	12%	15%	35%	31%	6%	1%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Desarrollo Productivo; PyMEs registradas a Julio 2020.

8.2.Nómina de Sociedades de Garantía Recíproca.

Código BCRA	Denominación	Ciudad
50001	Acindar Pymes S.G.R.	C.A.B.A.
50002	Affidavit SGR	C.A.B.A.
50027	Afianzar S.G.R.	C.A.B.A.
50003	Agroaval S.G.R.	C.A.B.A.
50041	Alianza S.G.TR	C.A.B.A.
50008	Alfa Pyme S.G.R.	Rosario Santa Fe
50031	Americana de Avaes S.G.R.	C.A.B.A.
50004	Argenpymes S.G.R.	C.A.B.A.
50021	Aval Ar S.G.R.	C.A.B.A.
50005	Aval Federal S.G.R.	C.A.B.A.
50024	Aval Fértil S.G.R.	Carmen de Areco
50006	Aval Ganadero S.G.R.	C.A.B.A.
50007	Aval Rural S.G.R.	C.A.B.A.
50025	Avaes del Centro S.G.R.	Córdoba
50028	Avaluar S.G.R.	C.A.B.A.
50009	Campo Aval S.G.R.	C.A.B.A.
50035	Conaval S.G.R.	C.A.B.A.
50010	Confederar Nea S.G.R.	Corrientes
50030	Confiables S.G.R.	C.A.B.A.
50026	Creceer S.G.R.	C.A.B.A.
50033	Crédito Argentino S.G.R.	C.A.B.A.
50011	Cuyo Aval S.G.R.	Mendoza
50012	Don Mario S.G.R.	C.A.B.A.
50037	Fidem S.G.R.	Córdoba
50029	Fidus S.G.R.	C.A.B.A.
50039	Fintech S.G.R.	C.A.B.A.
50013	Garantías Bind S.G.R.	C.A.B.A.
50014	Garantizar S.G.R.	C.A.B.A.
50038	Innova S.G.R.	C.A.B.A.
50015	Integra Pymes S.G.R.	C.A.B.A.
50016	Intergarantías S.G.R.	C.A.B.A.
50017	Los Grobo S.G.R.	C.A.B.A.
50040	Mills S.G.R.	C.A.B.A.
50036	Movil S.G.R.	C.A.B.A.
55043	Neuquén Pymes S.G.R.	C.A.B.A.
50018	Potenciar S.G.R.	C.A.B.A.
55044	Puro Aval S.G.R.	C.A.B.A.

50022	Pyme Aval S.G.R.	C.A.B.A.
50032	Resiliencia S.G.R.	C.A.B.A.
50034	Rig Avaes S.G.R.	C.A.B.A.
50042	Solidum S.G.R.	Rosario
50023	Unión S.G.R.	C.A.B.A.
50020	Vínculos S.G.R.	C.A.B.A.

Fuente: BCRA. Consultado el 28 de Marzo de 2021.

8.3.Nómina de entidades del Sistema Financiero.

Orden	Denominación	Patrimonio Neto en miles de pesos
1	Banco de la Nación Argentina	119.625.849
2	Banco Macro SA	89.806.047
3	Banco de Galicia y Buenos Aires SAU	77.911.473
4	Banco Santander Rio SA	64.352.203
5	Banco BBVA Argentina SA	63.748.178
6	Banco de la Provincia de Buenos Aires	53.948.059
7	Industrial and Commercial Bbank of China	37.115.215
8	Citibank NA	35.923.225
9	Banco Patagonia SA	33.387.283
10	HSBC Bank Argentina SA	30.657.425
11	Banco Credicoop Cooperativo Limitado	29.692.678
12	Banco de la Ciudad de Buenos Aires	29.491.217
13	Banco de San Juan SA	22.682.611
14	Banco Supervielle SA	17.437.127
15	Nuevo Banco de Santa Fe Sociedad Anónima	17.428.075
16	Banco de Inversión y Comercio Exterior SA	15.190.109
17	Banco de Santiago del Estero SA	13.706.030
18	Banco Itaú Argentina SA	12.784.112
19	JP Morgan Chase Bank, National Associtaion	11.732.402
20	Banco Hipotecario SA	11.147.568
21	Banco de la Provincia de Córdoba SA	9.957.570
22	Banco Comafi SA	7.575.438
23	Nuevo Banco de Entre Ríos SA	7.075.271
24	Banco de la Pampa SEM	6.037.614
25	Banco Industrial SA	5.598.762
26	Banco Provincia del Neuquén SA	4.063.600
27	Banco de Corrientes SA	3.980.595
28	Banco CMF SA	3.727.614
29	Banco del Chubut SA	3.553.802
30	Nuevo Banco del Chaco SA	3.538.037
31	Banco de Valores SA	3.386.017
32	Bank of América, National Association	3.095.241
33	Cordial Compañía Financiera SA	2.519.094
34	Banco de Santa Cruz SA	2.315.183
35	Banco de Servicios Financieros SA	2.204.234
36	Banco de Formosa SA	2.186.199
37	Banco Rioja SAU	2.134.410
38	BNP Paribas	2.061.267
39	Banco Provincia de Tierra del Fuego	1.991.527
40	Volkswagen Financial Services Compañía Financiera	1.981.620
41	RCI Banque SA	1.962.519

42	John Deere Credit Compañía Financiera SA	1.838.486
43	Mercedes-Benz Compañía Financiera Argentina	1.826.937
44	Rombo Compañía Financiera SA	1.641.540
45	Banco Municipal de Rosario	1.589.558
46	Banco Bradesco	1.491.584
47	Compañía Argentina Financiera SA	1.375.340
48	Banco Piano SA	1.365.249
49	Banco Columbia SA	1.328.869
50	Ford Credit Compañía Financiera SA	1.317.033
51	Banco Mariva SA	1.166.073
52	PSA Finance Argentina Compañía Financiera	1.143.349
53	Toyota Compañía Financiera de Argentina	1.080.267
54	FCA Compañía Financiera SAU	1.028.496
55	Banco Roela SA	1.009.075
56	GPAT Compañía Financiera SAU	886.054
57	Banco del Sol SA	766.166
58	BACS Banco de Crédito y Securitización SA	706.684
59	Banco Meridian SA	591.262
60	Banco Bica SA	549.717
61	Banco VOII S.A.	548.906
62	Banco Saenz SA	530.346
63	Banco de Servicios y Transacciones SA	505.835
64	BRUBANK SAU	472.804
65	Banco de Comercio SA	425.659
66	Banco CETELEM Argentina SA	412.441
67	Banco Interfinanzas SA	366.522
68	Banco Masventas SA	360.268
69	Banco Julio SA	356.875
70	Finandino Compañía Financiera SA	322.437
71	Crédito Regional Compañía Financiera SA	317.777
72	Banco Coinag SA	316.527
73	Montemar Compañía Financiera SA	219.519
74	WILOBANK SA	119.087
75	Transatlántica Compañía Financiera SA	117.265
76	Banco de la República Oriental del Uruguay	100.569
77	Banco Sucredito Regional SAU	71.452
78	Bank of China Limited Sucursal Buenos Aires	-

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA. Monto en pesos. Estado a Diciembre 2019.



Solicitud de constitución de Jurado para Defensa del TRABAJO FINAL DE ESPECIALIZACIÓN		Código de la Especialización
Nombre y apellido del alumno: Antonio Willi		Tipo y N° de documento de identidad: DNI 32.639.626
Año de ingreso a la Especialización – Ciclo: 2012	Fecha de aprobación de la última asignatura rendida: 21 de marzo de 2014	
Título del Trabajo Final: “Crecimiento y empleo: abriendo el mercado de capital argentino al financiamiento MiPyMe”		
<p>Solicitud del Director de Trabajo Final</p> <p>Comunico a la Dirección de la Especialización que el Trabajo Final bajo mi dirección se encuentra satisfactoriamente concluido. Por lo tanto, solicito se proceda constituir el correspondiente Jurado para su evaluación y calificación final.</p> <p>Firma del Director de Trabajo Final</p> <p>Aclaración.....</p> <p>Lugar y fecha.....</p>		
Datos de contacto del Director		
Correo electrónico		Teléfonos
<p>Se adjunta a este formulario:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Trabajo Final de Especialización impreso (indicar cantidad de copias presentadas) • CD con archivo del Trabajo Final en formato digital (versión Word y PDF) • Certificado analítico 		
Fecha	Firma del alumno	