



**UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR
MAGISTER EN ADMINISTRACIÓN**

Tesis de Magíster en Administración

**“FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES:
POSIBILIDAD DE APERTURA AL
MERCADO DE CAPITALES”**

Lic. Martín E. Barreda

Director

Dr. Aldo Alonso

Co-Directora

Dra. Silvia London

BAHIA BLANCA

ARGENTINA

- 2010 -



**UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR
MAGISTER EN ADMINISTRACIÓN**

Tesis de Magíster en Administración

**“FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA PYMES:
POSIBILIDAD DE APERTURA AL
MERCADO DE CAPITALES”**

Lic. Martín E. Barreda

Director

Dr. Aldo Alonso

Co-Directora

Dra. Silvia London

BAHIA BLANCA

ARGENTINA

- 2010 -

PREFACIO

Este trabajo de Tesis tiene el objeto de satisfacer uno de los requisitos finales para optar al grado Académico de Magíster en Administración, de la Universidad Nacional del Sur. El mismo no ha sido presentado previamente para la obtención de otro título en ésta u otra Universidad.

La elaboración contiene resultados obtenidos en investigaciones y otras actividades propias de este proceso llevadas a cabo durante el período comprendido entre el 05 de Diciembre de 2006 y el 30 de Mayo de 2010, bajo la dirección del Dr. Aldo H. Alonso, Doctor en Ciencias Económicas, Profesor Titular Ordinario de “Finanzas de Empresas”, UNLP y la co-dirección de la Dra. Silvia London, Profesora Asociada de “Desarrollo Económico y Fundamentos de la Economía, UNS, Investigadora Adjunta del CONICET.

30 de Mayo de 2010

Departamento de Ciencias de la Administración

UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR

RESUMEN

El presente trabajo refleja el desarrollo de una investigación que tuvo por objeto caracterizar uno de los principales problemas asociados al funcionamiento de las PyME en Argentina, como lo es el financiamiento, como asimismo identificar y sugerir opciones para su superación. Dada su relevancia en el marco de la economía nacional (la tiene también en el ámbito global) la temática adquiere incuestionable trascendencia.

Tomando como base trabajos anteriores en este campo, se analizaron las distintas fuentes de financiamiento que poseen estas empresas, comenzando por los importantes aportes que registran en otros ámbitos instituciones como el Venture Capital y los Business Angels, además de las entidades financieras y bancarias. También se tuvo en cuenta el rol que puede asumir el Estado en cuanto a políticas PyME se refiere, y los instrumentos propios de un mercado financiero como por ejemplo: cheques diferidos, obligaciones negociables, fideicomisos financieros y acciones.

Durante ese proceso de elaboración, se tomaron como referencias de valor las experiencias de dos empresas del sector PyME que pretendieron y concretaron su participación en el mercado de capitales, resaltando los aspectos que se interpretan funcionales a fin de lograr ese objetivo.

Como conclusión se presenta el recorrido que una PyME genérica debería transitar para satisfacer el mismo objetivo, como una senda de superación capaz de conducirla, a largo plazo, a la satisfacción del propósito de ser participe y beneficiario del mercado de capitales.

ABSTRACT

This thesis reflects the development of an investigation to characterize one of the main problems associated with the operation of SME in Argentina, as it is financing sources, as well to identify and suggest options to overcome it.

Giving their relevance inside national economy (as they have it globally) the subject acquires an unquestionable transcendence.

Taking previous literature in this field as a basis, there were analyzed the different financing sources that this enterprises have, beginning with the important contribution that record in other fields institutions as Venture Capitals and Business Angels, as well as financial and banking entities. It was also taken in account the role that State could assume as for SME politics it refers, and the proper capital market instruments, for example: deferred payment checks, trading obligations, financial trusts and market shares.

During this development process, there have been seen as worth references the experience of two enterprises in the SME sector that intended and settled its participation in the capital market, marking out the conditions that were interpreted as functional to reach that objective.

As a conclusion, it is shown the course a generic SME should take to satisfy the same objective, as a path toward self improvement capable of driving it, in a long term, to reach the purpose of being part and beneficiary of the capital market.

TABLA DE CONTENIDOS

Prólogo	1
Capítulo 1 - Introducción	2
Capítulo 2 - Las PyMEs: Características y limitaciones	6
2.1. Introducción	6
2.2. Clasificación legal de las PyMEs.....	6
2.3. La importancia de las PyMEs	7
2.4. El management en las PyMEs	10
2.5. El rol de las PyMEs en el actual esquema económico	16
2.6. Revalorización de la pequeña y mediana empresa.	18
2.7. La participación de las PyMEs en la actividad económica argentina	20
Capítulo 3 - Financiamiento de las PyMEs	23
3.1. Introducción	23
3.2. Principales obstáculos que enfrentan las PyMEs	23
3.3. Venture Capital	27
3.4. Business angels.....	35
3.4. Sociedades de Garantía Recíproca	43
3.5. El rol de los Bancos en la financiación de las PyMEs.....	48
3.6. El rol del Estado en la financiación de las PyMEs	65
Capítulo 4 – El mercado de valores	68
4.1. Introducción	68
4.2. Instrumentos Financieros para PyMEs en el Mercado de Capitales	69
4.3. Mercado de Capitales.....	72
4.3.1. Acciones.....	75
4.3.1.a. ¿Cómo se adquieren las acciones?	75
4.3.1.b. ¿Quiénes pueden cotizar en Bolsa?	76
4.3.1.c. ¿Dónde se cotizan las acciones?.....	77
4.3.1.d. ¿Cómo se determina el rendimiento de una acción?	77
4.3.1.e. ¿Qué se debe tener en cuenta para elegir una acción?	77
4.3.2. Obligaciones Negociables.....	78

4.3.2.a. ¿Quiénes emiten bonos?.....	79
4.3.2.b. ¿Por qué se emiten ON?	80
4.3.2.c. ¿Qué se debe tener en cuenta al invertir en ON?	80
4.3.3. Obligaciones negociables de PyMEs.....	81
4.3.3.a. Sujetos.....	81
4.3.3.b. Modalidades de emisión	83
4.3.4. Cheque de Pago Diferido.....	84
4.3.5. Fideicomisos Financieros.....	92
4.3.6. Caucciones y Pase Bursátil	93
4.3.7. Otras alternativas	93
4.4. Análisis de casos	95
Capítulo 5 – CONCLUSIONES.....	97
Anexo 1. Estudio de casos.....	104
A1.1. Introducción.....	104
A1.2. Caso 1: Insumos Agroquímicos (InsuAgro).....	107
A1.2.1. La Empresa	108
A1.2.2. La Oferta.....	108
A1.2.3. Entrada en la Bolsa	109
A1.2.4. El Destino de los Fondos.....	109
A1.2.5. Competencia.....	110
A1.2.6. Zona de Ventas	110
A1.2.7. Datos Contables de InsuAgro.....	112
A1.3. Caso 2: Desarrollo de Acuerdos Comerciales S.A. (DACSA).....	113
A1.3.1. Introducción	113
A1.3.2. Perspectivas de crecimiento del sector, del consumo y de la empresa	116
A1.3.3. Oportunidades de mercado	120
A1.3.4. La decisión de llegar a la apertura de capital	121
A1.3.5. La Oferta.....	122
A1.3.6. Datos Contables del Grupo DACSA.....	123
Referencias	128

PRÓLOGO

La financiación de todo emprendimiento es lo que lo transforma en realidad. Las pequeñas y medianas empresas en Argentina viven constantemente buscando convertir sueños en realidades. Es por ello que aboqué mis esfuerzos, ajenos a mi preparación de grado, al estudio de cómo se financian las PyMEs en Argentina. Cada paso resultó una novedad y la experiencia fue enriquecedora a lo menos. El tema específico de la financiación a través del mercado bursátil y el camino para acceder a él fue la culminación de este esfuerzo. Espero que los resultados de este trabajo puedan servir también a otros.

El trabajo de tesis me tomó largos meses, de los que no habría dispuesto sin el apoyo incondicional de mi mujer Natalia y mi hija Guadalupe, a quienes les dedico este esfuerzo. Deseo agradecer también a mis directores por su mucha paciencia y ayuda.

CAPÍTULO 1 - INTRODUCCIÓN

Las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) adquieren relevancia en el actual contexto económico por su capacidad de creación de empleo por unidad de capital, su potencial en cuanto a ser sujetos de crédito y su flexibilidad para reaccionar a los cambios en la economía y adaptarse a los cambios tecnológicos. En otros términos a veces menos visibles, constituyen un pilar fundamental de las economías porque contribuyen a la generación de empleo (las estadísticas señalan que en países desarrollados las PyMEs representan el 99.3% de las empresas, generan el 46.3% del PBI, pero contribuyen a emplear el 65.6% de la fuerza laboral), y dotan a la economía de flexibilidad para explotar nuevos nichos y oportunidades de negocios. Ambas razones son relevantes en el actual panorama de la economía argentina.

Sin embargo, las PyME no utilizan de manera significativa el circuito formal de intermediación financiera. En ello influyen medidas puntuales como el impuesto a las transacciones bancarias, impuesto que se busca eludir (los cheques pasan de mano como moneda de cambio, se cobran en caja o se utiliza directamente efectivo). Influye también el querer evitar la evidencia de cierta informalidad en cuanto a impuestos y empleo, y la creencia que compartir información genera debilidad; todo ello promueve que la principal fuente de financiamiento esté dada por la reinversión de ganancias y el crédito de proveedores.

Esta realidad dificulta la canalización del ahorro hacia la inversión (no todos los buenos proyectos logran financiamiento) y no permite una adecuada diversificación de capitales para sus propietarios.

Dos aspectos podrían contribuir a subsanar en el corto plazo esta situación. Por un lado, un mejor aprovechamiento del circuito formal financiero a través de incentivos fiscales apropiados (por ejemplo, beneficios fiscales para PyMEs que posean instrumentos que coticen en el mercado de capitales, lo cual las hace más transparentes). Por otro una utilización mas efectiva del financiamiento con capital en lugar de deuda (mas flexible en cuanto a que no impone obligaciones fijas) y a través de la utilización de garantías y de fideicomisos, que permiten acotar el riesgo sin extenderlo hacia toda la empresa. Con ello debiéramos contribuir a la creación de empleo, formalización de las empresas, financiamiento de los proyectos y diversificación de ahorros de una manera eficiente.

La evidencia argentina en pequeñas y medianas empresas muestra que se financian principalmente con capital propio y con saldos de proveedores, lo que en muchos casos dificulta lograr escalas de producción interesantes (Salloum y Vigier, 1999, 2000). Este escollo puede sortearse con un mejor aprovechamiento del sistema de intermediación financiera (bancos y mercado de capitales) que permita canalizar ahorros hacia inversión. En ese proceso es fundamental la estabilidad y previsibilidad macroeconómica y jurídica, y los incentivos a la inversión en instrumentos de mercados de capitales (aparte de bonos del estado) tanto para ahorristas individuales como mayoritariamente a inversores institucionales (Cías. de Seguros y Fondos Comunes de Inversión) como oferentes de fondos, y las propias empresas con sus inversores como demandantes; esto nos conduce a un cuarto

elemento, ¿hasta que punto las empresas son objetos atractivos para la colocación de ahorros? Entre las preguntas que pueden hacer reflexionar sobre el particular en cada empresa se pueden mencionar:

- ¿pondría dinero en un proyecto como éste si el mismo fuera manejado por otra persona?
- ¿que resguardos le pediría?
- ¿los cumplen el proyecto y/o el empresario?

La utilización más intensiva del mercado de capitales puede proveer elementos que permitan un mejor desarrollo de este sector. Soluciona varios de los problemas expuestos, y al facilitar los aspectos de control impositivo por la exposición de información a inversores, podría premiar con tasas de impuestos mas bajas a quienes elijan ser transparentes. En ese sentido, el uso y comercialización pública de instrumentos financieros no tradicionales tales como el fideicomiso financiero, el leasing, los planes de ahorro previo, sociedades de garantía recíproca, el factoring, los cheques de pago diferido y otros podrían actuar como un principio de utilización más efectiva de mercado de capitales.

Y es precisamente sobre este último aspecto en lo intentaremos concentrarnos en ese trabajo. ¿Es el mercado de capitales una opción posible de financiamiento o el ámbito local no posee todavía la cultura financiera que permite aprovechar este recurso? ¿Cuál es el camino que debe recorrer una PyME para considerarla? ¿Qué grado de maduración debe poseer?.

En este sentido, el trabajo pretende ofrecer una amplia descripción de la situación que enfrentan las PyMEs en su marco general de desempeño a nivel local, especialmente en cuanto a las opciones de financiamiento y con ese fundamento, sugerir pautas que promuevan la superación de las limitaciones observadas.

CAPÍTULO 2 - LAS PYMES: CARACTERÍSTICAS Y LIMITACIONES

2.1. INTRODUCCIÓN

El presente capítulo intenta describir las características principales de este tipo de empresas que determinan sus problemas de financiamiento. Se observará que las pequeñas y medianas empresas (PyME en adelante) representan un alto porcentaje del total de empresas de cualquier estructura productiva moderna (independientemente si es desarrollada o no) con gran capacidad de absorber mano de obra aunque en muchas ocasiones con serios problemas de coordinación en la utilización plena de sus recursos. Asimismo, la falta de capacidad financiera los hace especialmente proclives a un ritmo de crecimiento pro-cíclico con respecto al nivel de actividad económica general (López Murphy y otros, 1995). Es por ello que esta particular rama de la producción merece una introducción especial. A continuación, iniciaremos con la clasificación legal de PyME.

2.2. CLASIFICACIÓN LEGAL DE LAS PYMES

Legalmente¹ se caracteriza a las PyMEs según la actividad que desarrollen estableciéndose toques máximos expresados en valores monetarios como sigue:

¹ Según Resolución N°208/93 del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos (vigente a la fecha de realización de este trabajo)..

a) Para el sector industrial

Personal ocupado: Hasta 300 empleados

Ventas anuales: \$ 16 millones

Activos productivos: \$ 10 millones

b) Para el sector comercial y de servicios

Personal ocupado: Hasta 100 empleados

Ventas anuales: \$ 12 millones

Patrimonio neto: \$ 2.5 millones

c) Para el sector transporte

Personal ocupado: Hasta 300 personas

Ventas anuales: \$ 15 millones

d) Para el sector minero

Personal ocupado: Hasta 300 empleados

Ventas anuales: \$ 18 millones

Activos Productivos: \$ 10 millones

e) Para el sector agropecuario

Ingreso bruto anual: \$ 1 millón

Capital productivo: \$ 3 millones (incluyendo valor de la tierra)

2.3. LA IMPORTANCIA DE LAS PYMES

Como obligado punto de partida debe reconocerse la relevancia de las micro, pequeñas y medianas empresas, en tanto cumplen un rol fundamental en la dinámica económica y social de cualquier país.

La solidez de este sector empresarial es imprescindible para el fortalecimiento del sistema económico, a partir de su contribución en la generación de riqueza y como una de las fuentes más importantes de captación de mano de obra. En la Argentina,

las micro, pequeñas y medianas empresas explican el 78% del empleo, el 67% del valor agregado y el 40% del PBI.

El vigoroso aporte de las PyMEs a la generación de empleo y al producto de la economía está presente, en mayor o menor medida, en todos los países del mundo. Así se observa que en Alemania estas participaciones son del 66% y 35%, en Italia 49% y 41%, en Estados Unidos 54% y 48%, en Japón 74% y 57% y en España 63% y 64%, respectivamente .

Tabla 1 - Importancia relativa de las PyMEs en distintos países

<i>País</i>	<i>% de empresas que son PyMEs</i>		<i>% empleo total generado por PyMEs</i>		<i>% PBI generado por PyMEs</i>		<i>% Ventas realizadas por PyMEs</i>	
	<i>%</i>	<i>Año</i>	<i>%</i>	<i>Año</i>	<i>%</i>	<i>Año</i>	<i>%</i>	<i>Año</i>
<i>Alemania</i>	99,7%	(1995)	65,7%	(1995)	34,9%	(1995)		
<i>Australia</i>	96,8%	(1997)	50,2%	(1997)				
<i>Brunei</i>	90,0%		59,2%	(1991)				
<i>Canadá</i>	99,8%	(1995)	60,0%	(1995)	57,2%	(1995)		
<i>Chile</i>	99,0%	(1993)	36,5%	(1993)			36,5%	(1993)
<i>China</i>	84,3%		69,5%					
<i>Corea</i>	99,8%	(1992)	78,5%	(1991)			45,9%	(1992)
<i>EEUU</i>	99,7%	(1990)	53,7%	(1990)			47,0%	(1995)
<i>España</i>	99,5%	(1995)	63,7%	(1995)	64,3%	(1995)		
<i>Filipinas</i>	98,7%	(1988)	50,0%	(1993)			26,3%	(1988)
<i>Francia</i>	99,9%	(1995)	73,8%	(1995)	27,1%	(1995)		
<i>Hong Kong</i>	97,9%	(1993)	63,0%	(1993)				
<i>Indonesia</i>	97,0%	(1993)						
<i>Italia</i>	99,7%	(1995)	49,0%	(1995)	40,5%	(1995)		
<i>Japón</i>	98,8%	(1996)	77,6%	(1996)			61,4%	(1996)
<i>México</i>	98,2%	(1993)	50,8%	(1993)			43,3%	(1993)
<i>Reino Unido</i>	99,9%		67,2%				30,3%	
<i>Singapur</i>	91,4%	(1991)	44,0%	(1991)				
<i>Tailandia</i>	98,6%	(1991)	73,8%	(1991)				

Fuente: IERAL (1999)

La Tabla 1 muestra información reciente sobre PyMEs para una selección de países. Como puede verse, las PyMEs representan la gran masa de empresas en la mayoría de los países (más del 95% del total de empresas en casi todos los países

de la muestra). La fracción del empleo total generados por las actividades de las PyMEs varía desde niveles relativamente bajos (44% en Singapur) hasta casi un 80%, como en los casos de Corea (78,5%) –que notablemente no es tan conocida por sus PyMEs como por sus grandes conglomerados corporativos o chaebol- y Japón (77,6%). La contribución de las PyMEs al PBI (o a las ventas, según corresponda) abarca desde un 26,3% en Filipinas a un 64,3% en España. Parece claro que las PyMEs realizan un importante aporte al empleo y a la producción de bienes y servicios (Zeballos, 2002).

Si bien en la mayoría de los países más de la mitad de los puestos de trabajo son generado por PyMEs, es claro también que los trabajos generados por PyMEs no son, en general, de la misma calidad que aquellos generados por las empresas más grandes: las PyMEs tienden a pagar salarios menores, a proliferar más en sectores de baja productividad y, dadas las altas tasas de nacimiento y mortalidad de las PyMEs, los puestos de trabajo en ellas tienden a ser menos estables.

Asimismo, estas empresas constituyen una herramienta fundamental de movilidad social y mejor distribución del ingreso. El desarrollo de este segmento empresarial se encuentra íntimamente relacionado con la instrucción de capacidades en los estratos más pobres de la población y con la implementación del autoempleo, proveyendo los medios para una disminución de la pobreza y una mejora en términos de inclusión social.

A su vez, si la experiencia internacional indica que la concentración económica suele convivir con la concentración geográfica, el desarrollo de las PyMEs es un elemento que tiende a asegurar el equilibrio entre las regiones del país como vía

hacia un crecimiento más integrado, al tiempo que constituyen el núcleo fundamental para el desarrollo de las economías regionales.

Las PyMEs son también un factor clave de estabilidad económica por su fácil adaptación a las circunstancias cambiantes del mercado y a los ciclos económicos, dada su especial sensibilización a los procesos de recuperación de la inversión. Por otro lado, las prácticas laborales de parte de estas empresas han demostrado comportarse de manera anti-cíclica, registrando mayores niveles de empleo en las épocas de recesión.

Por otra parte, desde un punto de vista dinámico, la entrada y salida continua del mercado de estas empresas es lo que contribuye a mantener un entorno de competencia, con niveles de precios y rentabilidad que tienden a los de un mercado competitivo. Además, la renovación constante de empresas cumple un rol crucial en los procesos de innovación y avances tecnológicos, al proveer una fuente esencial de nuevas ideas y experimentación que, de otra forma, permanecería sin explotar en la economía. Las pequeñas empresas implican cambio y competencia, ya que ellas son las llamadas a cambiar la estructura del mercado (IAMC, 1999).

2.4. EL MANAGEMENT EN LAS PYMES

En general los empresarios PyME de la Argentina se han formado en la actividad pero en promedio carecen de una educación formal vinculada a la gestión empresarial. El empresario PyME argentino se ha hecho con la experiencia, a base de prueba y error, y casi siempre esa experiencia se hace en el marco de la propia empresa. Esto explica la poca movilidad y vínculo con lo regional de la mayoría de las empresas PyMEs.

Por otro lado es de destacar que casi el 50% de los actuales empresarios son hijos de empresarios. Esto se vincula a la estructura de gran informalidad que por lo general caracteriza a las PyMEs argentinas, más allá de los costos que implica regularizar situaciones impositivas y laborales, existe un trasfondo de tipo cultural. También se explica de esta manera que alrededor del 45% de las actuales empresas PyMEs de nuestro país existían antes de que los actuales empresarios las gestionasen.

Uno de los puntos que llama la atención es que en las motivaciones empresariales, en general no existe un claro predominio del motivo económico, sino que existen otras motivaciones tales como la consecución de independencia y el deseo de ser el propio jefe (Aira, 2007). Se puede decir que en general los empresarios PyMEs se ven desbordados de trabajo debido a su imposibilidad de delegar, no tienden a brindar información con facilidad por miedo a perder su ventaja competitiva y suelen desconocer los límites entre el capital propio de la empresa y el capital personal. Si bien se denota una alta predisposición a participar en Cámaras y Asociaciones que los representan, dicha participación es poco activa. En general no se piensa en el retiro de la actividad, y por consiguiente se toman pocos o ningún recaudo y/o previsión.

En función de estas características generales se puede explicar el uso discrecional del poder que realiza el empresario PyME, tratando de suplir la carencia de conocimientos formales de administración con su conocimiento en base a la experiencia (en algunos casos es solo intuitivo) de las necesidades y debilidades humanas. En general utiliza tácticas para mantener, obtener y expandir su poder

sobre los que lo rodean. Entre estas tácticas se pueden mencionar a modo de ejemplo:

- Actuar como poderoso y hacer que se trascienda esa dimensión de poder a su alrededor con gestos explícitos y claros (perdona, castiga, elimina, decide sobre cuestiones importantes, etc.).
- Brindar garantías de protección a todo aquel que acate su influencia en forma incondicional, penalizando con rigor a quienes se opongan a ella.
- No perdonar las críticas.
- Exagerar situaciones externas de ataque de competidores para lograr una mayor cohesión dentro de su empresa.
- Autodefinirse como el portador de la única y absoluta verdad.
- Eliminar sin piedad a cualquier opositor externo u interno.

Si bien es cierta que determinadas actitudes pueden ser utilizadas en forma positiva para lograr los objetivos de la empresa, lamentablemente el error más común de los empresarios PyME es caer en la pérdida de la imparcialidad y objetividad.

En general el poder del empresario PyME argentino tiene las siguientes características:

- Rigidez: El poder del empresario es incuestionable ante cualquier tema y/o circunstancia. Esto explica la reducción de la eficacia, la acumulación de fallas y errores, eliminando la posibilidad de aprender y mejorar.
- Estilo “Autocrático”: No se admite la participación en las decisiones, la comunicación es de una sola vía. Si bien esto implica la rapidez en la toma de decisiones, también implica la desmotivación y la falta de creatividad e innovación.
- Exacerbación del valor de la experiencia: Este es el valor central que sustenta a este tipo de liderazgo. Se termina repitiendo modelos exitosos en ocasiones anteriores, desconociendo el cambio continuo que se da en el contexto de la empresa.
- No cuestionamiento del poder: Se ataca a quien desafía el actual poder, llegando a extremos tales como desvalorizaciones y burlas.

Esta cultura predominante es difícil de alterar, pero el cambio es necesario. Muchas veces la diferencia entre el éxito y el fracaso no dependen de las habilidades innatas del empresario, sino de la decisión de delegar en los individuos indicados, de escuchar opiniones, de considerar opciones y alternativas sugeridas por el grupo de individuos que conforman la empresa. No existe una fórmula para ser buen empresario, pero se puede sugerir rodearse del entorno adecuado de individuos que ayuden a que el empresario se desempeñe de la mejor manera, en el contexto en el cual se encuentra. Se hace necesario que se tome conciencia que no se puede hacer todo solo, hay que saber pedir ayuda y hay que saber aceptar esa ayuda. El grado de voluntad para aceptar esa ayuda (contratando empleados, buscando

socios o asesores para los aspectos que no domine) es un indicador del posible éxito del negocio (Pungitore, 2003).

Al mismo tiempo, cuando se hace referencia que las PyMEs tienen como ventaja su gran flexibilidad para adaptarse a los nuevos entornos, muchas veces se deja de analizar el comportamiento organizacional. La cultura dentro de las PyMEs es determinante para que la organización alcance el éxito o esté destinada a cerrar sus puertas en el futuro.

Una de las debilidades más comunes que tienen que afrontar las PyMEs argentinas es su mal funcionamiento interno. Un ejemplo de esto puede ser la escasa participación en la toma de decisiones: generalmente la toma de decisiones se hacen al más alto nivel sin siquiera analizar internamente la empresa, ni tomar en consideración la opinión de sectores directamente involucrados. Otro ejemplo del mal funcionamiento interno es la falta de reconocimiento al rendimiento del personal, que genera todo tipo de resistencias internas, conflictos, rencores y disconformismo por parte de quienes se esfuerzan en alcanzar altos rendimientos y el resultado final; por lo general, es una nivelación hacia abajo. Otro ejemplo típico es la total carencia de retroalimentación e información adecuada y oportuna. Estas son solo algunas de las situaciones que ocasionan que los integrantes se sientan como si no fuesen parte importante de la organización; todo esto provoca reacciones emocionales inadecuadas que afectan los resultados de las organizaciones.

Lo ideal sería que las PyMEs establecieran estrategias de crecimiento teniendo en cuenta la participación de sus componentes humanos en los diversos niveles, para la toma de decisiones; que establecieran programas de capacitación y formación

continuos; que cultivaran la responsabilidad social para con sus trabajadores y el entorno, entre otros. Estos elementos correctamente aplicados, incitarían acciones motivadoras que tenderían al continuo enriquecimiento del trabajo y de las competencias para realizarlo, provocando y satisfaciendo el deseo de crecimiento, realización y éxito para alcanzar el beneficio de cada persona individualmente considerada, del equipo de trabajo y de la organización.

Las principales debilidades en la organización interna de las PyMEs en Argentina pueden ser:

- Falta de habilidades técnicas, es decir falta de aplicación de los correctos conocimientos en el momento adecuado.
- No hay una clara definición de objetivos organizacionales y/o individuales.
- Ausencia de reconocimiento o incentivo hacia los trabajadores al momento de haber presentado un buen desempeño.
- No se presta la debida atención al hecho de tener una identificación plena hacia los valores y políticas de la organización.
- Tendencia hacia la poca formalización en el desarrollo de tareas (ausencia de procedimientos formales), todo esto quizás por ser parte de la idiosincrasia de nuestra cultura como sociedad.

En general en las PyMEs se tiende a contratar personal poco calificado, o bien calificado pero no para el puesto de trabajo específico que se desea cubrir. Esto se produce porque en muchos casos no se realiza un proceso de selección y

reclutamiento por un personal calificado, debido a que se visualiza a la contratación como algo sencillo en lo que no se debe invertir tanto dinero para asegurar cumplir con sus políticas de ahorro.

En la mayoría de las PyMEs existe una total falta de medición y evaluación de los objetivos planteados a los distintos elementos humanos que constituyen la organización, en base a las responsabilidades asignadas. Esta situación genera que no se pueda identificar a los empleados con mayor potencial, causando en ellos frustraciones y desanimo en sus actividades rutinarias. Finalmente esto se ve reflejado directamente en la productividad de los mismos (Aira, 2007).

2.5. EL ROL DE LAS PYMES EN EL ACTUAL ESQUEMA ECONÓMICO

Las pequeñas y medianas empresas requieren para su desarrollo tanto de un escenario macroeconómico favorable para la inversión y la producción, como de instrumentos específicos y una política sostenible que tome como punto de partida el reconocimiento de sus particularidades.

No es imaginable, y la experiencia así lo ha demostrado, que programas destinados a las PyMEs puedan por sí solos compensar los efectos negativos de políticas económicas. Contexto macro apropiado y políticas específicas son dos condiciones complementarias para el desarrollo de este segmento de empresas.

Durante los años de convertibilidad el Estado argentino se mantuvo prácticamente al margen de la suerte de los pequeños y medianos empresarios, en el convencimiento de que la estabilización económica, la apertura externa y el libre

mercado garantizarían, por sí solos, que las empresas desarrollaran al máximo su potencial.

En este contexto no resultaba preocupante –por el contrario, era considerado incluso natural- que las empresas que no pudieran adaptarse a este nuevo entorno desaparecieran, puesto que ello evidenciaba su incapacidad para desempeñarse en el marco de una economía “moderna y competitiva”².

Al mismo tiempo, los elevados y crecientes costos internos de producción, así como las devaluaciones de muchos países competidores, generaron una distorsión en los precios relativos de los sectores transables que se tradujo en una fuerte apreciación de la moneda que provocó importantes pérdidas de competitividad de la producción nacional, y que afectó muy particularmente al sector PyME.

Las políticas dirigidas a la pequeña y mediana empresa diseñadas en los años de convertibilidad se caracterizaron por la falta de definición como política de Estado, la falta de orientación estratégica, la escasa orientación de los programas públicos a la demanda, y la desconexión de los programas e instrumentos con las realidades locales y sectoriales específicas (CEPAL, 2003).

El ineficiente diseño de las políticas no fue más que el reflejo del escaso interés por promover el desarrollo de las capacidades competitivas de estas empresas. Pero, incluso, y más allá de ello, no es creíble suponer que programas de apoyo a las PyMEs logren resarcir el daño causado por políticas económicas que no las contemplan. En todo caso, su efecto sería sólo marginal.

La conjunción de un ambiente de negocios anti-competitivo para las empresas locales, la ausencia de una política industrial coherente de apoyo a las PyMEs y la falta de atención a los problemas de falta de difusión territorial del desarrollo económico, dieron lugar a un desmembramiento del tejido productivo, a grandes disparidades regionales y a una alta concentración territorial de las actividades económicas, con los consecuentes efectos adversos sobre el tejido social y económico del país.

2.6. REVALORIZACIÓN DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA.

El agotamiento del modelo que colapsó en diciembre de 2001 y el nuevo rumbo de política económica adoptado, abrió en el país un nuevo horizonte para las pequeñas y medianas empresas. En el nuevo contexto sus proyectos y emprendimientos han vuelto a ser viables. Este cambio significó una explícita redefinición de las políticas del gobierno que beneficiaron a varios sectores del empresariado nacional.

El cambio de los precios relativos a partir de la flotación cambiaria, permitió el retorno de la rentabilidad al sector industrial y una mejora de la competitividad de los sectores con bienes transables internacionalmente, ya sean exportables o sustitutivos de importaciones. El desempeño del sector industrial fue determinante en la recuperación del nivel agregado de actividad que evidenció las tasas de crecimiento más elevadas de la última década.

Además de abarcar a prácticamente todos los sectores productivos, una de las principales características de este proceso de recuperación es que permitió la

² El período de convertibilidad se caracterizó por una política liberal, con acento en el mercado como asignador de recursos.

revitalización de las PyMEs y el resurgimiento de emprendimientos en el interior del país.

En efecto, el fuerte incremento de la producción luego de la crisis del 2002 de sectores tradicionalmente conformados por PyMEs –textil, metalmecánica, edición e impresión, etc.- y de las economías regionales –miel, algodón, frutas y hortalizas, entre otros-, evidencia la gran capacidad de estas empresas para explotar las ventajas relativas que adquirieron a partir de la devaluación, con una importante participación en el mercado interno aprovechando el proceso de sustitución de importaciones, e incrementando su presencia en los mercados externos tanto en términos de ventas como de número de empresas exportadoras.

A su vez, las PyMEs también participan de la vigorosa recuperación de la inversión, concretando proyectos para la ampliación de la capacidad instalada a fin de abastecer la mayor demanda –interna y externa- de sus productos, o para la apertura de nuevas empresas.

Se trata de un conjunto heterogéneo de empresas –del campo y la ciudad- que están en condiciones de aprovechar las ventajas competitivas del país: recursos naturales y capital humano. Conforman un amplio abanico de actividades, desde chacareros de la pampa húmeda hasta empresas con capacidad innovadora que ponen en marcha emprendimientos de confecciones, de diseño, de desarrollo de fruti-horticultura, de alimentos diferenciados, de turismo, de software, etc. (Gerchunoff y Aguirre, 2004)

Un dato que de alguna manera sintetiza el renacer del pequeño empresariado nacional es que hacia fines de 2003 se revirtió la tendencia a la destrucción neta de

empresas iniciada en el país varios años atrás (Gerchunoff y Aguirre, 2004). De acuerdo a informes del Ministerio de Trabajo, en el cuarto trimestre de 2003 el balance entre nacimientos y cierres fue positivo en 6 mil empresas –lo que significó el mayor incremento de los últimos siete años-, 99% de las cuales fueron micro y pequeñas. Asimismo, en términos de puestos de trabajo, el balance entre las nuevas empresas creadas y aquellas que cerraron fue positivo en más de 50 mil nuevos empleos.

En definitiva, el nuevo rumbo por el que transita la economía argentina desde el fin de la convertibilidad, significó para las pequeñas y medianas empresas el inicio de una etapa de revalorización. En este contexto, la aplicación de políticas de apoyo a las empresas de menor porte adquiere una significación y alcance sustancial, ya que por primera vez en años se encuentran frente a la posibilidad cierta de afianzarse como el núcleo del tejido productivo argentino, dentro de un esquema que no sólo las incluye sino que las coloca en el centro mismo de la dinámica de la recuperación.

2.7. LA PARTICIPACIÓN DE LAS PYMES EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA ARGENTINA

Las PyMEs son relativamente más importantes en Argentina que en otros países. Según el Censo Económico de 1994 (último realizado en el país, el cual sistematiza la información de 1993) en el conjunto de la industria, el comercio y los servicios, las PyMEs representaban el 99,7% de los locales, el 80,6% de los ocupados y el 70,8% del valor agregado.

Como se observa en la Tabla 2, si se define a las microempresas como las que ocupan hasta 10 personas, éstas representaban la gran mayoría de las empresas en 1993: el 83,6% de los locales en la industria, el 98,1% en el comercio y el 93,7% en los servicios. A su vez, las empresas pequeñas (entre 11 y 50 ocupados) representaban sólo el 4% de los locales, variando desde el 12,9% en el caso de la industria hasta sólo el 1,8% en el caso del comercio. Y las empresas medianas representaban 0,6% de los locales, con un máximo de 3% en el caso de la industria. Por su parte las empresas grandes sólo representaban el 0,3% de los locales: unos 2264 de un total de casi 900.000.

Las PyMEs contribuyen fuertemente a la generación del empleo en Argentina. Según el Censo Económico, en 1993 generaban el 80,6% del empleo en el conjunto de la industria, el comercio y los servicios, alcanzando un máximo del 96% en el caso del comercio y un 73% y 74% en los casos de la industria y los servicios, respectivamente.

Las PyMEs también generan una parte sustancial del valor agregado de la economía. Como se muestra en el Tabla 2, su valor agregado representaba tanto como el 70,8% en el conjunto de la industria, el comercio y los servicios, con un máximo del 90,8% en el caso del comercio. Sin embargo, estas cifras subestiman considerablemente la contribución de las PyMEs al valor agregado de la economía, pues los datos censales no captan el grueso de la actividad informal.

Tabla 2 - Unidades censales, ocupados y valor agregado – para la industria, el comercio y los servicios, desagregado por tamaño de la empresa- en Argentina, 1993

Unidades censales								
	Industria		Comercio		Servicios		Total	
Micro	75.295	83,6%	493.653	98,1%	283.843	93,7%	852.791	95,1%
Pequeñas	11.613	12,9%	8.927	1,8%	15.669	5,2%	36.209	4,0%
Medianas	2.697	3,0%	613	0,1%	1.859	0,6%	5.169	0,6%
Total PyMEs	89.605	99,5%	503.193	100,0%	301.371	99,5%	894.169	99,7%
Grandes	483	0,5%	239	0,0%	1.542	0,5%	2.264	0,3%
Total	90.088	100%	503.432	100%	302.913	100%	896.433	100%

Total del ocupados								
	Industria		Comercio		Servicios		Total	
Micro	225.361	22,4%	872.759	77,3%	516.245	38,9%	1.614.365	46,6%
Pequeñas	247.635	24,6%	169.548	15,0%	313.886	23,7%	731.069	21,1%
Medianas	272.596	27,0%	42.254	3,7%	132.326	10,0%	447.176	12,9%
Total PyMEs	745.592	74,0%	1.084.561	96,0%	962.457	72,5%	2.792.610	80,6%
Grandes	262.317	26,0%	45.162	4,0%	364.263	27,5%	671.742	19,4%
Total	1.007.909	100%	1.129.723	100%	1.326.720	100%	3.464.352	100%

Valor agregado (en millones de \$)								
	Industria		Comercio		Servicios		Total	
Micro	3.218,2	10,8%	10.320,4	57,2%	7.509,9	41,6%	21.048,5	31,9%
Pequeñas	5.962,7	20,0%	4.874,1	27,0%	3.626,1	20,1%	14.462,9	22,0%
Medianas	8.132,7	27,3%	1.188,5	6,6%	1.802,4	10,0%	11.123,6	16,9%
Total PyMEs	17.313,6	58,1%	16.383,0	90,8%	12.938,4	71,7%	46.635,0	70,8%
Grandes	12.473,8	41,9%	1.668,0	9,2%	5.111,7	28,3%	19.253,4	29,2%
Total	29.787,4	100%	18.050,9	100%	18.050,1	100%	65.888,4	100%

Fuente: INDEC (1996).

CAPÍTULO 3 - FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES

3.1. INTRODUCCIÓN

Es importante notar ciertas claves para poder comprender los obstáculos que enfrentan las PyMEs en su desarrollo. Primero, por ser un empleador fundamental dentro de las economías deben ser solucionados los obstáculos para utilizarlas plenamente como herramienta de desarrollo económico y social. Segundo, el nivel de fracaso es alto entre estas empresas lo cual las coloca como un sector de mayor riesgo que las empresas grandes, ya sea que fracasen por negligencia propia o por condiciones del mercado. En tercer lugar la utilización de canales no formales de financiamiento encarece sus costos de financiamiento. Finalmente, el grado de acceso a financiamiento formal varía significativamente entre los países de la región, esto demuestra que en países más desarrollados de la región se ha logrado sobrepasar las barreras que enfrentan las PyMEs y hacerlas bancarizables.

3.2. PRINCIPALES OBSTÁCULOS QUE ENFRENTAN LAS PYMES

La bibliografía disponible dedicada a estudiar en los últimos años los factores que determinan la creación de nuevas empresas en Argentina, es coincidente en señalar a la problemática de la financiación entre los primeros obstáculos a superar.

Dados los objetivos de este trabajo, no se intentará analizar con profundidad los mecanismos de autofinanciamiento de los emprendedores en sus primeras etapas

de vida de la nueva empresa, tales como el “bootstrapping”³, es decir la utilización de recursos autogenerados por el emprendedor sin requerir a fuentes onerosas de fondos, tales como pedir dinero a los bancos o abriendo el capital de la empresa a inversores. Normalmente esta actitud está firmemente adherida al deseo principal de retener el control completo del negocio tanto en el presente como en el futuro (Mason, 2001).

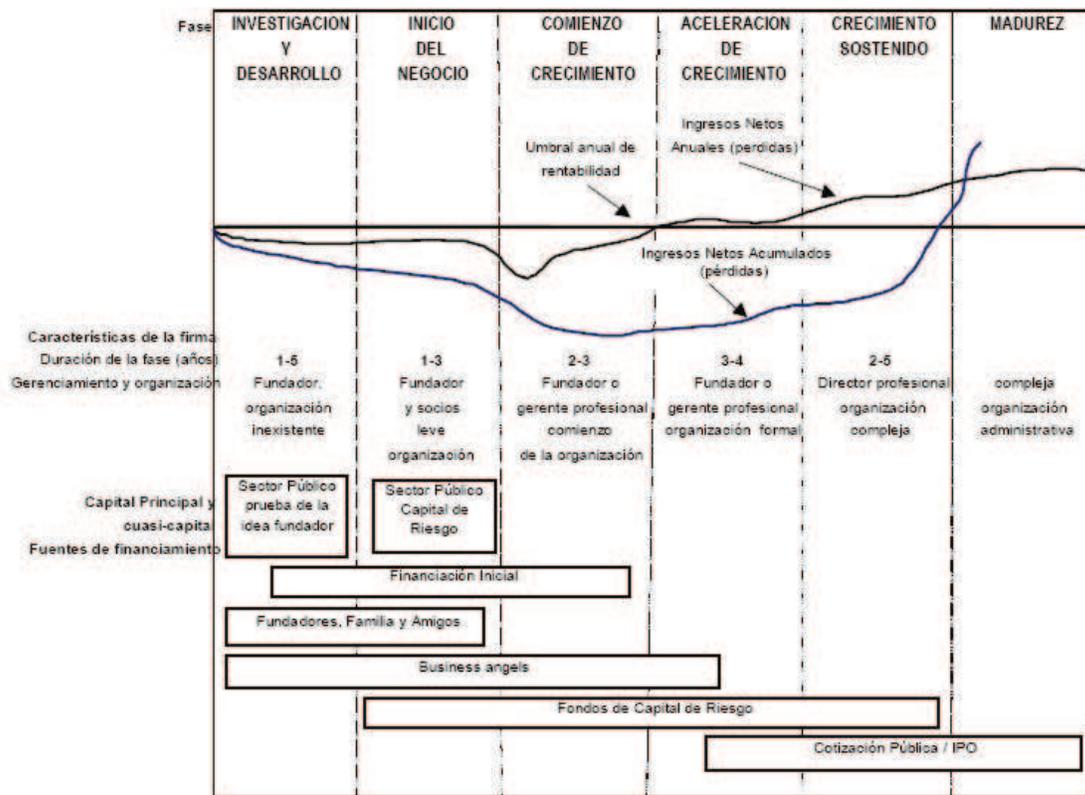


Figura 1 - Ciclo de vida y requerimientos de financiación de capital de un negocio en expansión. (Mason y Harrison 1999 adaptado de Brophy 1996)

Atento al ciclo de vida y requerimientos de financiamiento presentados por la adaptación Mason y Harrison (1999) a la trayectoria de Brophy (

³ Bootstrap significa confiar enteramente en el esfuerzo y los recursos propios; propia generación de sustento; ayudarse a uno mismo sin participación de terceros (Fuente: Random House Webster's College Dictionary).

Figura 1), se destaca el papel de los *business angels* y *venture capital* (con participación del sector público) en el financiamiento de los primeros pasos del emprendimiento.

Si se focaliza la atención en las etapas de “start-up” y de primeros pasos, es precisamente en estas fases donde se profundizan las necesidades de capital al incurrirse en déficits de caja permanentes. El fin de la etapa de crecimiento temprano condice con el punto de equilibrio financiero del emprendimiento, a partir del cual se iniciará un período que debería estar caracterizado por los retornos positivos de la inversión.

En estas dos fases, cuya duración puede variar entre 3 y 6 años, los fundadores dirigen y desempeñan al menos part-time todas las funciones inherentes al negocio.

Sólo al final de la etapa de crecimiento temprano se perfila una organización más estructurada en la que se empieza a detectar la división de funciones y aparecen gerentes profesionales.

Tanto en la etapa de “start-up” como en la de “crecimiento temprano”, los principales recursos de capital (o las fuentes de financiamiento del emprendimiento) son provistos como aportes de capital tanto propios de los emprendedores como de eventuales socios capitalistas (*business angels*). El capital de terceros aportado al negocio como deuda, emana básicamente de la actividad de “bootstrapping”, siendo prácticamente nula la participación del endeudamiento bancario otorgado en virtud del negocio.

En esta trayectoria, no se muestra el papel del financiamiento bancario destinado fundamentalmente a empresas con track-record⁴ y experiencia previa demostrable en el mercado (Ascúa 2001). Los bancos como entidades sujetas a control público, por regulación deben plantear a sus clientes ciertos requerimientos que limitan las posibilidades de apalancamiento en las etapas iniciales de un nuevo emprendimiento.

En Argentina, la Tabla 3 muestra sus principales fuentes de financiamiento según la encuesta realizada por FIEL entre abril y junio de 1995 entre 400 empresas de todos los tamaños de la industria manufacturera en los principales centros productivos del país. Se observa un predominio de la reinversión de utilidades, créditos del sistema financiero y financiamiento del proveedor como fuente principal de la financiación de las PyMEs en Argentina.

Quizás el aspecto más sorprendente de este cuadro es la elevada proporción de empresas grandes (más de 200 ocupados) que no obtenía financiamiento de bancos locales. Entre las empresas que sí lo obtenían, se observa que (i) las empresas pequeñas y medianas eran las más propensas a operar con bancos públicos, (ii) que el uso de los bancos privados como fuente de financiamiento es el más frecuente para todos los tamaños de empresa y esa frecuencia aumenta con el tamaño de la empresa y (iii) que las empresas grandes eran menos propensas a operar con bancos cooperativos.

Por otro lado, entre las fuentes externas de financiamiento a pequeñas empresas y nuevos emprendimientos, la bibliografía coincide en recalcar al financiamiento

⁴ Track-record: es el registro de la performance de la organización

bancario y el acceso de otras fuentes de capital privado como por ejemplo: *venture capital* y *business angels*.

Tabla 3 - Fuentes de financiamiento de las PyMEs industriales en Argentina

	Reinversión de utilidades	Aporte de socios	Financiamiento del Proveedor	Crédito del Sist. Fin.	Crédito del exterior	Número de fuentes (promedio)
Empleados						
1-5	62%	5%	38%	36%	0%	(*)
6-10	73%	16%	31%	44%	0%	2,2
11-50	73%	14%	43%	60%	2%	2.7
51-200	64%	13%	52%	68%	16%	2,2
201-500	66%	5%	53%	68%	37%	2,6
501+	83%	9%	39%	65%	30%	4,3
Total	70%	12%	44%	58%	10%	2.1

Fuente: FIEL (1996)

3.3. VENTURE CAPITAL

El Venture Capital (VC o Fondo de Capital de Riesgo) es, en gran medida, un fenómeno de EE.UU., Canadá y Europa Occidental. La mayoría de los autores trazan los orígenes del VC en los Estados Unidos hacia fines de la década de los años 40, con un rápido crecimiento hacia fines de los setenta como resultado del flujo de capital proveniente de instituciones financieras después de diversos cambios regulatorios, en especial las nuevas normas de fondos de inversión de jubilaciones y reducciones en la tasa de impuestos a las ganancias de capital (Gompers, 1994; Zider 1998).

Sin embargo, importantes sucesos del lado de la demanda que tuvieron lugar al mismo tiempo –particularmente, la revolución tecnológica de la microelectrónica– también influyeron en la creación de una demanda de capital de riesgo de parte de empresas basadas en tecnología.

Las empresas de capital de riesgo son agentes que actúan entre las instituciones de inversión y ahorro (por ejemplo, bancos, compañías de seguros de retiro, fondos de pensiones) que proveen el capital, y el mercado de emprendedores que no cotizan en la bolsa, y que utilizan el financiamiento. Algunas instituciones financieras tienen sus propias subsidiarias de capital de riesgo (denominadas “cautivas”). No obstante, la mayoría de los fondos de capital de riesgo en los Estados Unidos y el Reino Unido son entidades “independientes” que recaudan capital de diversas fuentes antes de poder invertir en PyMEs (Colombo y Alonso, 2002).

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

El capital de riesgo resulta, por lo tanto, una inversión de riesgo: el inversor participa del éxito de la empresa pero sufrirá una pérdida de la inversión si la empresa fracasa. Más aún, tiene el grave riesgo de la selección adversa. Una vez que se realiza la inversión, la misma será ilíquida durante varios años, no podrá ser recuperada a menos que se disponga de una ruta de salida, y su éxito depende en

gran medida del empresario/equipo de gestión. Por esta razón, los fondos de capital de riesgo son sumamente selectivos al momento de decidir en qué invertir.

Generalmente, rechazan entre el 75 y el 80% de las propuestas que reciben tras un breve análisis inicial, otro 20 a 30% es rechazado (o retirado) luego de una minuciosa investigación, y menos del 1% de las propuestas reciben una oferta de financiamiento.

Al evaluar las oportunidades, los fondos de capital de riesgo ponen especial énfasis en las competencias del equipo de gestión, el potencial de crecimiento y la rentabilidad de la industria, y los atributos del producto/servicio. En términos generales, las empresas de capital de riesgo buscan compañías que cuenten con líderes empresarios de primera línea y que operen en mercados lo suficientemente grandes como para lograr un crecimiento lucrativo importante.

En cuanto al retorno financiero, los capitalistas de riesgo buscan emprendimientos que puedan brindar una tasa de retorno mucho más alto que el que rinden las empresas maduras y las inversiones más seguras. Dicho de otra manera, los fondos de capital de riesgo buscan obtener de cinco a diez veces el rendimiento de su inversión en un período de cinco a diez años. Este elevado rendimiento es necesario para compensar las pérdidas, los altísimos riesgos y la iliquidez de las inversiones. El capital de riesgo es una forma de inversión con participación (hands-on), es decir, que puede participar en el staff de management del proyecto.

Los inversores buscan agregar valor a sus inversiones ofreciendo servicios de monitoreo, asistencia estratégica, redes y apoyo en general, así como

financiamiento mediante una alianza con los gerentes de las empresas en las cuales invierten.

El VC es un instrumento esencial para el financiamiento del proceso innovativo ya que cada vez son más necesarios inversores que participen del riesgo de emprendedor apoyando inversiones en pequeñas firmas, especialmente aquellas empresas intensivas en tecnología, a las cuales las instituciones financieras no pueden asistir a través de instrumentos tradicionales.

En los últimos años ha habido una gran generación de literatura coincidente en general con la importancia de los VC para el desarrollo económico ya que provee un apoyo fundamental al crecimiento rápido de las empresas a la vez que provoca un positivo impacto en la creación de empleo. Adicionalmente, al asumir los VC el riesgo empresario en conjunto con el emprendedor se promueve firmemente el proceso de innovación (proceso en el que los bancos por inexistencia de “track-record” no ingresan en el financiamiento de estas actividades).

Asimismo, es importante también el rol que juegan los VC en el proceso de financiamiento general de la empresa naciente ya que al incorporarle capital al emprendimiento automáticamente está habilitando capacidad patrimonial para solicitar y calificar asistencia bancaria tradicional. En esta misma línea de procedimiento, los VC por ser dirigidos y gerenciados por especialistas en finanzas corporativas, proveen al emprendedor de una habilidad raramente verificada en los emprendedores: conocimientos de gerenciamiento financiero y red de contactos para solicitar recursos financieros (ayudan siguiendo la gestión del negocio y aportando consultoría en finanzas).

Como señala Chesbrough (2002), los VC reconocen como fuentes principales de objetivos, estrategias y aprovisionamiento de recursos a:

- “Business angels”
- “Angel investors” (personas físicas que a nivel individual destinan una porción de su portafolio de inversiones a participar en el fondeo de VCs)
- Fondos de pensión (cúmulo de ahorros de largo plazo)
- Grandes corporaciones.

Los elevados costos de transacción (normalmente fijos) para permitir la incorporación de un VC como socio de un nuevo emprendimiento exigen un nivel mínimo de inversiones lo que provoca una fuerte barrera de entrada al sistema, discriminando entonces a las pequeñas inversiones (Mason 2001). Esta restricción abre una “vía de escape” a través de redes de *business angels* o de empresas pequeñas de capital de riesgo (más conocidos como VC Informales), quienes están por tamaño y cultura empresarial más cercanos a la filosofía de trabajo de emprendedores individuales y/o que demandan pequeñas dosis de capital.

Ahora bien, la experiencia más prolongada y fructífera en materia de VC se ha desarrollado en EEUU. El primer VC fue fundado en Massachusetts luego de finalizar la 2da. Guerra mundial con el objetivo de fondear la transferencia de tecnología desarrollada con fines militares hacia el mercado consumidor civil mediante la conformación de nuevas empresas. El gobierno federal jugó un papel significativo en el desarrollo del mercado de VC institucional al crear la Small

Business Investment Companies Administration y ofrecer incentivos fiscales y regulatorios a las empresas registradas (SBICs) bajo este régimen.

En España, por ejemplo, se señala especialmente la asistencia que *business angels* y VC han realizado a los proyectos de empresas de alta tecnología, ya que éstas debido a la falta de antecedentes suelen enfrentar restricciones en las fuentes de financiamiento al no resultar viables para el nivel de requerimientos establecidos para los instrumentos tradicionales ofrecidos por instituciones financieras y/u organismos públicos (Lopez de Guereño Zárrega y otros, 2000).

En el Reino Unido, en los años noventa, se ha desarrollado vertiginosamente el mercado de capital de riesgo informal, es decir aquel conformado por inversores privados generalmente conocidos como “business angels” (Salloum, 2002). Este mercado se complementó con el mucho más grande mercado de capital de riesgo formal, estructurado sobre la base de corporaciones que conducen importantes cantidades de capital.

Los instrumentos de política en el Reino Unido (Mason, 2001) se concentraron sobre la base de:

- Acción directa de financiamiento (aplicación de recursos) instituciones públicas de gobierno
- Incentivos fiscales directos tanto a los inversionistas como a las empresas resultantes.

- Diseño y conformación de mecanismos institucionales como entorno favorable para el encuentro ahorro-inversión en nuevos emprendimientos (redes de inversores privados).

El caso de Escocia merece ser incluido en este grupo de experiencias a nivel internacional en materia de VC porque desde 1975 la oficina Scottish Development Finance (SDF) ha venido desarrollando actividades de financiamiento a los nuevos emprendimientos desde el sector público en el campo de VC, dado que el sector financiero escocés fue tradicionalmente lento en apoyar la generación de nuevas herramientas financieras, tales como los VCs (Hood 2000). También resulta atractivo su análisis ya que Escocia es una región periférica en el Reino Unido. La acción de la SDF incluyó no sólo fondear a los nuevos emprendimientos escoceses sino también el apoyo a los estudios previos para el lanzamiento del emprendimiento (cuando se requiere correr riesgos y adaptarse al tamaño de la inversión) o la incursión en análisis de profundidad de iniciativas empresariales de alta y nueva tecnología en las que el sector privado-inversor no está familiarizado (se trata de reducir el “gap” de información), lo que impide evaluar tanto el riesgo como su potencialidad.

De los años setenta a la actualidad, el ambiente de inversión en Escocia (como en el resto del mundo) ha cambiado sustancialmente pero sin embargo, muchas de las cuestiones relativas a la escasez de financiamiento para nuevos emprendimientos siguen subsistiendo.

Una clara enseñanza del caso escocés surge, según Hood, de la fuerte y eficaz interacción entre el sector público y el sector privado en el proceso de

financiamiento en los primeros años de la empresa (co-invirtiéndose o juntando fondos de inversores). Hasta el presente, los rasgos de política sobre la problemática del financiamiento de nuevas empresas plantean en resumen las siguientes opciones:

- Inversión y/o participación de fondos públicos en VC
- Coinversión e interacción con VC privados.
- Regulación que genere incentivos al sector privado para que participe en VC que tienden a reducir los costos y/o elevar los rendimientos de esas inversiones.
- Promoción de redes de “business angels”.

En general, la acción del sector público en la promoción y acción de VC se ha concentrado en compartir riesgos de los nuevos emprendimientos a través del aporte del capital semilla en comercialización de ciencia y tecnología, y co-inversión (con el sector privado) en las primeras fases de las nuevas empresas con alto crecimiento, las que coinciden a menudo con su actuación en el campo de la alta y nueva tecnología.

En Argentina hay muy poco “recorrido” académico sobre la experiencia de VC (Fundación Invertir, 1999). Hasta el presente, en nuestro país, VC significa grandes corporaciones de fondos dedicados básicamente a la adquisición de compañías ya existentes, tanto en el sector público como en el privado (participan en el financiamiento de fusiones, adquisiciones o reestructuraciones de empresas maduras, ubicadas tanto en sectores tradicionales como en servicios, especialmente agroindustria, logística, sistema bancario y compañías de seguros).

En 1999 se registraban casi 40 Fondos Privados de Inversión en Argentina, con un monto total de inversiones cercano a los 12 mil millones de dólares. Sin embargo, el capital de riesgo, definido como aquel orientado a financiar las primeras etapas del desarrollo de una empresa, recién aparece en nuestro país a partir de 1998 con el advenimiento del llamado “boom de Internet”. Según un estudio de la Fundación Invertir, a mayo del año 2001, existían aproximadamente 28 Fondos de Inversión en Argentina. De estos Fondos son muy pocos los que están dispuestos a invertir en capital de riesgo. Sólo 5 de los 28 manifestaron su participación en inversiones de capital de riesgo, y de esos 5 sólo 2 se dedican exclusivamente a inversiones en pequeñas empresas: Pegasus e InverPyMEs (Fundación Invertir, 1999).

En Argentina, a diferencia de lo que sucedió en otros países, el Estado en sus distintos estamentos ha adoptado un rol completamente pasivo. Lo más parecido a VC con participación estatal han sido los llamados a concurso para nuevos emprendimientos de la SePyME (Programa Iniciar y FONAPYME) y el Fondo Tecnológico Argentino (FONTAR), que opera bajo la órbita de la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica.

3.4. BUSINESS ANGELS

Normalmente encarnados por personas físicas, son inversores participativos que generalmente han acumulado capital a través del desarrollo de uno o varios emprendimientos previos, por lo que su tipología está marcada por:

- experiencia empresarial,
- red de vínculos comerciales y de conocimiento,

- aceptación del presupuesto básico en el mundo de los negocios: la existencia de riesgo (Mason y Harrison, 1996).

Estos *business angels* (BA) constituyen la fuente principal de financiamiento cuando los generadores de la idea empresarial están dispuestos a incorporar un socio-capitalista (abrir su capital) antes que los VC institucionalizados. Este mercado se lo denomina “mercado informal de capital de riesgo” y está básicamente encarnado por los BA.

En general estas personas prefieren mantenerse en el anonimato y van realizando su incorporación de capital *pari-passu* con las necesidades del negocio. Los montos de inversión involucrados son menores al promedio de los contratos de *venture capital* (VC) y los requisitos para la asociación son más idiosincráticos y menos formales y rígidos que los establecidos por los VC.

Wetzel y Freear (1992) estimaron que en los EEUU el mercado informal de capital de riesgo financia entre 15 y 40 veces más empresas que el mercado de capital de riesgo institucional. Dada la modalidad operativa en que se desenvuelven, resulta relevante para el desarrollo de nuevos emprendimientos a nivel local fomentar la creación de redes de vínculos entre emprendedores y BA, ya que para éstos es muy importante el contacto personal con la empresa y el empresario al que están ayudando.

El proceso de toma de decisiones en los BA es informal, no muy largo en el tiempo y no está determinado por ninguna secuencia en particular (Mason, 1998). Simplemente y en la mayoría de los casos se guían por su propia experiencia empresarial (“olfato”).

Evidentemente debe existir un gran potencial en la estructuración de redes de contacto que permita desarrollar el mercado informal de capital de riesgo, ya que la insuficiente información impide a los BA identificar empresas que buscan socios y a éstas tener acceso a fuentes alternativas de financiamiento (los BA buscan siempre preservar el anonimato). En este sentido, la gran difusión de Internet está facilitando la generación de redes de contactos.

Como se mencionó anteriormente una de las características y principales obstáculos que enfrentan las PyMEs es falta de acceso a financiamiento bancario; esto se debe esencialmente por el nivel de riesgo que representan estas empresas, principalmente por las siguientes razones:

- Sector heterogéneo difícil de evaluar utilizando las herramientas tradicionales. El análisis de crédito de estas empresas no es sujeto a las herramientas usadas para las grandes empresas lo cual hace que bancos no especializados tengan dificultad en evaluar adecuadamente a estas empresas
- Carecen de diversificación de fuentes de ingresos, haciéndolas más vulnerables a problemas en el entorno en que compiten y por ende más riesgosas
- Compromiso patrimonial débil de los dueños. Los índices de capitalización y la capacidad de hacer aportes patrimoniales adicionales no son suficientes para lograr niveles de apalancamiento con los cuales la banca comercial tradicional se sienta cómoda.
- Insuficientes garantías. Las PyMEs o carecen de garantías reales que ofrecer a los bancos o el sistema de registro de la propiedad y remate de garantías hace

que las garantías ofrecidas por las PyMEs no sean suficiente para los bancos comerciales tradicionales

- Pasivos no divulgados. Avaluos y otras garantías no divulgadas en los balances hacen potencialmente más riesgosas a estas empresas
- Balances opacos (mezcla de negocio/familia). La falta de aplicación de principios contables aceptados y la mezcla del negocio con la parte familiar hace que los estados financieros de las PyMEs muchas veces sean difíciles de interpretar y además no presentan la información de forma que permita una real evaluación de la situación financiera.

Aparte del problema de financiamiento las PyMEs enfrentan otros problemas tales como:

- Falta de formalización del sector, muchas de estas empresas operan de manera informal sin contar con los sistemas gerenciales y contables que garanticen su sustentabilidad y viabilidad a futuro
- Falta de aplicación de nuevas tecnologías: Las PyMEs son lentas en su proceso de absorber nuevas tecnologías lo cual representa una desventaja competitiva frente a las grandes empresas tanto en calidad como en eficiencia
- Falta de capacitación contable y gerencial: Está igualmente relacionado con la necesidad de formalizar el sector y capacitar a sus administradores
- Difícil acceso al mercado: Las PyMEs tienen problemas en hacer llegar sus productos al mercado y promocionarlos adecuadamente

En ese sentido, y hasta cierto punto, los *business angels* pueden compararse a las empresas de capital riesgo, especialmente ahora que comienzan a florecer las asociaciones entre estos inversores privados. Sin embargo, se trata de una figura mucho más cercana al pequeño y mediano empresario que las compañías de capital riesgo. Y es que estas figuras celestiales, que generalmente invierten en sectores que conocen y donde tienen experiencia, tienden a involucrarse notablemente en el día a día de la empresa y en su gestión. Se puede decir que hacen las veces de consejero experto en administración de empresas o de un sector concreto.

Los *business angels* invierten su propio dinero en la compañía, es decir, ponen en juego su capital, por lo que su interés porque el proyecto llegue a buen puerto está lejos de toda duda. Su experiencia puede ser una baza importante para tiempos difíciles, especialmente teniendo en cuenta que suelen apostar por compañías en su fase de formación o en sus primeros años. Además, la desinversión o recogida de dividendos en el caso de los propios *business angels*, suele ser relativamente lenta si se compara con el capital riesgo.

Argentina es el hogar de un club de ángeles de negocios establecidos en 2005 por un grupo de ex alumnos del IAE Business School y el Centro de Entrepreneurship de la Universidad Austral de Argentina. El Club es una asociación entre cuyas actividades se incluyen:

- la exploración y evaluación de oportunidades de inversión en empresas de nuevas empresas,

- la gestión de las relaciones entre los promotores, inversores, incubadoras y otras partes interesadas,
- la organización de la presentación mensual de los proyectos,
- asistencia a sus miembros en las distintas fases del proceso de inversión.

El Club no cuenta con un fondo y cada miembro decide por sí mismo participar o no a las oportunidades de inversión ofrecidas.

Al día de hoy, el Club tiene 60 miembros. Cada mes, unos 8-10 proyectos son examinados y 2-3 se les presentan durante las reuniones mensuales. En términos de cantidades, las inversiones han variado entre 50.000. a 150.000 dólares, pero excepcionalmente una transacción más grande puede ser considerada. Hasta ahora, el mayor proyecto financiado ascendió a 600.000 dólares.

Desde su creación, siete proyectos presentados por el Club han recibido una financiación por un importe total de 1,75 millones dólares, mientras que otras transacciones por valor de 1,0 millones de dólares están actualmente en discusión.

Los "inversores ángeles" no son muchos en la Argentina, y En general se tratan de "...personas que invierten en un proyecto para agregarle valor, no solamente con recursos financieros, sino con su propia experiencia, contactos y conocimientos de management", según Silvia de Torres Carbonell, directora del Centro de Entrepreneurship del IAE, la escuela de Dirección y Negocios de la Universidad Austral (Ensinck, 2005).

Se trata de personas con algún dinero (entre \$ 250 mil y varios millones), que buscan diversificar inversiones tanto en el mundo financiero como en la economía real. A diferencia de otros tipos de inversores, se involucran en el proyecto desde una fase muy temprana (start-up), y aportan el "capital semilla" para que el emprendimiento pueda iniciar.

En general, "no son inversores de cartera, sino que tienen algún conocimiento del tema". "En los '90 invirtieron en las "puntocom" y hoy buscan sectores de biotecnología, agroalimentarias de calidad y proyectos con alto potencial de crecimiento y escalables para exportar"⁵.

La característica distintiva del ángel inversor es que "elige proyectos que le gustan y a veces se transforma en socio minoritario de la empresa, con un poder de decisión vinculado con su participación accionaria", según lo expresado por Juan Carlos Carullo, coordinador del programa Crearcit de la Secretaría de Ciencia, Tecnología e Innovación Productiva, un foro de capital de riesgo para empresas de base tecnológica (Ensinck, 2005).

Para tentar a un ángel inversor es fundamental tener un buen proyecto. Los ángeles buscan emprendimientos novedosos (software, biotecnología, ciencia de los materiales, emprendimientos gastronómicos o de servicios innovadores). Suelen diversificar su riesgo apostando a una cartera de proyectos, y a veces forman grupos o clubes. La principal diferencia entre los ángeles y las empresas de capital de riesgo o fondos comunes de inversión, es que invierten dinero propio, y no de terceros. A su vez, "las empresas de capital de riesgo invierten en firmas que no

cotizan en Bolsa, mientras que los fondos lo hacen siempre en compañías que están en el recinto". Según Gabriel Jacobsohn, co-autor de la investigación "Inversores Angeles en Argentina" y director del Instituto de Emprendimientos Tecnológicos y Científicos de la Sociedad Científica Argentina, el perfil del inversor ángel en la Argentina es de un promedio de edad de 43 años, universitario y la mayoría con posgrado (59%). En promedio, invierte un 11% de sus activos en empresas emergentes, con sumas de entre \$ 2.500 a 500 mil por ronda de inversión. Tiene experiencia como emprendedor y participa activamente en las empresas, aunque prefiere no detentar la mayoría accionaria. Las propuestas de inversión le llegan generalmente a través de referencias y contactos personales, y de cada 100 que recibe, financia un 12% (Ensinck, 2005).

La realidad es que la mayoría de los emprendedores argentinos se inician con fondos propios, y de familiares y amigos. Recién cuando ya está armado el plan de negocios y hay una estimación de mercado, algunos logran contactar a inversores ángeles. "En países donde el mercado de capital de riesgo está más maduro, los inversores ángeles deben asegurarse su participación entrando en etapas más tempranas de los proyectos", señala Eduardo Garrido, coordinador del área de Emprendimientos del Banco Río. Para Garrido, "el mercado argentino de capital de riesgo está en pañales". No obstante, por el lado de la demanda, hay buen potencial: recursos humanos capacitados y una alta tasa de emprendedores. La principal barrera es que los planes de negocios que presentan no son atractivos. "Los inversores quieren saber cuánto poner, cuánto le dan y cuál es el riesgo", dice

⁵ Eduardo Amadeo (h), coordinador del programa "Buenos Aires Empeñe" para el financiamiento de nuevas empresas en la ciudad.

Garrido. Para esto hay que plantearle un análisis de tres escenarios: uno optimista, uno medio y uno pesimista (Ensinck, 2005).

En este sentido, programas como el NAVES (la competencia anual de emprendedores del IAE), ayudan a analizar el proyecto y presentarlo. La falencia es que quedaban en el asesoramiento técnico, legal y contable. Para contactarlos con los inversores ángeles, hay varias iniciativas: los foros anuales de capital de riesgo organizados por las escuelas de negocios de las universidades privadas, el Foro de Capital de Riesgo para empresas de Ciencia y Tecnología que depende de la SeCyT y el flamante club de Business Angels del IAE. Es bueno que cada emprendedor encuentre su ángel.

3.4. SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA

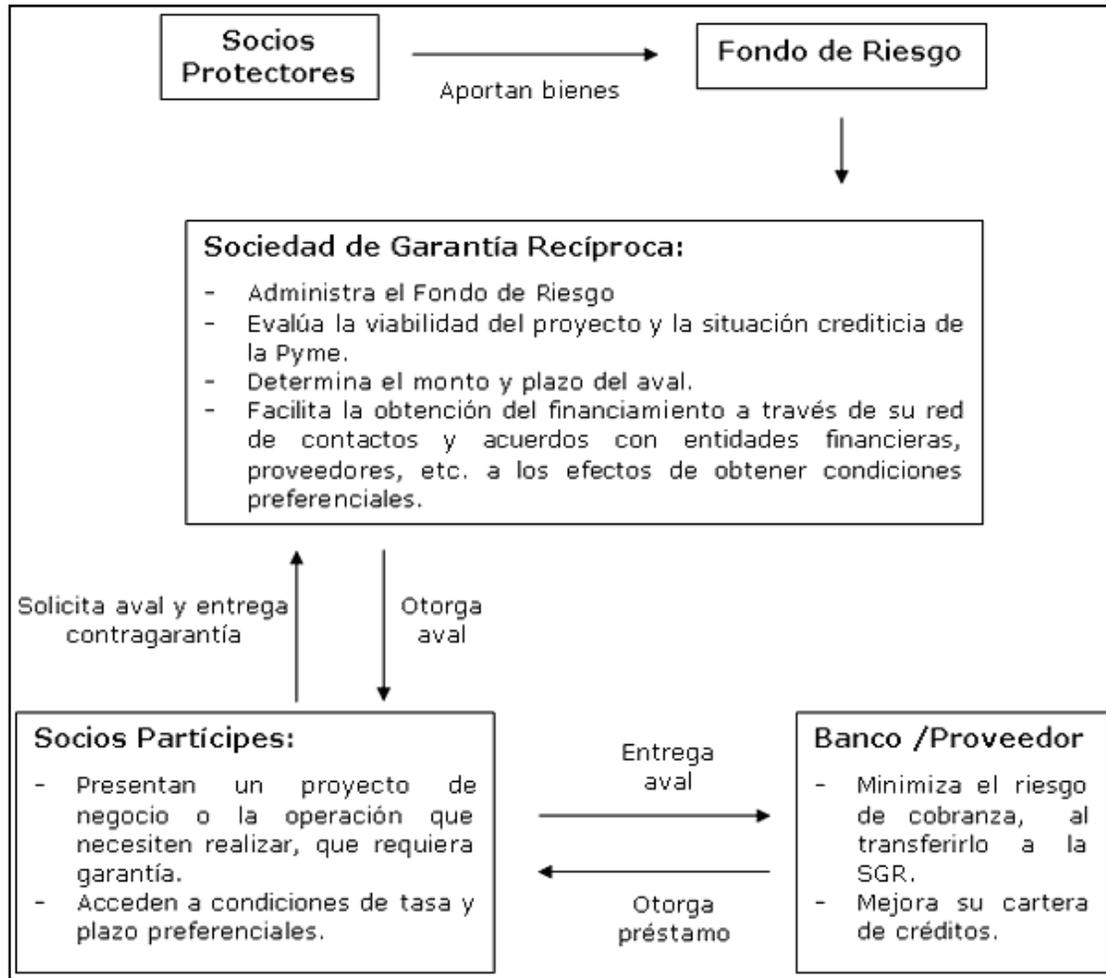
Una sociedad de garantía recíproca (SGR) es un tipo de sociedad comercial que requiere, en principio, dos tipos de socios: los llamados “protectores” (normalmente, unidades económicas con excedente disponible de capital dinerario) y los denominados “partícipes” (generalmente, pequeñas y medianas empresas)⁶.

Los socios “protectores” realizan su aporte de capital para constituir un fondo de riesgo, desde el cuál los administradores de las SGR cubren las garantías y avales otorgados a los socios “partícipes”.

⁶ Spagnolo, Alberto. Director de Cohen Sociedad de Bolsa, para www.materiabiz.com, 2006

Perotti⁷ define a las SGR como “sociedades constituidas con el objetivo principal de facilitar la gestión de créditos, que realicen sus socios partícipes –Pymes-, brindándoles garantías y asesoramiento técnico, económico y financiero”.

Figura 2 - Comportamiento de las S.G.R.



Asimismo, Frontera⁸ enuncia que las SGR “son sociedades comerciales que tienen por objeto facilitar el acceso al crédito de las Pymes a través del otorgamiento de

⁷ Perotti, Estrella. Herramientas alternativas de financiación. Parte II. Sociedades de garantía recíproca. Bolsa de Comercio de Rosario. Enero de 2003.

⁸ Frontera, Esteban. Programa de Sociedades de Garantía Recíproca. Facultad de Derecho UBA. 1999.

garantías para el cumplimiento de sus obligaciones”. También agrega que “consiste en una estrategia asociativa entre grandes empresas y Pymes”.

Además, Frontera sostiene que este tipo societario conforma un extraordinario instrumento que permite a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas garantizar cualquier tipo de compromisos u obligaciones susceptibles de apreciación pecuniaria.

Por lo tanto, en un intento por definir las cabe resaltar su objetivo principal de facilitar la gestión de créditos y asesoramiento a las Pymes.

Las SGR fueron creadas para facilitar a las Pymes el acceso al crédito, bajo condiciones que permitan un sano desarrollo y con costos financieros que resulten coherentes y competitivos para su actividad, otorgando garantías a sus socios partícipes a través de la celebración de contratos de garantía recíproca.

Con esta finalidad se encargan de conceder garantías líquidas a sus socios partícipes (Pymes) para mejorar sus condiciones a la obtención de créditos, por cuanto otorgan credibilidad para el cumplimiento de las obligaciones.

Esta operación la pueden realizar por medio de la emisión de avales financieros (préstamos), técnicos (cumplimiento de contratos) o mercantiles (ante proveedores o anticipo de clientes) y de cualesquiera de los permitidos por el derecho mediante la celebración de Contratos de Garantía Recíproca. Es decir, operan como virtuales "fábricas de avales" para sus socios partícipes (las Pymes).

Mediante la presentación de proyectos a financiar, y con la aportación de las suficientes contragarantías, las Pymes acceden a una calidad de aval que potencia y mejora su calificación crediticia frente al sistema financiero y comercial.

Con estos avales, y en función de las negociaciones que en tal sentido haya establecido la SGR con distintas entidades del sistema financiero, se podrá acceder a las líneas de crédito más a medida de las necesidades particulares de los proyectos Pymes que se intenta financiar.

A su vez las SGR pueden brindar a sus socios asesoramiento técnico, económico y financiero en forma directa o a través de terceros contratados a tal fin.

Además las SGR buscan posicionarse como intermediario financiero para de esa forma:

- Negociar en representación de un conjunto de Pymes mejores condiciones crediticias.
- Tratar de optimizar las condiciones generales de acceso a la financiación de las Pymes, en particular en cuanto a costo, plazo y garantías.
- Estar más cerca del empresario y tener mayor certidumbre sobre las posibilidades de éxito de sus proyectos.
- Asesorar en la formulación y presentación de proyectos.

La razón por la que estas Sociedades eliminan el riesgo crediticio de sus Pymes socios partícipes, se fundamenta en el mencionado Fondo de Riesgo que integra su patrimonio.

El destino de los fondos del crédito garantizado es extenso: proyectos de inversión, compra de activos fijos, etc. No obstante, algunas SGR, no avalan operaciones de descubierto ni refinanciación de pasivos.

La ley establece una importante prohibición: "Las SGR no podrán conceder directamente ninguna clase de créditos a sus socios ni a terceros ni realizar actividades distintas a las de su objeto social".

Esta previsión tiende a impedir que se desnaturalice el objetivo de facilitar el acceso al crédito para las pequeñas y medianas empresas.

Para dar cumplimiento a su objeto, las SGR deben tener en cuenta las siguientes funciones:

- Prestación de Garantías y Avales a las Pymes, con el fin de complementar sus garantías y permitirles así una mayor capacidad de endeudamiento.
- Acceso a plazos de financiación más largos.
- Acceso a las condiciones de costo más ventajosas del mercado.
- Prestación de información y asesoramiento financiero, ayudándoles a analizar la viabilidad de su empresa o proyecto empresarial, así como a seleccionar la alternativa de financiación más idónea para cada caso y realizar los trámites

necesarios para que se beneficien de todos los programas de apoyo público a los que pudieran tener acceso.

3.5. EL ROL DE LOS BANCOS EN LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

La teoría económica moderna asigna gran importancia al hecho de que los agentes económicos no gozan de información perfecta y que no existe un conjunto completo de mercados contingentes (son aquellos mercados que se crean debido a eventos exógenos a la economía). Por ello se ha desarrollado considerablemente la teoría económica de la información durante las últimas décadas.

Tal como fue destacado por Salloum y Vigier (1999, 2000) y Foco y otros (2001), la economía de la información es de fundamental importancia en las cuestiones crediticias de las PyMEs. Oferentes y demandantes pueden enfrentar potenciales problemas de información asimétrica en cualquier mercado, debido a que la calidad de los bienes que se transan puede no ser perfectamente observable. En los mercados financieros, la presencia de marcadas asimetrías informativas es de particular importancia, dadas las peculiaridades de los servicios que se intercambian. Debido a que el crédito es básicamente una promesa de pagos futuros, los demandantes suelen tener más información sobre su capacidad y voluntad de repago que los oferentes. La adquisición de esa información puede resultar muy costosa para los acreedores.

Debido a que las PyMEs son más opacas en términos de información que las empresas grandes, típicamente se ven afectadas en mayor grado por las asimetrías en la información. Los problemas de información asimétrica son más agudos en la relación del banco con empresas chicas que con empresas grandes. Parte del

negocio específico de los bancos radica en enfrentar asimetrías en la información: las empresas saben siempre mucho más sobre sus proyectos, habilidades y perspectivas de lo que el banco puede saber y es muy difícil, si no imposible, para la empresa suministrar esta información al banco de una forma totalmente creíble. Esta asimetría en la información es a menudo mayor en el caso de empresas más chicas.

Además, por el menor tamaño de los préstamos a empresas chicas, le resulta más costoso al banco (por unidad de préstamo) evaluar o monitorear los proyectos que llevan a cabo firmas pequeñas que cuando se trata de empresas grandes.

Los modelos económicos sobre contratos estándar de préstamo bajo información asimétrica sugieren que los bancos utilizarán requerimientos de garantía (o colateral) para proveer los incentivos para que las firmas con poco riesgo puedan pedir prestado a una tasa de interés menor proveyendo colateral del dueño y para que las firmas que enfrentan riesgos más altos encuentren incentivos para buscar préstamos sin colateral a una tasa mayor. De tal modo, el uso de una opción de colateral incentiva a las empresas a revelar su tipo (poco riesgoso o muy riesgoso) mediante la predisposición o falta de predisposición al uso de colateral. El uso de colateral, por consiguiente, es un instrumento que posibilita a los bancos enfrentar el problema de disminuir la necesidad de cubrirse con mayores tasas y, de tal forma, mitigar el efecto negativo de la selección adversa que surge a causa de la opacidad de la información. Sin embargo, el requerimiento de colateral puede implicar que firmas con activos de menor valor o cuyos dueños tienen menos riqueza personal para usar como colateral pueden no acceder a financiamiento a tasas de interés apropiadas para el riesgo del proyecto.

En los mercados crediticios puede haber soluciones de mercado que impliquen racionamiento. Un trabajo pionero en este campo es el de Stiglitz y Weiss (1981), quienes presentan un modelo en el cual algunas empresas que quisieran obtener préstamos a la tasa de mercado no pueden hacerlo porque el banco se lo niega. A niveles bajos de tasa de interés, un aumento en la tasa eleva el rendimiento esperado del banco y, por ello, éste ofrece más crédito. Pero a medida que aumenta la tasa llega un momento en que el aumento en el incumplimiento esperado es tal que deja de aumentar el rendimiento neto esperado del préstamo. Esto se debe a que a tasas de interés más altas, sólo las empresas más riesgosas están dispuestas a pedir prestado. Por consiguiente, el banco no estará dispuesto a prestar por encima de la tasa de interés que maximiza su rendimiento esperado.

Este problema de racionamiento puede ser muy relevante para las PyMEs, dándose situaciones en las que la empresa estaría dispuesta a pagar una mayor tasa para obtener crédito pero el banco sabe que una mayor tasa puede implicar un menor rendimiento esperado, por lo cual opta por no conceder el préstamo.

En resumen, las PyMEs parecen estar más afectadas por las imperfecciones en el mercado de crédito que las empresas grandes. Por un lado, tienen menos patrimonio neto no comprometido (incluyendo flujos futuros de fondos) que pueda servir de garantía. Por otro lado, como las empresas pequeñas están en general menos diversificadas, implican mayores riesgos idiosincráticos (propios) que no son observables para el oferente de fondos. Estos hechos contribuyen a que las empresas pequeñas tiendan a enfrentar tasas de interés más elevadas que las grandes y a estar más restringidas en su liquidez que las grandes.

Entonces, el financiamiento bancario asume diversas modalidades (adelantos en cuenta corriente, préstamos de corto y largo plazo con o sin garantías reales, leasing, factoring, warrants, etc.), constituyendo la principal fuente de recursos externos para las pequeñas empresas después del crédito de proveedores.

El crédito bancario incluye dos tipos tradicionales de financiamiento: giros en descubierto y préstamos a plazo fijo. Sin embargo, las empresas PyMEs están limitadas en su capacidad para obtener un préstamo bancario por el valor de sus activos y por el monto de capital propio de la empresa.

Diversos autores se han ocupado sobre las fallas de funcionamiento de los mercados financieros, aún cuando se pueden verificar diferencias entre ellos en cuanto a la determinación de cuáles causas son más o menos importantes (Storey 1994, McKinnon 1991, Stiglitz 1993).

Una de las fallas más relevantes en los mercados financieros está íntimamente ligada a la falta de información relativa a la transacción bajo análisis. Estos problemas se agudizan en el caso de las pequeñas empresas ya que a la natural incertidumbre que presentan los proyectos de inversión se le adiciona la debilidad estructural informativa en las empresas pequeñas y/o nacientes. Los mismos presentan, en el caso de las economías en desarrollo, una nueva problemática: la influencia de la volatilidad macroeconómica persistente en este tipo de economías que ha redundado en mercados financieros segmentados y discriminatorios (Blejer y Rozenwurcel, 2000).

Así, podemos sintetizar varios factores cuya presencia normalmente se asocia a las dificultades que deben enfrentar las empresas PyMEs para acceder al crédito bancario:

- la presencia de información asimétrica respecto de la rentabilidad o riesgo de los proyectos objeto de financiamiento;
- la oposición de intereses que caracteriza a deudores y acreedores;
- el limitado nivel de garantías o “collaterals” ofrecido por las empresas PyME;
- los elevados costos de análisis de información en términos de la magnitud de la operación financiera;
- la variedad de dimensiones y oportunidades de demanda crediticias que permanentemente reciben las entidades financieras y en las que el segmento de las PyMEs no sale beneficiado;
- Las dificultades de compatibilizar las habilidades, actitudes y motivaciones que presentan los empresarios PyME con tendencia hacia la flexibilidad y la captura de oportunidades, y la lógica rigidez que plantea elaborar un plan de negocios proyectivo a varios años;
- La alta tasa de mortalidad que en general presentan las PyMEs
- Las barreras exógenas al propio funcionamiento del sistema financiero como las derivadas de la legislación y regulaciones para la liquidación de garantías.

La teoría de la agencia es el marco teórico más común para entender el financiamiento de la pequeña empresa (Jensen y Meckling, 1976 y Mason, 1998). El otorgamiento de financiamiento es un contrato, siendo el banco el Principal y la empresa PyME es el Agente. Al extender un préstamo, el banco está realizando una inversión en el empresario y esperando un retorno en la forma de tasas de interés y reembolso del capital inicial. Esto constituye la denominada cuestión principal-agente. Pero aunque el principal tenga la expectativa de que sus intereses sean protegidos por el agente, ello no queda firmemente asegurado al existir oposición de intereses.

Para intentar reducir el riesgo, el banco debe evaluar:

- el potencial del proyecto propuesto;
- la capacidad del empresario;
- la trayectoria del tomador del crédito en el mercado financiero;
- su grado de compromiso en asegurar su éxito.

La consecuencia de la asimetría de la información es la caída en la “zona de selección adversa” (Akerlof, 1970). Los bancos no pueden verificar ex-ante la información relevante y necesaria para tomar la decisión de otorgar financiamiento. Bajo estas circunstancias, los bancos no pueden determinar si este empresario PyME posee realmente las capacidades necesarias para manejar una empresa. El banco puede sufrir una pérdida debido a que el agente carece de la capacidad técnica para realizar decisiones correctas en términos de maximizar su riqueza.

Pero de la misma manera, el rechazar una solicitud de préstamo, el banco podría perder la oportunidad de financiar una empresa exitosa que representaría un cliente rentable.

Así, el banco se arriesga a cometer dos tipos distintos de errores de selección adversa (Deakins y Hussain, 1994, Mason 1998):

Error tipo 1 en el cual las empresas de baja calidad (Ascúa 2001) consiguen el financiamiento: es decir, el banco otorga el financiamiento a una empresa que luego fracasa y no cumple sus compromisos.

Error tipo 2 en el cual se les niega el financiamiento a empresas de alta calidad: es decir, el banco niega el financiamiento a un emprendimiento que podría haber sido exitoso.

Los funcionarios del banco responsables del otorgamiento de los préstamos se preocupan fundamentalmente por minimizar los errores de tipo 1.

En primer lugar, es poco probable que los errores de tipo 2 salgan a la luz. Existen ciertos períodos de expansión monetaria en los que los banqueros se ven obligados a atraer clientes y durante los cuales “saltan” los errores tipo 2. Por el contrario, los errores de tipo 1 resultarán obvios y pueden dañar sus perspectivas a nivel profesional.

En segundo lugar, los bancos no comparten el éxito de las empresas pero sí sufren junto con el empresario si ésta fracasa.

En tercer lugar, debido a que la regla de la oferta y demanda en el mercado financiero no opera de la misma manera que en la “economía real”, la diferencia en los niveles de tasas de interés aplicables sobre los préstamos a empresas PyME por encima de las tasas vigentes para grandes empresas es relativamente pequeña⁹ para poder compensar con “precios altos” el elevado riesgo o la alta probabilidad de incumplimiento inherente a la cartera “PyME”¹⁰, por lo que la rentabilidad de una cartera de préstamos a este tipo de firmas requerirá la minimización de incumplimientos con relación a los créditos.

Bajo situaciones de información asimétrica, se genera racionamiento de crédito a empresas PyME, en los cuales la tasa de interés no varía para igualar la oferta y la demanda de crédito, sino que se mantiene el precio del crédito a un nivel en el cual la demanda supera a la oferta (Stiglitz y Weiss, 1981). Es decir que los bancos prefieren mantener el crédito racionado que responder al exceso en la demanda mediante un aumento de precio, porque operan en un entorno caracterizado por lagunas en el conocimiento del prestatario y de su proyecto (información asimétrica), porque las tasas altas ahuyentaran a los prestatarios mas conservadores (la selección adversa) y porque los prestatarios tendrán tendencia a invertir en proyectos mas arriesgados si las tasas son mas elevadas para poder recuperar la inversión (el riesgo moral).

⁹ Específicamente para el caso de Argentina, el BCRA establece penalidades importantes para los bancos que apliquen tasas de interés que superen una proporción determinada por circulares periódicas de la autoridad monetaria. Estas penalidades se materializan a través de requisitos de previsión de cartera por el riesgo incurrido, lo que afecta su nivel de rentabilidad. De esta forma las entidades bancarias escapan a esto a través de gastos administrativos, seguros de vida y otros mecanismos, incrementando terriblemente de esta forma el costo financiero total, muy por encima de las tasas prefijadas por el BCRA.

¹⁰ Es imposible compensar con elevadas tasas de interés los quebrantos por incumplimiento en el reembolso del capital (Ascuá 2001).

El problema de la información asimétrica surge de la desigualdad de conocimiento sobre la transacción de crédito entre el prestamista y el prestatario. El prestatario conoce su negocio y su proyecto mejor que el prestamista así como el uso que hará de los fondos una vez le sean entregados, y por consecuencia las posibilidades de amortizar el préstamo. La asimetría ocurre tanto a nivel del conocimiento de las características de los proyectos de inversión por parte del prestamista, como del control sobre el uso de dichos fondos una vez entregados a la empresa (Suárez Gálvez, 1999). En el caso de las pequeñas firmas, el problema de asimetría de información se ve agudizado porque a menudo los bancos no cuentan con unidades especializadas en PyMEs o con la tecnología crediticia apropiada para este segmento de empresas, y por consecuencia su capacidad de evaluar los proyectos presentados por las empresas es menor que en el caso de las empresas corporativas. A esto se deben añadir carencias por parte de las PyMEs que les dificultan proveer la información requerida por los bancos. Las probabilidades de incumplimiento aumentan en aquellas circunstancias en las que no existe algún costo o penalidad específica asociada con la morosidad (Holden, 1996). La asignación de tasas de interés más elevadas para compensar este riesgo no soluciona el problema de información asimétrica ya que esto requiere una mayor rentabilidad o rendimiento del proyecto empresarial, que a su vez implica asumir mayores riesgos. El asignar tasas de interés mas elevadas implica prestar a individuos mucho más propensos a tomar riesgos, y por ende trae problemas de “selección adversa.”

El problema de selección adversa entonces perjudica a los individuos con proyectos rentables menos propensos a tomar riesgos que se quedan “fuera del mercado” por la incapacidad del prestamista de discriminar entre individuos con perfiles “positivos”

de los individuos con perfiles “negativos.” Las dificultades y los costos elevados que se pueden atribuir a la identificación de “buenos prestatarios” frente a malos llevan al banco a utilizar los términos del contrato crediticio para intentar guiar la conducta del prestatario y así aumentar la probabilidad de repago.

Un problema adicional que surge de la asimetría de información es el riesgo moral.

Una vez que se otorga el préstamo no existen garantías de que el empresario maneje su empresa de acuerdo a los intereses del banco. Esto se debe a la existencia de asimetrías de ganancias. El empresario se apropia del total de los beneficios de las ganancias obtenidas y sólo arriesga su aporte accionario inicial en el negocio mientras que el banco está expuesto a la pérdida de su préstamo si la empresa fracasa y no compartiría ninguna ganancia obtenida en el caso de que ésta tenga éxito. De esta manera, el riesgo para el banco es que los empresarios se aprovechen deliberadamente de esta asimetría de información para realizar acciones que aumenten las ganancias si el proyecto tiene éxito pero que, a la vez, lo haga más riesgoso. Por las mismas razones, si la empresa atravesara dificultades financieras, el empresario tendría un incentivo para retirar activos de la empresa, en una actitud defensiva ante el eventual “default” de la empresa.

Los empresarios PyME pueden manipular sus activos en beneficio propio ya que tienen un amplio grado de flexibilidad operativa. En virtud de tales motivos los bancos deben llevar a cabo un seguimiento ex-post. Además, deben tratar de reducir el riesgo moral incorporando en el contrato sanciones en caso que el comportamiento real se desvíe del especificado en dicho contrato, e incentivos que alienten una conducta mutuamente aceptable. No obstante, controlar las acciones

del empresario y recolectar la información pertinente al contrato resulta costoso y puede no ser económicamente eficiente en el caso de las pequeñas operaciones.

Aquí aparece el tema de los costos de obtener información y sus implicancias para superar las fallas de mercado apuntadas. Uno de los argumentos más frecuentemente mencionados para explicar las dificultades de financiamiento que enfrentan las PyMEs en el plano conceptual es el de los altos costos fijos de búsqueda de información que están asociados a cualquier decisión de financiamiento y que se hacen insostenibles cuando se trata de operaciones de financiamiento de pequeña envergadura como las que caracterizan normalmente a estas empresas.

La existencia de costos fijos en la investigación de la probabilidad de éxito de un proyecto de inversión juega en contra del acceso de la empresa PyME a líneas de préstamos. En tanto los costos de información son en gran medida independientes del monto del crédito a otorgar, el problema de identificación de proyectos dentro de un grupo es mayor cuando el monto del crédito es menor, razón por la cual la magnitud del problema informativo (y por lo tanto de restricción crediticia) es mayor para las empresas PyME. Este mayor costo medio (por monto prestado) de la información no constituye en sí mismo una distorsión del mercado, aunque es posible que existan economías de escala para la provisión de la misma, en cuyo caso resultaría deseable que el Estado participe ayudando a que las PyMEs coordinen sus esfuerzos para brindar información a los bancos sobre las características de sus proyectos.

La recolección de dicha información ayudaría a reducir la dimensión de la selección adversa y el riesgo moral. No obstante, los costos que resultan de la recolección y procesamiento de la misma crea una brecha de financiamiento debido a que cierto tipo de préstamos – especialmente préstamos pequeños y préstamos a empresas nuevas o recientemente iniciadas que no cuentan con un registro de trayectoria – resultarían poco atractivos.

Cuando resulta costoso recopilar información y se extienden contratos en base a información imperfecta, los riesgos asociados con el otorgamiento de préstamos pueden reducirse mediante el uso de un enfoque para su evaluación basado en el capital patrimonial el cual requiere garantías del 100% con respaldo de activos, mediante la provisión de derechos reales (colaterales).

El banco tiene el privilegio de primer orden en el reclamo de activos de una empresa, los cuales, con la realización, cubrirán el préstamo pendiente en el caso de incumplimiento. Para asegurar que el valor realizable de los activos sea mayor o igual al valor del préstamo, el banco los valorará por su valor de remate, es decir como una empresa en quiebra, en las que se supone que se venderán en subasta pública para lograr una realización inmediata.

Teniendo en cuenta que la solicitud de colaterales es el instrumento más ampliamente utilizado por los acreedores para superar los problemas derivados de la presencia de asimetrías informativas, del alto costo fijo de la búsqueda de información crediticia y de las dificultades adicionales que presenta la determinación del riesgo de crédito en el caso de una pequeña y naciente empresa, es altamente

probable que la falta de estas garantías represente una limitación objetiva para el acceso de este tipo de empresas al mercado de préstamos.

En diversos países (por ejemplo, España, Italia, Reino Unido, Estados Unidos, Canadá, Alemania y Japón, entre otros), los gobiernos respondieron a esta preocupación creando programas de garantías de préstamo en los cuales brindan una garantía al agente financiero sobre préstamos específicos a pequeñas empresas potencialmente viables que, de otra manera, no podrían obtener crédito debido a su falta de activos aceptables como colaterales. La garantía, que cubre sólo un porcentaje del préstamo, le brinda al banco un incentivo para otorgar préstamos más riesgosos y/o menos conocidos por la entidad. En retribución por este acceso al financiamiento, las empresas pagan un arancel que constituye una prima de la tasa de interés sobre la parte garantizada del préstamo. El propósito de este arancel es asegurar que el programa no genere costos al sector público, puesto que estos cargos cubrirían las pérdidas por incumplimiento.

En Argentina los sistemas de garantías para PyMEs fueron creadas como Sociedades de Garantía Recíproca por la ley 24.467 con el objetivo de otorgar garantías a sus socios partícipes con miras a superar el problema de los requerimientos exigidos a las empresas PyME para acceder a los créditos del sistema financiero y, en consecuencia, posibilitar el acceso de las mismas a dicho financiamiento, abaratando las tasas de interés mediante la reducción del riesgo inherente a este tipo de operaciones. Mediante este sistema las entidades bancarias obtendrían un rápido recupero en el caso de incumplimiento, dado el carácter de títulos ejecutivos de índole inmediatamente exigible a su vencimiento que tienen los contratos de garantías.

Tanto los aportes para el fondo de riesgo como la propia actividad de las SGRs gozan de un tratamiento impositivo preferencial. Se considera que estos beneficios fiscales, probablemente hoy los únicos viables en Argentina que no consumen directamente recursos públicos del presupuesto (aunque tienen un alto costo recaudatorio), pueden generar efectos perversos en la solvencia patrimonial de la SGR a medio y largo plazo.

Aún a pesar de estas innegables ventajas, no han avanzado considerablemente el accionar de las SGRs en el país. Hay que reconocer que el sistema de las SGRs nació en Argentina con más voluntad que real interés político, y esta circunstancia ha influido de manera decisiva en la lenta y desigual implantación de esta iniciativa (García Tabuenca, 1999).

Un aporte del trabajo de Escudé y otros (2001) reside en la utilización de la información provista por el BCRA para analizar el financiamiento del sistema financiero a las PyMEs en la Argentina. Por ello a continuación resumiremos sus aportes. Se restringió el análisis a los deudores residentes del sector no financiero, que a su vez se clasifican en Personas Jurídicas y Personas Físicas. El trabajo clasifica a las PyMEs utilizando tres definiciones alternativas basadas en los siguientes criterios:

- a) Número de ocupados del deudor (hasta 200 ocupados);
- b) Monto de deuda con el sistema financiero (hasta \$2,5 millones);
- c) Bivariado, que combina los anteriores, procurando aproximar la definición de PyMEs a aquella que aplica la normativa del BCRA.

En concordancia con la información disponible en otros países, es razonable suponer que una parte del financiamiento a las Personas Físicas es utilizado, en realidad, para financiar PyMEs: tal sería el caso de un crédito obtenido por el dueño de la empresa a título personal pero utilizado para financiar a la empresa. Dado que la información que provee la CDSF¹¹ no permite inferir esta proporción, se optó en este caso por realizar una estimación en base a una encuesta a bancos. Esta metodología, sin embargo, hace que la estimación esté sujeta a un gran margen de error.

Es por ello que, a pesar de incluir estimaciones sobre el crédito a PyMEs a través de Personas Físicas, la mayor parte del análisis que se lleva adelante en ese trabajo se concentra en el crédito otorgado por las entidades financieras en forma directa a las PyMEs como Personas Jurídicas, donde los resultados son más firmes. Como era de esperar, las dos definiciones univariadas (1 y 2) arrojan participaciones de las PyMEs en el crédito del Sistema Financiero al Sector Privado no Financiero bastante dispares. Como se observa en el Tabla 4, a junio de 2000 la definición por tramo de ocupados indica que 52% del crédito a personas jurídicas residentes del Sector no Financiero se dirigía a PyMEs. Esta proporción se reduce a 28,6% si se utiliza el criterio de deuda y resulta intermedia entre ambas, 35,2%, si se utiliza la definición bivariada.

La participación de las PyMEs en el crédito al Sector Privado no Financiero se mantuvo relativamente estable entre las dos puntas del período, más allá de la definición de PyMEs que se considere. Hubo una caída significativa en el crédito a las PyMEs entre junio de 1998 y junio de 1999, mientras crecía el crédito a las

¹¹ Central de Deudores del Sistema Financiero del Banco Central de la República Argentina

empresas grandes. Sin embargo, esta pérdida de participación se revierte entre junio de 1999 y junio de 2000, cuando cae más marcadamente el crédito a las empresas grandes.

Tabla 4 - Crédito a Personas Jurídicas del Sector Privado No Financiero

Criterio de definición:	Junio 1998	Junio 1999	Junio 2000	Jun-99 / Jun-98	Jun-00 / Jun-99	Jun-00 / Jun-98
Ocupados	<i>en millones de pesos</i>			<i>variación %</i>		
<i>PyMEs Personas Jurídicas</i>	23.115	22.369	21.629	-3,2%	-3,3%	-6,4%
<i>Grandes Empresas</i>	20.848	21.694	19.955	4,1%	-8,0%	-4,3%
Deuda						
<i>PyMEs Personas Jurídicas</i>	12.400	11.977	11.892	-3,4%	-0,7%	-4,1%
<i>Grandes Empresas</i>	31.563	32.086	29.692	1,7%	-7,5%	-5,9%
Ocupados y Deuda						
<i>PyMEs Personas Jurídicas</i>	15.735	14.704	14.641	-6,5%	-0,4%	-7,0%
<i>Grandes Empresas</i>	28.228	29.358	26.942	4,0%	-8,2%	-4,6%
Fuente: Escudé y otros, 2001.						

Si se incluye el crédito al Sector Público no Financiero en el análisis, el estudio revela que para cualquiera de las tres definiciones utilizadas, tanto las PyMEs como las grandes empresas perdieron participación en el crédito durante el período de análisis al ser desplazadas por el Sector Público no Financiero. Según la definición por número de ocupados, las PyMEs recibían a junio de 1998 el 47,3% del financiamiento bancario al Sector no Financiero, algo más que las grandes empresas, que concentraban 42,7% de ese financiamiento y mucho más que el Sector Público no Financiero, que recibía 10% del crédito bancario. A junio de 2000 las PyMEs y las grandes empresas habían reducido sus participaciones en el crédito bancario en 6,3 y 4,8 puntos porcentuales, respectivamente. Según la definición por

deuda, sus participaciones disminuyeron en 2,8 y 8,3 puntos porcentuales, respectivamente. Mientras tanto, la participación del Sector Público no Financiero aumentó en ese período en 11 puntos porcentuales, alcanzando el 21,2% del crédito a junio de 2000.

En lo que hace a la calidad de cartera, la literatura teórica sugiere que las carteras PyMEs deberían ser de menor calidad que las asignadas a las grandes empresas, por estar las primeras, dada su opacidad, más sujetas a los problemas de información asimétrica que caracterizan a la relación entre prestamistas y tomadores de crédito. Los datos agregados para Argentina confirman esta hipótesis, ya que, como se observa en el Tabla 3.3, la cartera irregular de las PyMEs es casi tres veces la de las grandes empresas. Esta relación se mantiene si desagrega por sector de actividad económica, con excepción de Agricultura, Ganadería y Pesca, sector en el que casi no existe diferencia de calidad crediticia entre PyMEs y grandes. Otro resultado que también se condice con la evidencia empírica para otras economías es que la calidad de la cartera crediticia se empeora en la fase recesiva del ciclo y que este deterioro es más importante en el caso de la cartera PyME.

Si se diferencia entre grupos de entidades en base al origen del capital o a su grado de cobertura geográfica, el resultado más notable es la muy baja calidad de la cartera crediticia de los bancos públicos, la que además resulta ser bastante independiente del tamaño de la firma deudora.

Los resultados de Escudé y otros (2001) indican también que los procesos de consolidación y extranjerización que experimentó la industria bancaria en los años

recientes no parecen haber afectado negativamente a la oferta de crédito a PyMEs, al menos hasta mediados de 2000. Si se diferencia a los bancos según el origen del capital se observa que los bancos extranjeros expandieron su oferta de crédito a PyMEs durante los años estudiados, aumentando su participación en ese segmento del mercado de crédito.

Tabla 5 - Calidad de cartera de PyMEs y grandes empresas

	<i>Junio 1998</i>	<i>Junio 1999</i>	<i>Junio 2000</i>
<i>Cartera irregular</i>			
<i>PyMEs</i>	23,5%	26,0%	28,9%
<i>Grandes Empresas</i>	8,5%	8,9%	10,3%
<i>Total</i>	12,7%	13,6%	15,6%
<i>Cartera irrecuperable</i>			
<i>PyMEs</i>	12,7%	14,9%	17,6%
<i>Grandes Empresas</i>	3,8%	4,2%	5,1%
Fuente: Escudé y otros (2001: 12)			

Si se clasifica a los bancos según su tamaño y alcance geográfico, se encuentra que los bancos más grandes, tanto aquellos de alcance nacional como los regionales, aumentaron el crédito a PyMEs, ganando participación de mercado.

3.6. EL ROL DEL ESTADO EN LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

El decreto 2586/92 del 22 de diciembre de 1992 instituyó el Programa Trienal de Fomento y Desarrollo de la Pequeña y Mediana Empresa donde claramente se expresa que "... no es posible esperar que el sector de la Pequeña y Mediana Empresa complete el proceso de reconversión y reestructuración productiva sin acceso al crédito en condiciones competitivas".

Los instrumentos planteados para apoyar esta iniciativa fueron tres.

El **primero** fue el Régimen de Equiparación de Tasas de Interés que consistía de una bonificación de la tasa de interés cobrada a empresas por préstamos de líneas comerciales a otorgar para capital de trabajo y para la adquisición de bienes de capital y tecnología. El Estado se hacía cargo del equivalente a cuatro puntos porcentuales de la tasa efectiva anual que fijen las entidades financieras para créditos concedidos dentro de ese régimen para las PyMEs.

El Estado, con este programa, se hacía cargo de parte del subsidio pero descargaba en el banco privado la celosa evaluación del riesgo crediticio dado que si el préstamo no era devuelto por la empresa beneficiada la que perdía el capital era la institución bancaria. Al traspasar la parte más grande del riesgo en la operación al banco privado se incentivaba a un estudio más exhaustivo de la capacidad de repago del mismo.

Las operatorias financiadas tenían inicialmente por finalidad la financiación de la adquisición de bienes de capital, la constitución de capital de trabajo y la adquisición de tecnología. Posteriormente fueron incluidas bonificaciones en la tasa de interés de operaciones de adquisición de capital de trabajo, proyectos de inversión y/o reconversión productiva y financiamiento de exportaciones de bienes de capital, siguiendo las mejores prácticas internacionales (Mieres, 2002).

El **segundo** instrumento aplicado fue el Régimen de Garantía Suplementaria que facilitaba la adquisición de contratos de seguros para las garantías requeridas para acceder a las líneas de créditos.

El **tercer y último** instrumento fue el Fondo de Asistencia para la Constitución de Consorcios de Pequeñas y Medianas Empresas. Este fondo tenía por objetivo complementar los gastos operativos de los consorcios de PyMEs que se formen de acuerdo a este régimen.

CAPÍTULO 4 – EL MERCADO DE VALORES

4.1. INTRODUCCIÓN

Los mercados de valores representan finalmente otra alternativa para financiar las actividades productivas de pequeños y medianos empresarios (Alonso Bafico, 1999). Las opciones que presenta el mercado argentino de capitales reúne las siguientes opciones: desde cheques diferidos hasta acciones, pasando por obligaciones negociables y fideicomisos, el menú de alternativas que las pequeñas empresas encuentran para financiarse es cada vez más grande. De acuerdo con datos brindados por el Instituto Argentino del Mercado de Capitales:

- Solo en la primera mitad del año 2007, más de 400 PyMEs obtuvieron financiamiento a través del mercado de capitales, por un monto total de u\$s 157.9 millones. Esto representa un crecimiento interanual de 76,6%.
- Los cheques de pago diferido representaron el principal instrumento de financiamiento: se negociaron U\$S 98,3 millones, aumentando de esa manera un 62,9% respecto del mismo período del año 2006.
- Los fideicomisos PyMEs siguen su senda de creciendo. Acumulan u\$s 58,4 millones, siendo un 104,9% más que el total colocado en el primer semestre de 2006. El 45,1% se originó en la securitización de préstamos personales y de consumo, el 30,5% en la financiación de exportaciones PyMEs y el 24,4% restante fueron fideicomisos agrícolas.

- Se emitieron tres obligaciones negociables, dos de las cuales se encuentran garantizadas por Sociedades de Garantías Recíprocas. El monto total emitido fue de u\$s 1,2 millones, un 103,6% superior al emitido durante el año 2006.

Esto da sustento a una incursión por el mercado de capitales y las ofertas que brinda a los empresarios PyME para acceder a financiamiento empresarial.

4.2. INSTRUMENTOS FINANCIEROS PARA PYMES EN EL MERCADO DE CAPITALES

Con el fin de facilitar el acceso de las pequeñas y medianas empresas a la utilización de los diversos recursos que ofrece el mercado de capitales, se han dictado normas para agilizar y simplificar ese acceso y disminuir los costos implícitos en esas operatorias (Santanatoglia, 2002).

En ese sentido, a través del Programa de Apoyo a la Reconversión Empresarial, se ha facilitado el acceso de las PyMEs a la emisión de deuda de corto plazo en la Bolsa de Comercio. Las empresas pueden acceder al cofinanciamiento mediante aportes no reembolsables de hasta el 50% de la inversión en la contratación de servicios profesionales de asistencia técnica para el desarrollo de las actividades de emisión.

Adicionalmente, se ha habilitado la posibilidad del descuento de cheques de pago diferido en la Bolsa de Comercio que, al reducir el costo de financiamiento de las PyMEs, genera competencia al sistema financiero. Si bien el sistema aún se encuentra en etapa de difusión entre los agentes y empresas, paulatinamente se va

formando el mercado para este tipo de operatoria y los resultados en términos de costo del financiamiento son muy alentadores.

Antes de emprender un Proyecto de Inversión o para el caso de las empresas existentes cuando deciden incrementar su productividad o bien modernizar sus sistemas de gestión, surgen diversas necesidades de capital.

En lo referente a las decisiones en materia financiera, la estructura del capital de la empresa es uno de los interrogantes principales. Para determinar la relación deuda/capital óptima de una empresa, se debe tener bien claro la clasificación de los instrumentos financieros en, Instrumentos de deuda e Instrumentos de capital.

Más allá de los instrumentos financieros tradicionales, como los créditos bancarios, los préstamos de familiares y de amigos, algunas PyMEs tienen la oportunidad de conseguir fondos a través del Mercado de Capitales.

El modo en que las PyMEs pueden acceder a financiamiento a través del mercado de capitales, es mediante la emisión de Títulos Valores, que se colocan entre potenciales inversores. Esta emisión de títulos se realiza mediante Instrumentos Financieros de Deuda (Obligaciones Negociables) o bien mediante Instrumentos Financieros de Capital (Acciones).

Se entiende por **Instrumentos de Deuda** (obligaciones negociables) a aquellos que otorgan a su tenedor el derecho a pagos futuros determinados. La empresa está obligada al pago de los montos por los que se ha comprometido y su cumplimiento es susceptible de ser requerido judicialmente.

En el caso de los **Instrumentos de Capital** (acciones y participaciones societarias en general), los tenedores sólo tienen un derecho secundario, ya que no puede disponer libremente de los bienes de la firma sino que lo puede hacer solamente bajo las condiciones que fijen los estatutos de la empresa y la legislación vigente.

Cabe aclarar, que las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) pueden emitir Acciones y Obligaciones Negociables bajo un régimen simplificado de Oferta Pública y Cotización instituido por Decreto del Poder Ejecutivo.

El lugar donde ocurren las transacciones financieras a las que se ha hecho referencia anteriormente, se conoce como Mercado de Capitales. Es por esto que antes de referirse a los Instrumentos financieros propiamente dichos y los requisitos a tener en cuenta para poder utilizar a éstos como fuentes de financiamiento, se comenzará exponiendo una breve explicación sobre los conceptos y características que describen al Mercado de Capitales.

Luego de la exposición del tema mencionado en el párrafo precedente, se ahondará en lo que se refiere a Acciones y a Obligaciones Negociables.

Por último, una vez lograda la presentación de los temas, se detallará brevemente, los requisitos a tener en cuenta por las PyMEs para que encuentren en estas fuentes de financiamiento una alternativa para solucionar la falta de fondos que pudieran presentárseles.

4.3. MERCADO DE CAPITALES

A partir del concepto económico de mercado como un conjunto de mecanismos mediante los cuales los compradores y los vendedores de un bien o servicio están en contacto para comerciarlo, básicamente podemos distinguir dos tipos de mercados: El Mercado de Crédito y el Mercado de Valores o de Capitales.

Mercado de Crédito:

Se caracteriza por la interposición de la banca entre los depositantes de fondos y las empresas necesitadas de financiación. También en este mercado se ponen en contacto directo los suministradores de fondos con las personas necesitadas de financiación.

Mercado de Valores o de Capitales:

El mecanismo directo de asignación del ahorro a la inversión tiene lugar en el Mercado de Valores o Mercado de Capitales. Este mercado cumple la función económica de permitir la asignación del ahorro entre las opciones alternativas de financiación mediante negocios sobre valores mobiliarios. Son negocios del mercado primario o del secundario. El mercado primario, o de emisión, permite a las empresas ponerse en contacto con los ahorristas para captar recursos financieros mediante la emisión de valores. El mercado secundario, o de negociación, proporciona liquidez a los valores ya emitidos al poner en contacto a los ahorristas entre sí para que realicen transacciones de valores.

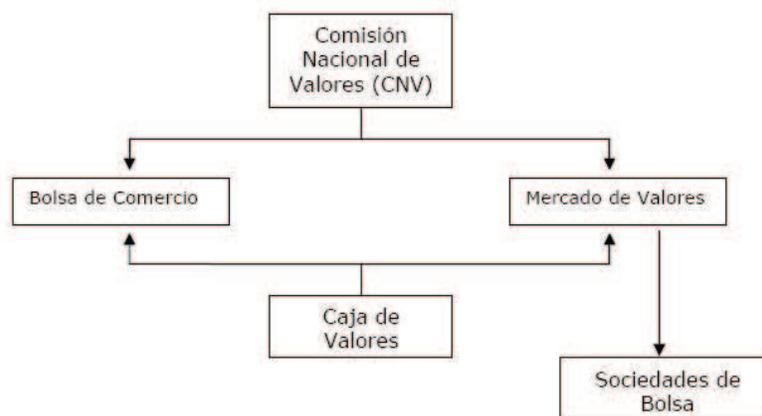
En la Argentina, el mercado se compone por varios organismos: la Comisión Nacional de Valores (CNV), las Bolsas de Comercio (BC), el Mercado de Valores,

La Caja de valores y las Sociedades de Bolsa. Éstas últimas están controladas por el Mercado de valores mediante auditorías periódicas. Este a su vez es controlado por la Comisión Nacional de Valores que tiene además control sobre la Bolsa de Comercio. La Bolsa de Comercio tiene como finalidad recibir la información de las empresas y difundirla. Por otro lado la Caja de Valores, es una Sociedad Anónima creada a fin de custodiar los títulos con oferta pública. También es en la Caja de Valores donde están depositados todas las acciones y título públicos. Es una sociedad anónima cuyos accionistas son la Bolsa de Comercio y al Mercado de Valores, en partes iguales.

Para facilitar la comprensión se expone la estructura el Mercado de Capitales de la Argentina en forma gráfica (Figura 3).

Los instrumentos básicos de negociación en este mercado (bonos y acciones) son de plazos superiores al año. No obstante, se realizan operaciones derivadas, sobre esos activos, por plazos menores. Entonces podemos especificar que en este mercado se negocian, Títulos Públicos (bonos del gobierno nacional, provincial o municipal); Títulos Privados (Obligaciones Negociables) y Acciones.

Figura 3 - Estructura del mercado de capitales (elaboración propia)



Las ventajas competitivas de los instrumentos que ofrece la Bolsa de Comercio son las siguientes:

- Acceso a una gran cartera de inversores a través de la Bolsa de Comercio.
- Asesoramiento sin costo sobre la mejor ingeniería financiera para los proyectos a través de las posibilidades de financiación que ofrece el mercado de capitales.
- Diferenciación respecto de los sistemas tradicionales de financiamiento.
- Menor costo financiero total frente a otras alternativas disponibles.
- Nuevos mecanismos financieros adaptados a todas las necesidades.
- Transparencia del sistema y de sus componentes esenciales ante los ojos del empresario PyME.
- El prestigio y la publicidad por cotizar en la Bolsa de Comercio, que favorecerían las relaciones con los clientes, proveedores y otras fuentes de financiación.

A los efectos de este trabajo se tendrán en cuenta las Acciones y las Obligaciones negociables, ya que como se expuso anteriormente, son los que están contemplados en el Régimen Simplificado para PyMEs y pueden ser utilizados por las empresas más pequeñas de Argentina. Cabe aclarar, que para poder acceder a este tipo de financiamiento, se deben cumplir ciertos requisitos. Veamos las alternativas que pueden barajar las PyMEs para entrar al mercado de capitales.

4.3.1. Acciones

Es una parte del capital social de una empresa. Representan para su titular (accionistas), el derecho a participar de las utilidades de la empresa (dividendos), y en el caso de sociedades anónimas el riesgo de pérdida para sus accionistas, está acotado al valor invertido en la adquisición de las mismas.

Se conoce como dividendos, la ganancia de la empresa una vez dividida y repartida entre cada uno de sus accionistas. Pueden ser pagados en efectivo o en acciones de la compañía. Los inversionistas deben tener en cuenta que la inversión en acciones es de renta variable, es decir no tiene ningún vencimiento preestablecido y además no asegura renta alguna. La renta va a depender de las decisiones del Directorio de la Sociedad, en cuanto a reparto de utilidades o reinversión, y de la reglamentación correspondiente.

Desde el punto de vista de las PyMEs es muy ventajoso la emisión de Acciones como fuente de financiamiento debido a que no obliga a la empresa a realizar pagos fijos; no tiene plazos de vencimiento establecidos; transfiere parte del riesgo del negocio (el costo de la emisión, depende de la capacidad de generar ganancias, con los nuevos capitales ingresados a la empresa) y además se gana prestigio empresarial al realizar oferta pública.

4.3.1.a. ¿Cómo se adquieren las acciones?

Las personas compran y venden acciones a través de sociedades de Bolsa, que son las encargadas de realizar las transacciones dentro de las Bolsa de Comercio. Estas pueden efectuarse de dos formas: en la rueda normal o en la rueda continua.

- **Rueda Normal:** Es el ámbito donde todos los agentes de la Bolsa de Comercio- a viva voz- realizan las ofertas de compra-venta de títulos, indicando la cantidad y el precio de las acciones que se desean vender o comprar. Las Ofertas realizadas por los agentes de bolsa pueden ser por cuenta propia o bien por cuenta de clientes.
- **Rueda continua:** En este caso las transacciones se realizan por medio de un sistema de computación interconectado, pudiendo hacerse en el recinto o desde la oficina del agente.

4.3.1.b. ¿Quiénes pueden cotizar en Bolsa?

Cualquier empresa puede cotizar en la Bolsa de Comercio- y para hacerlo-necesitan cumplir con algunos requisitos, (que como ya mencionamos, se expondrán detalladamente más adelante, el Régimen para PyMEs, en el Mercado de Capitales.)

- Su estructura debe responder a los requerimientos establecidos por la Bolsa de Comercio y la Comisión Nacional de Valores.
- Cualquier acontecimiento que pueda influir en el futuro de la compañía debe ser informado a la bolsa de Comercio.
- Se deben presentar balances trimestrales, los cuales deben estar auditados y certificados por un contador público independiente.

4.3.1.c. ¿Dónde se cotizan las acciones?

La gran mayoría de las acciones de las Compañías Argentinas cotizan sus acciones en la Bolsa de Buenos Aires. Sin embargo, tampoco se debe olvidar que también existen acciones argentinas que cotizan en la Bolsa de New York (NYSE).

Así como las acciones nacionales cotizan en otras bolsas del mundo, hay otras empresas del mundo que cotizan en la bolsa Argentina.

4.3.1.d. ¿Cómo se determina el rendimiento de una acción?

El rendimiento de una acción se calcula por la variación del precio que haya tenido en un año. Pero se debe tener en cuenta que esa acción puede haber pagado dividendos en efectivo, en ese caso el precio de la acción debe ser corregido por ese efecto, es decir, para calcular el rendimiento real de una acción debe sumarse el dividendo en efectivo.

La variación en el precio diario de una acción se llama volatilidad. Las acciones pueden sufrir grandes cambios en su precio en el mismo día o de un día para el otro. Esta característica de las acciones (volatilidad) está en gran parte dada por el sector al que pertenece la empresa emisora, es decir cuando una acción es muy volátil es generalmente porque proviene de una empresa que pertenece a un sector con gran crecimiento. Las acciones que son menos volátiles pertenecen a sectores de incremento gradual y se ve una variación muy baja en su precio diario.

4.3.1.e. ¿Qué se debe tener en cuenta para elegir una acción?

Para elegir una acción se deben tener en cuenta, entre otros los siguientes factores:

- Sector de la empresa: Para tomar una decisión acertada hay que tener en cuenta las posibilidades de desarrollo del sector y las características del mismo, por ejemplo si está sujeto a variaciones estacionales importantes.
- Accionistas: Se debe saber quiénes son, cuál es su estrategia (si son conservadores o agresivos) y cuál es su política acerca de la inversión.
- Situación patrimonial: Se debe analizar el balance de la empresa y sus resultados porque permite visualizar la situación económico-financiera de la compañía.
- Resultados de la Empresa: Son los responsables de aumentar el precio de las acciones. Es muy importante leer en los balances los dictámenes de los auditores porque allí dan su opinión sobre los estados contables.

4.3.2. Obligaciones Negociables

Para poder comprender qué son las Obligaciones Negociables, es necesario hacer un pequeño paréntesis y detenerse en el tema de los Bonos.

Los bonos son certificados que se emiten para obtener recursos, estos indican que una organización pide prestada cierta cantidad de dinero y se compromete a pagarla en una fecha futura con una suma previamente establecida de intereses, y en un periodo determinado.

Se dice entonces, que los bonos son una promesa de pago por parte de un emisor que toma fondos de uno o varios inversores. Se puede comparar un bono con un cheque de pago diferido o un pagaré, en los tres casos los ahorristas invierten su

dinero y esperan una retribución dada en un plazo convenido. En cuanto a la retribución que reciben los ahorristas podemos decir que es a partir de pactar una tasa de interés sobre el valor nominal del bono.

Desde el punto de vista del Inversor, podemos asegurar que los Bonos son una inversión de largo plazo, cuyo riesgo es moderado, ya que se conoce con antelación cuáles serán los flujos, tanto en concepto de capital como en concepto de interés (cupón). Cuando un inversionista compra un bono, le está prestando su dinero ya sea a un gobierno, a un ente territorial, a una agencia del estado, a una corporación o compañía, o simplemente al prestamista.

4.3.2.a. ¿Quiénes emiten bonos?

Los principales emisores son las compañías privadas, los gobiernos nacionales o provinciales, y también los municipios. Para cada tipo de emisor se cuenta con un marco regulatorio y de control en particular. Focalicémonos en los bonos emitidos por las empresas privadas:

Empresas Privadas

Los bonos que emiten las empresas reciben el nombre de Obligaciones Negociables (ONs). Aunque se nombran distinto revisten las mismas características que los demás Bonos.

La única diferencia a resaltar y a tener en cuenta es que existen algunas ONs que son convertibles en acciones. En ciertos casos, al momento de la emisión de las Obligaciones Negociables, se fija una cláusula de conversión, que permitirá al

poseedor de la ON quedarse con las acciones de la sociedad emisora a cambio del monto en dinero acordado en el bono.

4.3.2.b. ¿Por qué se emiten ON?

Muchas empresas recurren a las Obligaciones Negociables para ampliar su capital, mejorar su tecnología o implementar nuevos Proyectos de Inversión. Es decir, que las Obligaciones Negociables son una forma de obtener fondos de terceros (financiamiento).

4.3.2.c. ¿Qué se debe tener en cuenta al invertir en ON?

Se deben tener en cuenta diversos puntos que se enumeran a continuación. Es importante consultar al personal idóneo si no se está seguro sobre las distintas características al momento de invertir en ONs para tomar una decisión acertada.

- Tipo de organización emisora: los emisores pueden ser entidades públicas o privadas.

- Vencimiento: Es el período de tiempo hasta que el bono puede ser repagado. Se divide en:
 - corto plazo: menos de un año

 - mediano plazo: entre 1 y 5 años

 - y largo plazo: más de cinco años

- Capacidad Crediticia: Es la probabilidad de que la organización emisora pueda repagar la deuda en las condiciones acordadas.

- Cupones: Generalmente, los bonos de menor calidad o mayor plazo ofrecen un cupón más alto, mientras que los bonos con mayores tasas de crédito, o menores períodos de tiempo hasta su fecha de vencimiento, tienen tasas de interés menor.
- Riesgos: Una de las principales eventualidades que es necesario tener en cuenta al evaluar una inversión en bonos, es la posibilidad de que la entidad emisora no pueda cumplir el pago de la deuda. Este riesgo es conocido como “default”. También deben considerarse otros riesgos como el riesgo de la tasa de interés, el riesgo de la inflación, tipo de cambio, liquidez, entre otros.

Ahora que se han expuesto las características genéricas de las Obligaciones Negociables y, como ya también se mencionó, existe un Régimen simplificado para PyMEs, el Mercado de Capitales ha dejado de ser territorio de Gigantes Compañías, y se especificarán ciertas características propias de las Obligaciones Negociables para PyMEs en Argentina.

4.3.3. Obligaciones negociables de PyMEs

A continuación describiremos las características legales de las ONs para PyMEs.

4.3.3.a. Sujetos

- Emisores u obligados: Podrán emitir obligaciones negociables:
 - Sociedades Anónimas.
 - Sociedades en comandita por Acciones.

- Sucursales de Sociedades por Acciones constituidas en el extranjero.

- Cooperativas.

- Asociaciones Civiles.

- Entidades Financieras: bancos de inversión, bancos comerciales, bancos hipotecarios con autorización del BCRA, compañías financieras con autorización del BCRA.

- Tenedores o acreedores de las ONs
 - Inversores individuales: personas físicas o jurídicas.

 - Inversores institucionales: AFJP, Fondos Comunes de Inversión, Compañías de Seguro.

- Sociedades Calificadoras de Riesgo:
 - Son sociedades anónimas, constituidas con el objeto social exclusivo de calificar títulos valores u otros riesgos, aprobadas por la CNV.

 - Su participación es obligatoria para calificar ON que quieran tener oferta pública.

- Underwriter
 - Sociedades comisionistas u organizaciones especializadas en las operaciones de colocación de una emisión o parte de ella en el mercado primario.
 - Es el intermediario entre el emisor de las ON y el inversor.
 - Interviene asesorando en el diseño y la colocación de los títulos. En algunos casos, actúa como inversor.

4.3.3.b. Modalidades de emisión

Las obligaciones negociables son títulos de deuda, por lo tanto la PyME obtiene un préstamo de dinero (con pluralidad de prestamistas) a restituir lo que se traduce en su pasivo.

A su vez, las obligaciones negociables pueden ser:

- con garantía común (el patrimonio del emisor)
- con garantía especial (hipoteca)
- con garantía flotante (derechos y bienes, presentes y futuros)

A través de las obligaciones negociables, las PyMEs cuentan con otra alternativa de acceso al crédito, sin la intermediación de las entidades financieras, pudiendo lograr un costo menor de financiación.

El BCRA, la CNV y la SEPyME se encuentran avocados a facilitar los trámites para emitir y colocar acciones u obligaciones negociables emitidas por las PyMEs.

Régimen legal aplicable: Ley 23.576¹², modificada por la Ley 23.962

4.3.4. Cheque de Pago Diferido

Según la definición brindada por el artículo 54 de la Ley de Cheques (Ley N° 24452), “el cheque de pago diferido (CPD) es una orden de pago librada a días vista, a contar desde su presentación para registro en una entidad autorizada, contra la misma u otra en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto, dentro de los límites de registro que autorice el girado”. El plazo máximo para la fecha de pago de un cheque de pago diferido es de 360 días.

En julio de 2003, el Poder Ejecutivo Nacional promulgó el Decreto 386/2003 mediante el cual se modificaron los artículos 12 y 56 del Anexo I de la Ley 24452 permitiendo así que los CPD puedan también ser transferidos² a la Caja de Valores S.A (CV) para su depósito, para permitir así su posterior negociación a través de las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores autorregulados del país.

Como consecuencia de esta modificación, la Comisión Nacional de Valores (CNV) fue designada como autoridad de aplicación del Decreto 386/2003 y en octubre de 2003 emitió la Resolución General N° 452/2003 mediante la cual estableció el marco

¹² <http://www.cnv.gov.ar/leyesyreg/leyes/23576.htm>

normativo para la reglamentación de la negociación de estos instrumentos por parte de las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores autorregulados. Luego, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) emitió la Resolución del Consejo N° 2/2003 estableciendo el reglamento de negociación de los CPD al tiempo que Caja de Valores S.A. (CV) dictó el “Reglamento Operativo de Cheques de Pago Diferido”.

Cabe mencionar, que si bien la Resolución del Consejo N° 2/2003 de la BCBA hace referencia a tres modalidades de negociación de los CPD (Patrocinado, Avalado y Cotización Directa, analizados más adelante), la CNV, por Resolución N° 14689/2003 aprobó las modalidades Patrocinada y Avalada, y mediante la Resolución 480/2005 la Directa. Por su parte, el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. (MERVAL) emitió en diciembre de 2003, la Circular 3502 estableciendo las características para la negociación de CPD.

El mercado de cheques de pago diferido corresponde a operaciones financieras del corto plazo, y en la práctica vino a reemplazar a los “Valores de Corto Plazo” (VCP) bursátiles, bonos privados de hasta 1 año de plazo.

Una de las principales ventajas del mercado es que ofrece una amplia gama de alternativas referidas a riesgo/tasa y plazo/tasa. La inversión se pacta en todos los casos a tasa fija, y el descuento se aplica sobre el valor nominal futuro del cheque, por lo cual el desembolso del inversor es menor al monto del cheque. De esta forma, las operaciones de Cheques de Pago Diferido se asemejan a la operatoria con bonos cupón cero.

Los inversores pueden comprar Cheques de Pago Diferido en la Bolsa, obteniendo beneficios derivados del descuento conseguido. El sistema cuenta con un régimen

de condiciones y garantías formales, resultando prácticamente nulo el riesgo de la inversión. Se presentan como una inversión garantizada, a corto plazo y con una tasa interesante.

Por ejemplo, la negociación de Cheque de Pago Diferido en el Mercado de Valores de Rosario constituyó una nueva alternativa de inversión y de financiación para las PyMEs que pueden obtener fondos con costos de endeudamiento similares a la de las grandes empresas, con mejores plazos y menores exigencias.

Representan una opción mucho más ventajosa que las metodologías tradicionales de descuentos de cheques, entidades financieras o en agentes financieros informales.

Los cheques de pago diferido podrán ser negociados bajo tres tipos de modalidades:

- **CPD Patrocinados:** bajo esta modalidad, son las entidades libradoras de CPD (sociedades comerciales, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales y fundaciones) las que solicitan la cotización de los CPD por ella emitidos a favor de terceros, para que puedan ser negociados en las Bolsas de Comercio.
- **CPD Avalados:** bajo esta modalidad, los CPD a ser negociados, deben recibir previamente el aval de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) o de una Entidad Financiera (EF) respecto de la seguridad de su cobro llegada la fecha de vencimiento. Estas instituciones serán a su vez las que solicitarán la cotización del CPD avalado. En el caso de las SGR, estas emitirán un aval sobre los CPD librados por su miembros o socios partícipes, en tanto que en caso de que el

otorgante del aval sea una entidad financiera, esta emitirá un certificado de aval sobre el CPD que será el objeto de la negociación, en tanto que el CHP será primero retenido por esta última y luego depositado en CV.

- **CPD de Negociación Directa:** en este caso se prevé que la BCBA pueda admitir la cotización de CPD sin que medie la solicitud de la libradora o del avalista, sujeto a que se cumplan los requisitos establecidos por la misma para la negociación de los CPD (Art. 2 del Reglamento de la BCBA). Como característica relevante, surge el hecho que los CPD negociados bajo esta modalidad solo pueden ser adquiridos por inversores calificados.

Los objetivos buscados son los siguientes,

- Por el lado del inversor, brindar respaldo y seguridad a la hora de colocar sus fondos, minimizando el riesgo de incobrabilidad del cheque; para ello se ha previsto un sistema de condiciones y garantías que hacen prácticamente nulo el riesgo de la inversión.
- por el lado del vendedor, la posibilidad de descontar los cheque de pago diferido a costos realmente bajos, y a mayores plazos, de una manera transparente, simple y segura a través de los Agentes y Sociedades del Mercado de Valores.

Entre los beneficios de los Cheques de Pago Diferido (CPD) se puede mencionar:

- Amplio rango de alternativas en cuanto a plazos de inversión – desde 72 horas hasta un año de plazo

- El panel cuenta además con una gran diversidad de empresas atropinadas -más de 45-, pertenecientes a diversas industrias, pudiendo de esta forma el inversor optar por sectores particulares de la economía.
- El panel de cheques avalados, por su parte, opera con un riesgo muy acotado, debido a la intervención de una Sociedad de Garantía Recíproca.
- Posibilidad de operar los cheques en el mercado secundario, por lo que no es necesario mantener en cartera los cheques hasta su fecha de pago.

Los Cheques de Pago Diferido se negocian bajo el régimen de oferta pública en el Mercado de Valores donde la tasa de descuento resulta de la puja entre los inversores y tomadores de fondos interesados.

Sin dudas es una de las operatorias que más impulso ha tenido en los últimos años en el mercado de financiamiento nacional. Para Mayo de 2009 se observaban dos tendencias claras en el mercado bursátil de cheques diferidos: una constante retracción de tasas, que ya se encuentran cercanas al contexto pre-crisis del 2001, y una leve pero constante caída en el volumen operado. Por ejemplo:

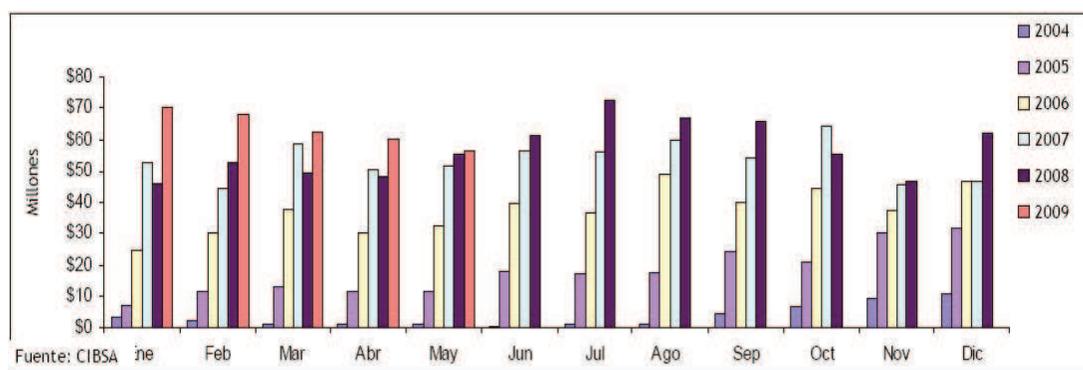
- Las operaciones de mayo ascienden a \$56.5 millones, apenas un 2% superior a mayo del 2008. El acumulado del año, a su vez, suma \$318 millones nominales y es un 27% superior al del mismo período del año anterior.
- No obstante los indicadores del párrafo anterior, es importante remarcar que desde los máximos del año registrados en Enero (\$70 millones en un mes

estacionalmente bajo) el mercado viene perdiendo volumen mes a mes, acumulando una caída del 20% en el año (Gráfico 1).

- De todas formas, es importante aclarar que los promedios por rueda de operación se mantienen estables, alrededor de los \$3 millones.
- El monto promedio por cheque alcanza los \$26.800 y la cantidad de cheques operados se mantienen inalterable en torno a los 2.000/2.200 (Gráfico 2).
- El mercado se mantiene como una vía de financiamiento casi exclusiva para Pymes, con avales de SGR por más del 96% de las operaciones. Apenas un residual de \$2 millones se operaron en cheques sin avales, concentrado en 5 empresas vendedoras (Gráfico 3).

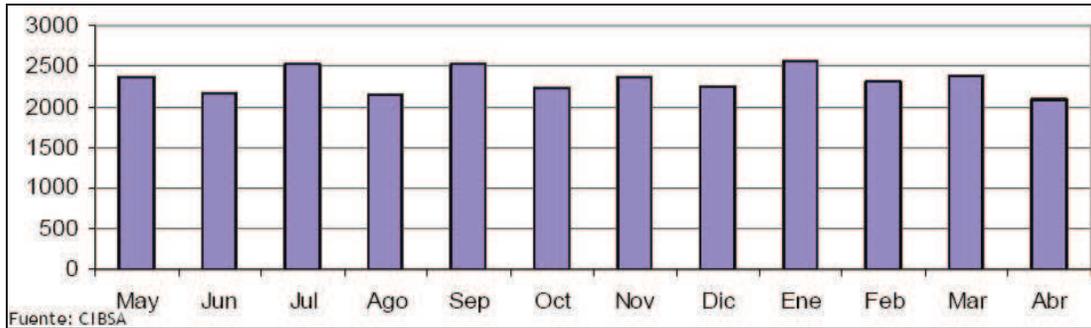
El Gráfico 1 muestra la evolución mensual y el interanual de los volúmenes operados en la BCBA desde Enero de 2004 a Mayo de 2009.

Gráfico 1. Evolución de los CPD



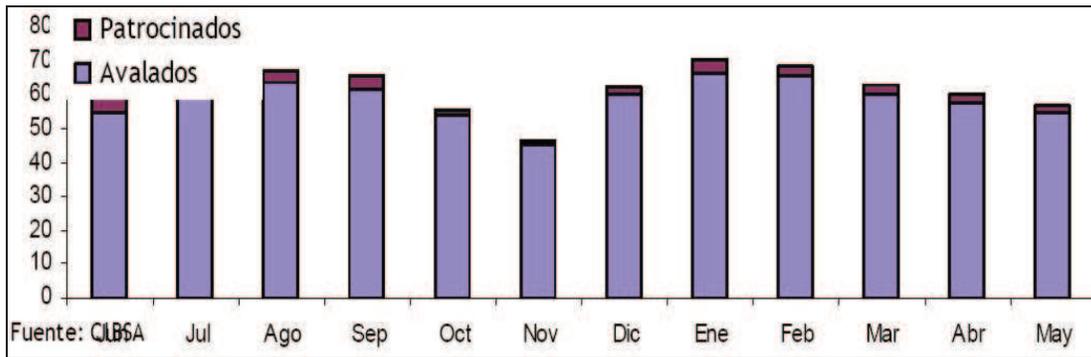
El Gráfico 2 muestra la evolución mensual de la cantidad de CPD operados en la BCBA desde Enero de 2004 a Mayo de 2009.

Gráfico 2. Cantidad de CPD negociados



El Gráfico 3 muestra la evolución mensual del tipo de CPD operado en la BCBA.

Gráfico 3. Tipo de CPD negociado



En cuanto a las tasas de descuento, sorpresivamente, la tasa promedio de mercado se mantenía en descenso. El promedio ponderado para Mayo se ubicó en 16.77% y la baja acumulada en el semestre alcanza los 955 puntos básicos. De hecho, este nuevo descenso ubicaba a las tasas del mercado en niveles cercanos a los pre-crisis del 2001.

Analizado por segmentos (Tabla 6. Distribución de tasas por plazos), vemos como la tasa de cheques avalados bajó acompañando la tendencia general, la tasa de los cheques patrocinados si bien tiene poca incidencia en el promedio sube 270 puntos

básicos, ampliando de esta forma el spread entre los dos tipos de tasas (ver Gráfico 4 y 5).

Tabla 6. Distribución de tasas por plazos

Plazo en Días	Volumen	Tasa Promedio	% Total
0-30	5.503.095	13,66%	9,12%
31-60	17.945.590	15,67%	29,73%
61-90	10.091.185	16,52%	16,72%
91-120	8.194.459	17,48%	13,58%
121-150	4.468.240	17,74%	7,40%
151-180	4.719.723	18,50%	7,82%
181-210	2.499.453	19,28%	4,14%
211-240	1.994.585	20,45%	3,30%
241-270	511.914	22,23%	0,85%
271-300	228.625	25,73%	0,38%
301-330	162.425	25,96%	0,27%
331-365	168.377	24,97%	0,28%

Gráfico 4. Comparación de tasas

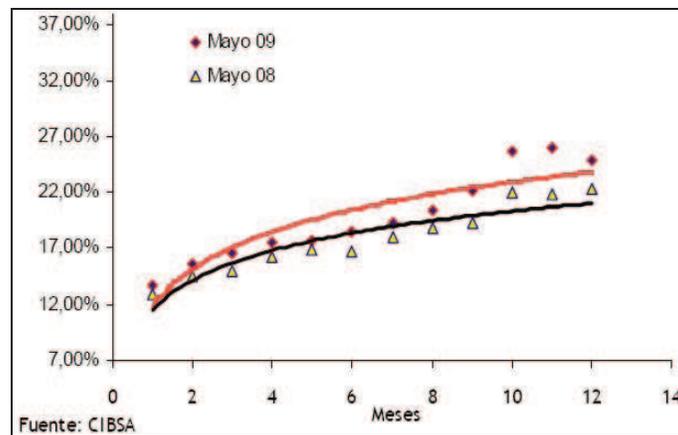
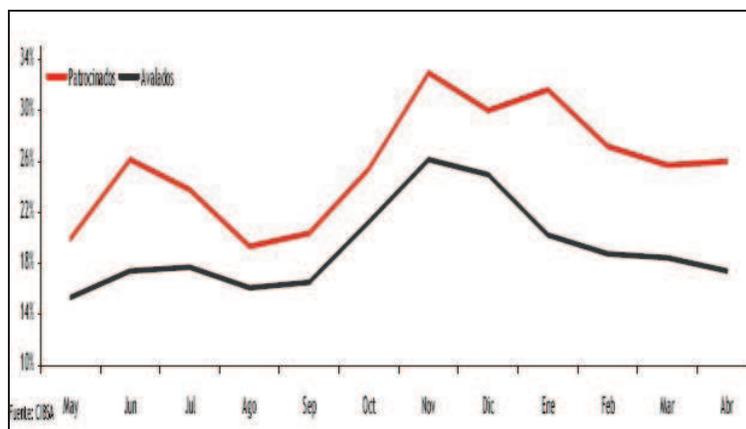


Gráfico 5. Evolución de tasas -12 meses



En cuanto a plazos y niveles de liquidez, el mercado sigue claramente en el corto plazo, con un promedio de 80/90 días y apenas un segmento marginal de operaciones que superan los 180 días de plazo. Para colocar operaciones en el extremo largo de la curva, por su parte, las empresas deben convalidar tasas entre el 20 / 25%, motivo por el cual prefieren mantener posiciones de endeudamiento cortas que se van renovando al vencimiento.

4.3.5. Fideicomisos Financieros

La inversión en Fideicomisos Financieros se presenta como una alternativa de renta fija, el inversor conoce cual será el rendimiento de su inversión, es decir, cuánto, cuándo y cómo recibirá los pagos de intereses y devolución del capital.

Los Fideicomisos Financieros tienen excelentes calificaciones de riesgos presentándose como una alternativa muy segura brindando tranquilidad al inversor. Son una excelente alternativa de inversión, una mezcla entre rentabilidad y seguridad

Ofrecen tasas muy competitivas acordes a la seguridad que ofrecen, los retornos globales pueden ir del 11% al 16% anual, dependiendo de la naturaleza del fideicomiso, el plazo y el tipo de Valor de Deuda Fiduciaria (pueden emitirse distintas clases de títulos en un mismo fideicomiso, variando en calificación, plazo y tasa).

El plazo en el que el inversor recupera la inversión más los intereses está comprendido entre los 7 y 18 meses aproximadamente (con una vida promedio mucho menor).

4.3.6. Cauciones y Pase Bursátil

Brindan la posibilidad al inversor de colocar el capital a una tasa fija a muy corto plazo, invirtiendo un capital mínimo con garantías que aseguran el cobro.

Son alternativas de colocación sin riesgo, con retornos comparativamente altos (en relación a otras opciones del mercado financiero tradicional) y a plazos muy cortos de colocación.

Permite invertir dinero a corto plazo (mínimo 7 días, con un máximo de 4 meses), obteniendo tasas que rondan el 8% anual (actualmente), aún con inversiones mínimas.

El monto total del préstamo es inferior al valor de cotización de los títulos que entrega el tomador de los fondos en concepto de garantía, con el objeto de cubrir al inversor (otorgador del préstamo), eliminando el riesgo de incobrabilidad.

También la Caución es una operación de crédito, pudiendo el titular de títulos financiarse entregando como garantías referidos valores en caución en el Mercado de Valores.

4.3.7. Otras alternativas

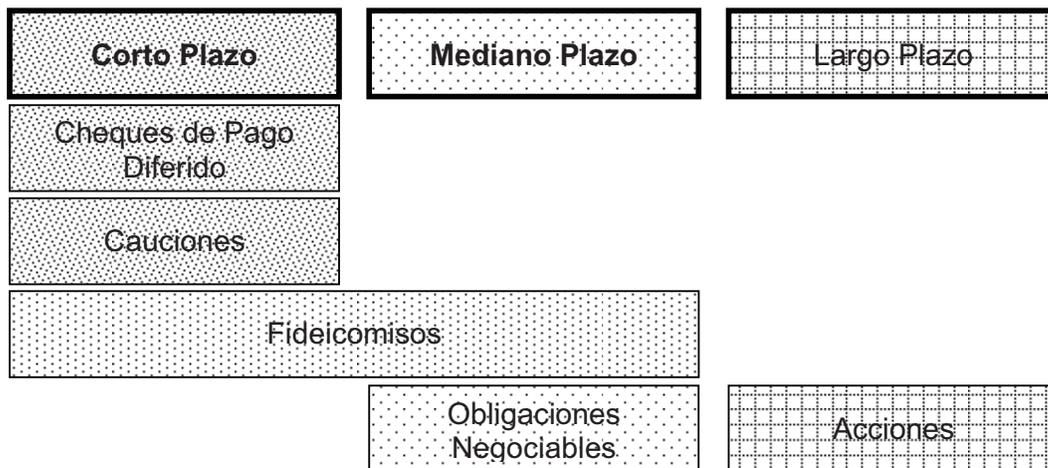
Recientemente la ministra de Producción bonaerense, Débora Giorgi, anunció que buscaba liberar a las pequeñas y medianas empresas del agro de las exigencias bancarias de garantías. Con ese fin, en julio de 2007 el fondo de garantías de Buenos Aires (FOGABA) firmó un convenio con el centro de acopiadores de la provincia de Buenos Aires que permitirá que productores y acopiadores PyME puedan acceder al financiamiento con su garantía.

La primera herramienta que pondrán a disposición es un fideicomiso con fondeo del mercado de capitales, que permitirá financiamiento rápido y a bajo costo para los primeros eslabones de la cadena de valor agropecuaria.

Se estima, en primera instancia, que asistirán con créditos a 150 acopios y mil pequeños productores agropecuarios. El acuerdo, que busca también difundir las herramientas de acceso al crédito de este sector, fue firmado por la ministra de la Producción bonaerense, Débora Giorgi y el presidente del centro de acopiadores provincial, Fernando Rivara. La ministra destacó que "el FOGABA busca con sus nuevas operatorias llegar a más PyME en toda la provincia y liberarlas de exigencias de garantías que a veces ya tienen comprometidas, o bien no resultan suficientes para los bancos".

FOGABA es un instrumento de política activa de la cartera productiva bonaerense y tiene como objetivo el otorgamiento de garantías a las PyME para que puedan acceder al crédito en condiciones preferenciales.

Figura 4 - Alternativas de inversión bursátil y plazos de maduración



En definitiva las firmas pequeñas y medianas pueden acceder al mercado financiero con especies de corto, mediano y largo plazo. La Figura 4 representa esta información. Para financiación de corto plazo las PyMEs pueden acceder a las operatorias de cheques diferidos, tanto a corto como a mediano plazo los fideicomisos son alternativas analizables mientras que a mediano plazo las ONs brindan lo mejor de su financiamiento.

4.4. ANÁLISIS DE CASOS

El Apéndice 1 al final de este trabajo presenta información de dos PyMEs que lograron cotizar en el Panel PyME de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Las dos empresas analizadas muestran un alto perfil de crecimiento y fuerte dinamismo empresarial en cada uno de sus respectivos mercados. De la simple revisión de sus datos contables y de su historia se aprecia una actitud emprendedora y ávida de innovación comercial o tecnológica. Esta misma avidez se traspasado al área financiera.

Dacsa, que controla la cadena de venta de artículos deportivos Sportmix, e Insuagro no han sido ajenas a contratiempos en su desempeño dentro de la Bolsa¹³. Sin embargo, tanto para Dacsa como para Insuagro la experiencia resulta positiva a todas luces¹⁴ principalmente por el ordenamiento del negocio que se requirió para llegar a cotizar (transparencia en todas las transacciones) por el financiamiento obtenido.

¹³ Desde el 23 mayo de 2007 Dacsa tuvo suspendida la negociación de sus papeles debido a una caída en la cotización de estos instrumentos por encima del límite fijado por la Bolsa. Sin embargo, se informó que en una asamblea extraordinaria fijada para el 27 de julio de 2007 se llegó a un acuerdo solucionando la situación financiera que la firma mantenía con sus acreedores.

¹⁴ Comunicación personal con Luis Delcaseé (Insuagro) del 11/06/08 y Martin Lang (Dacsa) 28/05/08

Por el lado de la oferta, la atracción de las PyMEs hacia el mercado de capitales es una de las obsesiones de los directivos del sector bursátil, que vienen abordando el tema con diversos instrumentos. Los expertos indican que la vía usual antes de llegar a la apertura del capital en la bolsa es la experiencia en pasos intermedios, como la conformación de fideicomisos financieros y la emisión de obligaciones negociables. Dada la poca familiaridad de las PyMEs con ciertos requisitos de formalidad interna y de controles de auditoría, estos primeros pasos constituyen una forma de aterrizaje suave antes de una llegada al ámbito bursátil. En ese marco, el incremento de la operatoria en mercados como el de cheques y fideicomisos, que han experimentado crecimientos explosivos, ponen una nota de expectativa favorable para que en el mediano plazo pueda desarrollarse el panel PyME de la Bolsa, que en su fase de lanzamiento viene implementándose con lentitud.

CAPÍTULO 5 – CONCLUSIONES

El acceso y las condiciones del financiamiento constituyen cuestiones fundamentales para cualquier empresa pero al respecto las empresas más grandes y formales suelen tener ventajas, así como el sector público, sobre las pequeñas. Por ello, el estudio del financiamiento de las PyMEs es de gran relevancia para identificar y promover opciones que las puedan favorecer y así mejorar su competitividad.

Este trabajo aporta a la comprensión del financiamiento de las PyMEs en Argentina. Para ello, se reseñan los resultados de trabajos anteriores sobre el tema, se resumen los hechos estilizados del financiamiento a las PyMEs en otros países y se mencionan algunos aportes de teoría moderna del funcionamiento de los mercados de créditos. Asimismo se presenta el análisis de dos casos particulares de empresas de tal dimensión que han logrado participar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA).

Precisamente, el financiamiento mediante títulos en la BCBA u otras bolsas regionales sigue siendo una alternativa lejana para gran parte de las PyMEs en Argentina. La mayor parte de las empresas pequeñas y medianas, tal como han sido descritas, no guardan relación con las empresas que efectivamente han entrado al Panel PyME de la BCBA. A grandes rasgos, la diferencia radica en el ordenamiento de la unidad de negocios en términos de contabilidad de la gestión y

de funcionamiento, y el consecuente acceso a mayor financiamiento. Particularmente se destacan los siguientes puntos:

- Las PyMEs presentadas en el Apéndice no son empresas familiares, y su gestión es más profesionalizada que el promedio del resto de las pequeñas empresas.
- El ordenamiento de la unidad de negocios en términos de contabilidad de gestión y desempeño maneja pautas técnicas claras, similares a las observadas en las grandes empresas. Son PyMEs en tamaño y grandes empresas en términos de la información financiera que presentan.
- Ambas PyMEs cuentan con un alto nivel promedio de capital humano con títulos de grado y posgrado de capacidades técnicas (preeminencia de ingenieros agrónomos en Insuagro) o por lo menos en puestos claves (sector de finanzas de DACSA).

Según tales evidencias, en consecuencia, las PyMEs argentinas debieran promover el acceso a canales de financiación más acordes a su desempeño siguiendo pautas como las observadas en las empresas analizadas. En ese sentido, podrían, por el lado de la financiación no tradicional vía bancos, acceder a la colocación de cheques de pago diferido (o cheques avalados), la cual representa una fórmula sencilla para las PyMEs. Debe recordarse que esta operatoria es la que ha estado en constante alza en los últimos años. Una segunda alternativa en orden de factibilidad sería acceder a *business angels*. Estos inversores de riesgo no sólo brindan financiación al proyecto PyME sino también asesoramiento gerencial

involucrándose fuertemente en el desarrollo del proyecto, ambos aspectos muy requeridos por el promedio de firmas del sector. Es la alternativa más prometedora.

Si con esos avances la empresa logra cruzar el umbral de empresa mediana o solidifica su posición en el mercado, a largo plazo podrá acceder a financiamiento bursátil. En las actuales circunstancias, y dados los requerimientos del mercado bursátil local, seguirá siendo más una excepción que una práctica regular.

Para poder anticipar expectativas más optimistas, tanto los actores principales del proceso de financiamiento (las instituciones financieras y las unidades demandantes) como asimismo los responsables del marco regulatorio e institucional debieran involucrarse en innovaciones de relevancia.

Atendiendo el análisis practicado, y admitiendo el carácter exploratorio de esta elaboración, caben las siguientes conclusiones y sugerencias respecto de progresos a favor de los siguientes grandes objetivos:

- Que las PyMEs en general tiendan a parecerse a las que se analizaron en el trabajo, casos tan destacables como lamentablemente excepcionales en el contexto nacional,
- Que el contexto institucional, y asociados aspectos instrumentales y operacionales, exhiba progresos a favor de innovaciones que, desde hace tiempo, se observan en el plano internacional, sucintamente enunciadas en este desarrollo.

Seguidamente, se explicitan pautas enunciativas de algunas opciones potencialmente funcionales a tales objetivos generales, según la propia apreciación del autor, basada en evidencias observadas y en la ponderación de la información reunida:

- *Empresas:*

Las PyMEs deben aceptar, como organismos vivientes que pretenden ser, desde su nacimiento, el desafío de desarrollar aptitud para vivir en el contexto en que se desenvuelve. Al respecto, un requisito insoslayable es el de poder disponer, procesar y generar información imprescindible.

Los problemas de asimetría informativa que discriminan a las PyME son, en realidad, superables por parte de éstas. Para ello se debe partir del reconocimiento de la necesidad de disponer, para su propia gestión y para ofrecer a terceros, de los beneficios del conocimiento formal. Esto se resume, básicamente, en la aceptación de criterios racionales en la gestión empresarial para aplicar a la toma de decisiones y a la elaboración de la información que se debe suministrar a los mercados.

Esa formación debe ser adquirida por los cuadros directivos y gerenciales de las empresas o contratada a terceros; esto último podría ser retribuido total o parcialmente en función de los beneficios que este aporte genere al flujo de fondos de la empresa. Esto es, convertir en socios profesionales a quienes por lo general solo son pretendidos a cambio de una carga fija desvinculada de los resultados.

- *Plano Institucional*

Las referencias obtenidas en la información secundaria empleada, ha permitido detectar algunas notorias carencias en el plano institucional del sistema financiero. Por ejemplo, pese a que las PyMEs padecen tradicionales deficiencias en el plano de la información que son capaces de revelar, los proveedores financieros no están en condiciones de evaluarlas por la imposibilidad de apreciación directa o personal de la situación.

En tales casos, agotada la capacidad de endeudamiento (a lo que rápidamente se llega por las razones apuntadas), por la limitación de las utilidades que puedan ser retenidas y que podrían incrementar el endeudamiento, y dada una característica imposibilidad de un acceso al mercado de capital de riesgo, se hace patente la inexistencia de eslabones faltantes para que el ciclo del financiamiento se desarrolle en paralelo al ciclo vital de una empresa en crecimiento, un requerimiento ineludible.

Uno de ellos es la existencia de Fondos de Inversión Directa (*business angels*) y de Fondos de Capital de Riesgo Privados (*venture capital* o *private equity*), tal como han sido presentados en este trabajo.

Así también lo son, la difusión y el fortalecimiento de las Sociedades de Garantía Recíproca, el desarrollo del actual mercado institucional de Cheques Diferidos constituyendo un mercado de fondos a corto plazo integral (*money markets*) donde se pueda negociar papel comercial en general (pagarés de hasta 9 meses), y el fortalecimiento de las Obligaciones Negociables.

Finalmente, como ya ha sido sugerido en otras investigaciones, generalizar el uso de calificaciones no vinculantes respecto de su empleo por Bancos o por Emisores de títulos como medio para disminuir la asimetría informativa que hoy se aprecia con generalidad en la relación PyME – Instituciones Financieras.

- *Plano Educativo-Gubernamental*

La oferta de apoyo, asistencia y promoción de origen gubernamental, desatiende, por lo general, la necesidad de mejorar aspectos cognitivos o de incorporación de tecnologías blandas por parte de las empresas como condición insoslayable.

Para ello, sería menester, por ejemplo, la instrumentación de seminarios o talleres que efectivamente apunten a resolver limitaciones de formación-información vinculadas al conocimiento formal. Son esas limitaciones las que determinan el gap existente entre demanda de conocimiento formal y la oferta del mismo por parte de las instituciones educativas¹⁵.

Las instituciones educativas, a su vez, pueden llevar adelante acciones que apunten más efectivamente a satisfacer necesidades del mercado de trabajo. Para ello, sería conveniente aparecer asociadas a otras entidades como Cámaras Empresarias, Consejos Profesionales, y similares, para aproximarse a los planos decisorios y operativos de producción y financiamiento.

¹⁵ Tesis Faccendini (UNdeCdelU), Pasquaré (UNS), trabajo de Alonso-Legato (2009). Jornadas de Finanzas del Sur, UNS, Dic/09.

Asimismo, las universidades pueden incentivar a los alumnos de cursos superiores a participar en proyectos reales¹⁶ de negocios o en pasantías.

También serían funcionales a tales objetivos iniciativas que posibiliten que equipos integrales conformados por asesores expertos que se desempeñan en las instituciones educativas se constituyan en las empresas conformando así, equipos mixtos para llevar adelante acciones de mejoramiento de competitividad de PyMEs, de lo que también existen antecedentes que en esta elaboración se han entendido muy aconsejables¹⁷.

¹⁶ En la UNRosario se han organizado Jornadas en que se exponen públicamente los proyectos elaborados por alumnos bajo dirección de la cátedra (Prof. Tarallo) y que en muchos casos terminan llevándose a cabo efectivamente.

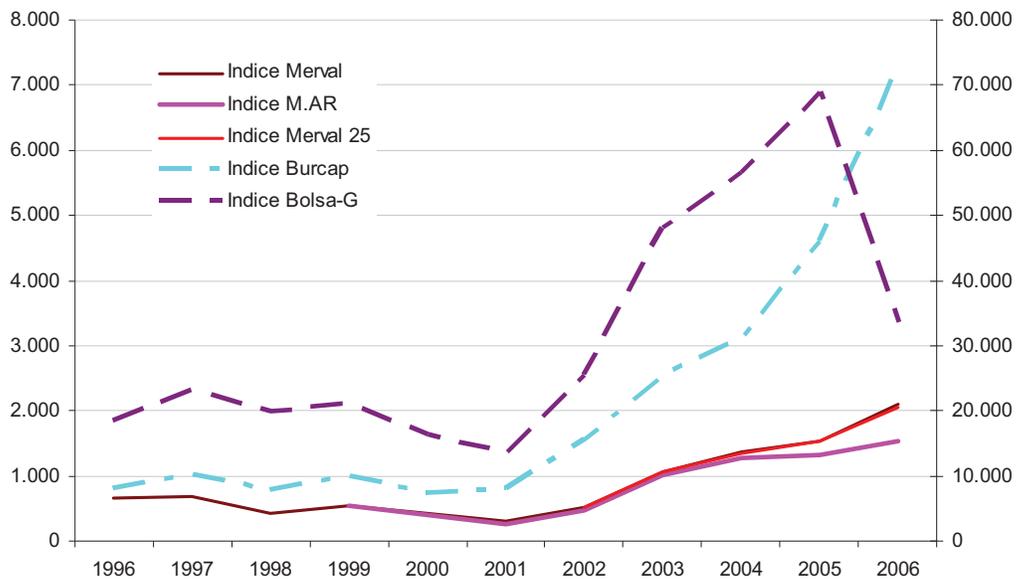
¹⁷ Neffa, Julio y otros, Programa de Mejoramiento de la Competitividad de las PyMEs de la Provincia de Buenos Aires, Programa Piette-Conicet.

ANEXO 1. ESTUDIO DE CASOS

A1.1. INTRODUCCIÓN

El mercado de valores de Argentina mostró, desde la salida de la convertibilidad, un auge notable en el nivel de actividad (Figura 5). En ese sentido, el panorama para la inversión en especies de la Bolsa de Comercio era ampliamente favorable¹⁸.

Figura 5 - Evolución de los índices bursátiles argentinos



Es en ese contexto que diversas empresas pequeñas comienzan a analizar seriamente ingresar al mercado de capitales financieros. Entre las PyMEs que intentó cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires estaba Petroquímica

¹⁸ Tong (2003) y Tong y Díaz (2003) analizan el caso de muchas PyMEs peruanas que accedieron al mercado de capitales nacional.

Argentina Sociedad Anónima (PASA), que integraba -junto con Desarrollo de Acuerdos Comerciales (DACSA) e Insumos Agroquímicos (InsuAgro)- el grupo que dio los primeros pasos para salir a Bolsa en noviembre de 2005. PASA quedó afuera debido a un retraso de último momento que impidió que concluyera con la requisitoria a término, por lo tanto no llegó a cotizar entre las especies de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Por lo tanto, la Tabla 7 refleja la información de las únicas dos PyMEs que accedieron a la cotización en la BCBA con la información de las acciones emitidas y montos suscritos (así como información adicional).

Tabla 7 - PyMEs que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Empresa	Sector	Acciones emitidas	Monto suscrito en pesos	Organizador/colocador
 [Grupo DACSA]	Inmobiliario y comercial	3.122.459 (valor nominal 10 centavos)	5.089.608	Puente Hermanos Sociedad de Bolsa S.A.
 Calidad en Agroquímicos	Comercial	2.000.000 (valor nominal 10 centavos)	1.500.000	Cordeu y Benedit Sociedad de Bolsa

Se observa los montos a financiar oscilan entre el medio millón y el millón y medio de dólares. Estos montos, si bien pequeños en términos de la cotización promedio de las grandes empresas argentinas, resultan el punto de quiebre para hacer crecer a estas de empresas y acentuar la M en vez de la P en su categoría PyME,

La sección prosigue con el análisis de estos dos casos de empresas pequeñas que cotizan en el Panel PYME de la BCBA. Se intenta volcar allí información económica y financiera que ilustre el perfil de estas emprendedoras.

A1.2. CASO 1: INSUMOS AGROQUÍMICOS (INSUAGRO)



Insumos Agroquímicos S.A. (InsuAgro) es una empresa dedicada a la comercialización de productos para el agro. Amalgama una amplia oferta de productos con un personal experto en el campo agropecuario. Según comenta su website, "... la experiencia, capacidad logística y administrativa.." para asistir a sus clientes "... resultan su principal activo." La aptitud de sus ingenieros agrónomos se encuentra apoyada por una extensa red de distribuidores. InsuAgro es una empresa que se dedica a la comercialización de agroquímicos, que factura más de u\$s 6,5 millones y apunta a duplicar la facturación en 5 años.

En un medio empresarial vigoroso, sus directivos decidieron dar el paso de buscar capitales en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Así, Luis Delcaseé, uno de los dueños de la compañía, señaló que "estamos convencidos que la apertura de capital es la mejor opción a mediano plazo. Buscamos socios para crecer firmes y tranquilos".

En esa misma oportunidad, Miguel Bedit, de Cordeu y Bedit Sociedad de Bolsa, quien actuaba como agente organizador y colocador de InsuAgro, expresó que "la salida a Bolsa se realizará en dos etapas, completando entre ambas una ampliación de capital del orden del 35%. El dinero que se prevé captar en la primera colocación es de entre u\$s 500 mil y u\$s 600 miles". En total, entre ambas etapas, la compañía planeó recaudar entre u\$s 1 millón y u\$s 1,5 millones, que será

destinado a capital de trabajo y a reducir el costo de financiamiento que tiene hoy la compañía.

A1.2.1. La Empresa

InsuAgro es una empresa que se dedica a la comercialización de agroquímicos, la cual posee una línea integrada por 50 productos entre los que se encuentran herbicidas, insecticidas, fungicidas, coadyuvantes, inoculantes y curasemillas (Tabla 8).

Tabla 8 - Productos elaborados por InsuAgro S.A.

Agroquímicos	Acción
Herbicidas	Controlan las especies vegetales (malezas) que invaden los cultivos
Insecticidas	Controlan los insectos perjudiciales
Fungicidas	Controlan los hongos que afectan los cultivos
Otros	Bactericidas, tratamiento de semillas, etc.

Estos productos son usados en cultivos tales como soja, maíz, trigo, girasol, papa, poroto, maní, pasturas, tabaco, etc. Vende sus productos a una extensa red de comercios, diseminados principalmente en pampa húmeda y noreste de nuestro país. Los productos son importados directamente por la empresa o bien adquiridos a proveedores locales.

A1.2.2. La Oferta

Se ofrecen un total de 2.000.000 de acciones ordinarias, escriturales, Clase B, de valor nominal \$0.10 por acción y con derecho a un voto por acción, representativas del 18.18% del Capital Social y del 6.9% de los derechos de voto, mediante su oferta pública.

El capital social, totalmente integrado, asciende a la suma de \$900.000, conformada por 4.500.000 de acciones clase A de VN \$ 0,10 cada una y con derecho a cinco votos cada una y 4.500.000 de acciones clase B de VN \$ 0,10 cada una y con derecho a un voto cada una.

El precio de suscripción de las nuevas acciones sería fijado por el Directorio el último día del período de recepción de ofertas y será informado en forma inmediata a la CNV y a la BCBA. Estaría conformado por el valor nominal de la acción (\$ 0,10) más la prima de emisión que se establezca para la misma y será fijado en función de una curva de demanda construida de acuerdo a los Formularios de Suscripción recibidos durante el período de recepción de ofertas. El rango de la prima de emisión, a fin de recibir intenciones de compra de las Acciones Clase B de la Sociedad es de entre \$ 0.63 y \$ 0.71 por acción de valor nominal \$ 0,10.

A1.2.3. Entrada en la Bolsa

La vinculación de la empresa con la Bolsa de Comercio de Buenos Aires comenzó a escribirse el 23 de noviembre de 2006, cuando la entidad comunicó que autorizó la emisión de acciones. Y luego siguió con su participación del acto de lanzamiento del Panel Pymes el 5 de diciembre. “Con el Panel PyMEs se rompió una barrera importante entre el mercado de capitales y este sector de la economía, ya que se crea un camino por el cual las PyMEs pueden encontrar socios para el crecimiento y no sólo acreedores”, había expresado el presidente de la entidad, Adelmo Gabbi.

A1.2.4. El Destino de los Fondos

Los fondos obtenidos serán destinados en su totalidad a atender la necesidad de aumentar el capital de trabajo para acompañar el crecimiento. El aumento en los

niveles de ventas que viene teniendo InsuAgro le está demandando un incremento de sus inventarios y de sus cuentas por cobrar.

Hasta el momento se ha recurrido al endeudamiento bancario para financiar parcialmente estas necesidades que se vienen produciendo, pero el costo de este financiamiento, además de ser insuficiente para atender las necesidades futuras, es un costo de elevado.

En la actualidad las posibilidades de aumentar el nivel de ventas están limitadas por la falta de capital de trabajo, por lo que se descuenta que con los aportes provenientes de la apertura del capital, la empresa podrá tener un crecimiento vigoroso en los próximos ejercicios.

A1.2.5. Competencia

El agroquímico es un producto destinado a la protección de los cultivos. Su acción permite el adecuado desarrollo de los vegetales que se cultivan con fines alimentarios o industriales. De acuerdo a la acción que realizan se los clasifica en:

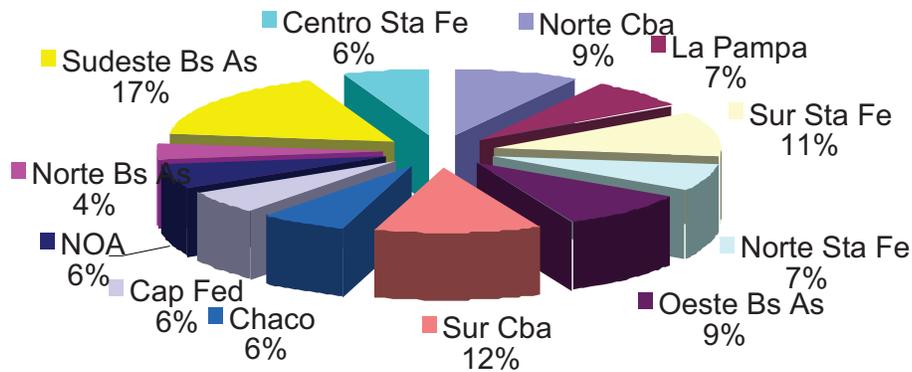
El mercado argentino de agroquímicos se mantiene desde hace 10 años por encima de los 500 millones de dólares estadounidenses. El sector agroexportador argentino es uno de los más competitivos del mundo.

A1.2.6. Zona de Ventas

InsuAgro se encuentra presente en todas las regiones agrícolas del país, lo que brinda a la empresa gran participación en todos los mercados y cierta estabilidad en las ventas. Posee doce zonas de venta en todo el país, todas atendidas por un Supervisor Zonal, residentes del lugar, con una reconocida trayectoria en el

mercado. La Figura 6 muestra las zonas y el porcentaje de participación en las ventas totales de cada una de las mismas. A su vez, la Tabla 9 revela composición y distribución de clientes de la compañía.

Figura 6 - Distribución de ventas por zonas (Fuente: InsuAgro)



En la actualidad InsuAgro opera con más de 300 clientes en todo el país, solamente realizando ventas a comercios debido a que no venden a productores.

Tabla 9 - Distribución de clientes por monto de venta

Cantidad de clientes	Ventas anuales en U\$S	Porcentaje del total
10	Más de 100 mil	21.54%
30	Entre 50 y 100 mil	29.48%
32	Entre 30 y 50 mil	18.90%
28	Entre 20 y 30 mil	9.98%
57	Entre 10 y 20 mil	12.07%
152	Menos de 10 mil	8.03%

Fuente: InsuAgro

A1.2.7. Datos Contables de InsuAgro

Los principales datos de los estados contables de Insumos Agroquímicos S.A.. se resumen en la Tabla 10. En los datos por acción al ejercicio del 31/03/2005 hemos efectuado los cálculos contemplando el capital social de 11.000.000 de \$0.10 de valor nominal.

Tabla 10 - Datos contables de InsuAgro S.A.

Datos contables	Ejercicio anual 31/03/2005	Ejercicio anual 31/03/2006	Ejercicio semestral 31/06/2006
Activo total	5.500	8.915.136	8.098.956
Pasivo total	4.531	7.389.938	6.602.301
Patrimonio neto	969	1.525.198	1.496.655
Ventas netas	14.505.382	16.107.581	2.140.132
Ingresos operativos	1.732.355	2.210.702	401.911
Otros ingresos/egresos	10.974	107.151	1.854
Utilidad neta	422.226	555.990	-28.543
Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires			

Para el cálculo de los Price Earning Trailing¹⁹ se ha considerado los precios a los cuales se estipula que saldrá la Sociedad, los cuales se encuentran entre un mínimo de \$0.63 y un máximo de \$0.71 de valor nominal \$0.10. Entonces teniendo en cuenta estas consideraciones, las ganancias del Price Earning Trailing son de 12.46 para el precio mínimo y un 14.05 para el máximo²⁰.

¹⁹ Es la suma de las price-earning (P/E) de una compañía, calculada tomando el precio de las acciones actual y dividiéndolo por el beneficio por acción que se arrastra para los últimos 12 meses. Esta medida adelantada, que utiliza las estimaciones de ganancias para los cuatro cuartos siguientes. Ésta es la medida P/E de uso más general porque se basa en ganancias reales y, por lo tanto, es el más exacto. Sin embargo, los precios de las acciones se están moviendo constantemente mientras que las ganancias siguen siendo fijas. Consecuentemente, P/E adelantado puede a veces ser más relevante a los inversionistas al evaluar a una compañía.

²⁰ Una buena introducción a la valuación de empresas puede ser leída en Myers (1999), Rotstein (2000, 2001) y Alonso (2004).

A1.3. CASO 2: DESARROLLO DE ACUERDOS COMERCIALES S.A. (DACSA)



A1.3.1. Introducción

El origen de la empresa se remonta a septiembre de 2003 con la presidencia de Jorge Barreiro. El proyecto se genera luego de la experiencia del mismo al frente del desarrollo de la cadena de locales propios de Fila Argentina.

Con la experiencia adquirida surge la oportunidad de desarrollar una cadena de deportes, Sportmix que ya había sido creada como marca y tenía un solo local. Se adquiere esa marca y se crea Desarrollo de Acuerdos Comerciales S.A., Grupo DACSA.

De ahí en más se desarrolla el plan estratégico a 5 años con el objetivo de desarrollar en el mercado de comercio minorista deportivo, una cadena eficiente y profesional. La estrategia se centra en definir los puntos de venta a abrir, las zonas, los niveles de facturación, el tipo de estructura que se quería armar, bajo qué conceptos y qué oportunidades veíamos en el mercado del deporte.

Uno de los puntos más importantes fue lograr una diferenciación institucional en un mercado que hasta ese momento estaba conformado por empresas de origen unipersonal y en algunos casos familiares. Los nuevos clientes requerían características diferenciales de atención, marcas y conceptos, ahí es donde se intentó explotar una oportunidad de crecimiento.

La empresa surge con principios rectores como el profesionalismo, la ética y la creación de valor. A partir de allí comienzan a incorporar marcas. También en el período de inicio ingresaron a la firma profesionales con iniciativa y experiencia. Un ejemplo de esto es la incorporación en el área comercial de Alejandro Williman, quien cuenta en su haber con una reconocida trayectoria por más de 20 años en el mercado de deporte.

Desde comienzos, tanto desde el período de start-up como en la actualidad la estrategia comercial y la visión del Presidente de la compañía, Jorge Barreiro se complementa con el aporte de profesionalismo tanto en el área financiera como en la estructura administrativa.

Actualmente la firma posee 15 puntos de venta ubicados en centros geográficos de consumo y en shopping centers. El segmento depende de la zona en la que nos ubiquemos. Hoy tiene concentrado un 70% de segmento ABC1 y un 30% en zonas de Gran Buenos Aires y otras.

Aprovechando que la mejora en la situación económica, comparada con el 2002, apalancó el crecimiento de la empresa. No obstante, en ese año y a pesar de la crisis, el sector deporte no bajó su facturación. Con ese análisis del mercado actual y una visión de crecimiento futuro estable y sostenido la dirigencia de la empresa

aprovechó la posibilidad de desarrollar esta empresa. El mercado ha acompañado esta apuesta, dado que la firma tuvo un importante crecimiento en 2004, 2005 y en 2006.

En la década del 90, las marcas estaban representadas por empresas locales luego de allí vinieron directamente las marcas internacionales a posicionarse en la Argentina, como Adidas, Nike, Fila, Reebok y Puma. La pregunta entonces surgió de por qué si estas empresas están apostando al mercado argentino por qué no desarrollar una cadena de deportes con el profesionalismo de una empresa internacional para aprovechar las oportunidades del mercado local y así diferenciarse de las cadenas de deportes tradicionales.

Hoy la industria se estima que factura \$1.800 millones, siendo que hace más de 5 años facturaba \$1.100 millones, observándose claramente un crecimiento sostenido. También cambió el hábito de consumo y de vida en la gente, que se volcó más al deporte, comenzó a realizar más actividad física y a comprarse ropa técnica tanto para hacer deportes como para vestir.

Un síntoma de ello es que la empresa pudo entrar a la Bolsa. El hecho de querer transparentar la compañía habla en ese sentido de un alto nivel de profesionalismo.

Actualmente el Grupo Dacsa se encuentra conformado por cuatro unidades de negocio. Entre ellas se destaca la **División Comercial**, que representa el 71% de las ventas de la Compañía a través de la comercialización de calzado, indumentaria y accesorios deportivos. Cabe destacar, que esta unidad es la que posee la mayor rentabilidad y el objetivo del Grupo es priorizar las aperturas de locales bajo este esquema de comercialización. En segundo lugar, se encuentra la **División de**

Negocios Inmobiliarios, que representa un 28% de las ventas totales y su actividad principal radica en el subalquiler de espacios físicos a marcas reconocidas. En tercer lugar, se encuentra la **División de Gerenciamiento de Puntos de Venta**, la cual representa el 1% de las ventas totales y radica en el acuerdo que la Compañía posee con FILA Argentina para el gerenciamiento comercial y operativo de todos sus puntos de venta, que alcanzan 22 puntos de venta y generan una facturación de \$ 22 millones. Finalmente, se encuentra la División de Importaciones, que actualmente no está operativa aunque se han cumplido con todas las normativas para operar como importadores de marcas.

A1.3.2. Perspectivas de crecimiento del sector, del consumo y de la empresa

Si bien la facturación de la industria creció en los últimos años a una tasa muy importante, en la década del 90 había una mayor proporción de puntos de venta pertenecientes a cadenas de deportes que hoy.

La concentración que tiene el mercado es baja. Existen diez grandes cadenas que concentran el 23% y el resto está atomizado. La participación de mercado restante es un potencial de crecimiento para DACSA. De los 1300 puntos de venta que tienen las casas de deportes en todo el país, el 58% corresponde a comerciantes pequeños y medianos y el 10% son locales propios, como los de Adidas, Nike, Fila y Puma. Estos últimos son locales de las propias marcas, buscando posicionarse con una importante presencia en el mercado, permitiendo dar mayor valor a la marca y ganar mayores ventas en las cadenas que es donde se concentra el mayor volumen de ventas.

Hay grandes oportunidades para seguir creciendo en este mercado y hay buenas expectativas basadas principalmente en la inversión en puntos de ventas para incrementar los niveles de facturación y en la incorporación de nuevos instrumentos financieros para lograr los objetivos deseados.

Los gerentes apuestan a una expansión en forma paulatina. En el 2007 y 2008 apuntaron a expandirse en Capital Federal y Gran Buenos Aires, porque existen posibilidades de seguir avanzando en el crecimiento en esas zonas. En los años posteriores, según las proyecciones que manejan hasta el 2012, planeamos seguir avanzando en zonas estratégicas del interior.

En cuanto a las expectativas de crecimiento, se esperaba un 2007 estable, muy parecido al 2006. Precisamente en la estructura misma de esta PyME se encuentra una Gerencia de Planeamiento y Gestión a cargo de Federico Lang, un joven MBA, cuyos objetivos son prever los ciclos económicos del país para los próximos años y adaptar las estrategias a fin de lograr el crecimiento que planteado.

La empresa ha adquirido una responsabilidad al ingresar a una institución como la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Para ello debe tener previsibilidad; es decir, estar preparado para poder adaptarse ante los cambios externos.

El mercado presenta oportunidades de crecimiento que están encarando con el mayor profesionalismo posible, en un mercado que no mostró esas características en las últimas dos décadas.

Otro de los principios que también gestiona la empresa es el trabajo en equipo. Posee una estructura que si bien es flexible y no muy grande, es seria y tiene conocimientos de las herramientas.

El Grupo Dacsa está totalmente enfocado a los deportes y tiene todo apuntando al crecimiento de Sportmix. La realidad es que siendo PyME y con la estructura que se describía anteriormente, si desviamos la atención hacia otros negocios que pueden llegar a ser tentadores, descuidaríamos el negocio de Sportmix.

Muestra de ello es la evolución económica que ha tenido, con crecimientos muy fuertes. El año 2004 se facturaron \$2,4 millones, en 2005 \$9,9 millones y en 2006 \$18 millones. El crecimiento se debe a la consolidación de locales, a las facturaciones y a nuevas aperturas.

La estrategia de posicionamiento es desarrollar la cadena de comercialización de deportes siendo competitivos en el sector con un amplio mix de productos, tratando de ofrecer al cliente una variedad de marcas para distintos deportes y actividades y no limitarlo a una marca o moda. Todas las opciones y las herramientas que otorga la cadena apuntan a quienes practican distintos deportes en forma no profesional y también a la gente que hace deportes técnicos, profesionales. Existen amplios niveles de marca con un mix de productos bastante variado acompañado con una política de venta en la que se asesora y se le presta atención al cliente cuando está tomando esa decisión.

A nivel comercial, la creación de valor se logra con la incorporación de nuevas marcas generando nuevos puestos de trabajo -70 en 2 años- con personal capacitado en los puntos de venta, gerentes de locales con experiencia en el

mercado y un desarrollo constante en capacitación, otorgada y organizada por la gerencia comercial, trasladando a todo el personal el espíritu innovador y de crecimiento que se implementó desde el principio en la compañía.

La creación de valor a nivel financiero se basa en los instrumentos a los que fue accediendo, tanto en la Bolsa de Comercio como a través de créditos bancarios y la estructura de financiación propia para poder apoyar ese crecimiento.

En lo que hace a la planificación, la incorporación de una gerencia de planificación y gestión a cargo del Lic. Federico Lang -un graduado con MBA- en una PyME permite saber hacia dónde se dirige la empresa, con qué se puede encontrar y cómo se lo va a encarar.

Y a nivel institucional, es importante la percepción del presidente para poder llegar a establecer objetivos claros y saber a dónde se dirige la empresa. Todo ello basado en el conocimiento del mercado y la experiencia exitosa que ha tenido.

A la fecha, DACSA posee 16 puntos de venta distribuidos en los más importantes centros de consumo de Capital Federal, Gran Buenos Aires y Mendoza. Cabe destacar que el Grupo posee contratos firmados de locación con Cencosud, IRSA, Casa Nine y Galerías Pacifico que permiten a la Empresa explotar locales en Unicenter, Alto Avellaneda, Palmas del Pilar, Shopping Abasto, Nine Shopping y en un futuro cercano Galerías Pacifico. Así, bajo esta estrategia de posicionamiento, la empresa ha logrado ubicarse entre las diez principales comercializadoras del sector deportivo en el mercado local. De los 16 puntos de venta que posee la firma hoy, se espera alcanzar para fines de 2007 la cifra de 22 locales.

A1.3.3. Oportunidades de mercado

Las proyecciones de la empresa según el balance presentado en la BCBA auguran un mercado con un alto crecimiento orgánico con un incremento anual del 12% para el 2006 y 2007, según una perspectiva optimista.

Juega a favor el hecho de que las estrategias que utilizan no incluye la de financiarse con proveedores sino con instrumentos formales en el mercado financiero. Según sus directivos, los límites de compra que imponen los proveedores limitan el crecimiento de la competencia.

La señal de entrar en la Bolsa de Comercio es “que vamos a perdurar en el tiempo” según la interpretación de los administradores de la firma estando, al mismo tiempo, en una carrera de reducción de costos financieros; obviamente, el crecimiento implica también eso. Actualmente, las gerencias y la presidencia de la empresa están volcadas no sólo al crecimiento sino también a la eficiencia de los ratios que administran, como días de stock, capital de trabajo, rentabilidad sobre los activos, rentabilidad sobre el patrimonio, baja de costos financieros, mejora en plazos financieros, mejora en condiciones comerciales.

Eso tiene que ver con transparentar. Entrar al mercado de capitales significa eso, estar dispuestos a abrir y mostrar el flujo de fondos, dónde se invierte, cómo se compra, cómo se factura. En los últimos 3 años Sportmix logró posicionarse entre las diez principales cadenas del sector.

En la Bolsa de Comercio iniciaron su historia con cheques patrocinados, luego con la emisión de obligaciones negociables y ahora están evaluando la posibilidad de

abrir el capital de la compañía a la oferta pública. Han comenzado en noviembre de 2007.

A1.3.4. La decisión de llegar a la apertura de capital

Las perspectivas para el año 2010 están enfocadas en incrementar el nivel de ventas, mejorar la rentabilidad de la empresa mediante nuevas aperturas de locales exitosos en ventas, mejorar el posicionamiento de la participación en el mercado, mejorar la financiación a través del capital propio, la financiación bancaria y la financiación bursátil.

La compañía ha tenido estas posibilidades de crecimiento por la gran rotación de flujo de fondos que permite repagar los ciclos financieros a los cuales se compromete. Al estar comprometidos con las obligaciones negociables con cuatro meses de gracia están totalmente convencidos de tener una capacidad de pago por el flujo de caja constante.

Para los inversores potenciales, las autoridades comentan que la compañía maneja niveles de rentabilidad interesantes y acerca tasas de intereses atractivas para cualquier inversor. Las obligaciones negociables tienen una duración interesante, a 10 meses y con una tasa del 16%, con un riesgo acotado por el plazo y una rentabilidad interesante. La propuesta hacia el inversor es de una rentabilidad en base a un negocio genuino, real, en el que se ven los productos, a la gente trabajando y el respaldo de una estructura profesional.

La empresa busca más que nada socios en el crecimiento a través del mercado formal.

A1.3.5. La Oferta

Se ofrecerían hasta 3.122.459 acciones ordinarias escriturales Clase B de un voto y valor nominal \$ 0,10 equivalente al 20% del capital social de la Sociedad resultante luego del aumento de capital. La oferta estaría condicionada a la colocación de al menos 2.204.088 acciones equivalente al 15% del capital social; de no colocarse esta cantidad de acciones las respectivas solicitudes se tendrán por no formuladas. Las acciones cotizarían en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y gozarían de derechos económicos (dividendos) a partir del ejercicio iniciado el 1 de septiembre de 2006. El precio de suscripción será de \$ 1,63 a \$ 1,72 (ver Tabla 11).

Al 21-07-2006, se comenzaron las gestiones para solicitar autorización para la apertura de capital en la BCBA hasta un 40% de capital. A continuación, mostramos un cuadro descriptivo en donde se detalla la tenencia accionaria de los accionistas antes y después de la oferta de acciones.

Tabla 11 - Composición del paquete accionario

Accionista	Clase de Acciones	Tenencia de acciones antes de la oferta			Tenencia de acciones después de la oferta		
		Cant. de Acciones	% sobre Cap Soc	% sobre Votos	Cant. de Acciones	% sobre Cap Soc	% Sobre Votos
Jorge Barreiro	Clase A	3.734.400	29.9%	59.9%	3.734.400	23.9%	54.5%
	Clase B	6.257.467	50.1%	20.1%	6.257.467	40.1%	18.3%
Jorge Sonzogni	Clase A	933.600	7.5%	15%	933.600	6%	13.6%
	Clase B	1.564.367	12.5%	5%	1.564.367	10%	4.6%
Inversores	Clase B				3.122.459	20%	9.1%
Total		12.489.834	100.0%	100%	15.612.293	100%	100%
Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires							

El producido neto de la colocación de las Acciones será destinado por la Sociedad a la reducción de pasivos financieros y a la financiación de capital de trabajo para apertura de nuevos puntos de venta.

A1.3.6. Datos Contables del Grupo DACSA

Durante los dos ejercicios 2005 y 2006, la Empresa ha mostrado importantes crecimientos en su facturación (300% en el primero y 100% en el segundo). El crecimiento de la Compañía, no solo se dio a niveles contables, sino también a estructurales, comenzando el Ejercicio 2004 con 6 empleados y finalizando el Ejercicio 2006 con 71; mientras que el número de sucursales se incrementó de 2 a 10 durante el mismo periodo (ver Tabla 12). Este crecimiento a nivel infraestructura le permitió al Grupo generar un crecimiento de su generación de caja de casi el 1.000% durante los últimos dos años, que llevaron a las utilidades a incrementarse a razón del 424%.

Como vemos, la evolución de DACSA es realmente impactante tomando las mediciones de los últimos dos años, aunque haciendo un análisis más exhaustivo de sus estados contables, encontramos a la base de su crecimiento en el Ejercicio 2005.

También podemos ver que durante el último año la Empresa ha experimentado un importante proceso de transformación, que la ha llevado a modificar radicalmente su estructura organizacional. Comparando los ejercicios 2006 y 2005, encontramos un importante incremento en las ventas explicado principalmente en los altos niveles de actividad del País y en la fuerte expansión comercial del Grupo. Así todo, creemos que este crecimiento organizacional produjo un importante crecimiento en los gastos

comerciales y administrativos, que impidieron que la generación de caja crezca en igual magnitud que los ingresos operacionales.

Tabla 12 - Resultados financieros

Estado de resultados	31/08/2004		31/08/2005		31/08/2006	
	Pesos	%	Pesos	%	Pesos	%
Ventas	1.885	100%	5.687	100%	11.524	100%
Costo de ventas	-1.038	-55%	-3.115	55%	-5.846	51%
Utilidad bruta	847	45%	2.572	45.2%	5.678	49.3%
Gastos administrativos	-632	-34%	-482	8%	-669	5.0%
Impuestos					-766	7.0%
Gastos comerciales	-64	-3.0	-1.056	19%	-2.609	23%
EBITDA	151	8.0%	1.034	-18%	1.639	14%
Amortizaciones	-59	-3.0%	-392		-382	3%
Otros ingresos y egresos	39	2.0%	152	-3%		
EBIT	131	7.0%	794	14%	1.257	11%
Gastos financieros	-52	-3.0%	-163	3%	-620	5%
Resultados antes de impuestos	79	4.0%	361	11%	367	12%
Impuesto a las ganancias		0%	-208	4%	-233	4%
Resultado neto	79		423	7%	414	4%

EBITDA: Earnings Before Interest and Taxes
 EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
 Se obtiene a partir del Estado de Resultados o Estado de Pérdidas y Ganancias de una empresa. Representa el margen o resultado bruto de explotación de la empresa antes de deducir los intereses (carga financiera), las amortizaciones o depreciaciones y el Impuesto sobre Sociedades.
 Al ser obtenido a partir del estado de pérdidas y ganancias (o resultados), prescindiendo de las cuestiones financieras, tributarias y asientos contables (depreciación y amortización), es un buen indicador de la rentabilidad del negocio. Actualmente se utiliza mucho en la prensa económica el EBITDA como medida de la rentabilidad y a efectos de valoración de empresas.
 Se puede utilizar para comparar resultados, ya sea entre empresas (análisis horizontal) o entre la misma empresa en distintos períodos (análisis vertical), ya sea dividiendo dicho término entre la inversión realizada o entre las ventas hechas en un período de tiempo.
 Es importante tener en cuenta que no refleja el flujo de caja del negocio ya que no incluye la variación del capital de trabajo o de inversiones en activo fijo.

Además, podemos identificar como la Compañía en su afán de expandir su negocio debió incurrir en deuda (emisión de Obligaciones Negociables y Cheques), que condicionó sus resultados financieros y terminó reduciendo las utilidades en la comparación anual.

A continuación, mostramos la Tabla 13 con los ratios financieros realizados en base a los balances anuales presentados por la empresa, tomando como precio para el cálculo de los mismos al mínimo y máximo prefijado en las bandas del precio de suscripción.

Tabla 13 - Ratios financieros

	31/08/2004	31/08/2005	31/08/2006	
Ratios Financieros			1.63	1.72
EBITDA / Ventas Netas	8.01%	18.18%	14,22%	14.22%
Price/Earnings			61.47	64.86
ROE	86.81%	88.49%	33.15%	33.15%
ROA	5.06%	10.85%	6.5%	6.5%
<small>ROE: Return on Equity, o retorno del capital. Mide las utilidades como porcentaje del capital empresario. ROA: Return On Assets. Establece la rentabilidad en función del tamaño de la sociedad, dividiendo el beneficio neto entre el activo total.</small>				

Financiamiento: durante el año 2006 la Sociedad emitió una emisión global de Obligaciones Negociables PyMEs por \$1.800.000 con una primera serie de \$600.000 y un segundo tramo de \$120.000.000 bajo las siguientes condiciones: vencimiento a los 10 meses de la fecha de colocación; amortización en 6 cuotas mensuales y consecutivas a partir del quinto mes de la fecha de integración; intereses mensuales (16% TNA) hasta el último día de la fecha de pago de los servicios y garantías mediante la cesión en fideicomiso de los derechos creditorios presentes y futuros correspondientes a la venta de los productos que comercializa cobradas con tarjetas de crédito.

Plan de Inversiones: la Compañía proyecta realizar la apertura de 2 nuevos puntos de venta comerciales en noviembre y diciembre de 2006 y de 18 nuevos puntos de venta comerciales en el período 2007 – 2010 para superar los \$ 50 millones de ventas al año en 2010. Así, la mayor escala de su negocio podrá permitirle obtener mejoras en las condiciones de negociación con los proveedores, racionar los stocks y maximizar las ganancias. Durante el año 2007, se proyecta abrir 5 nuevas sucursales comerciales, que le permitan alcanzar los \$ 29 millones en ventas anuales.

La compañía tiene como política reinvertir todas sus ganancias en el desarrollo de nuevos puntos de venta; esto se reflejó durante el año 2005, en donde se invirtió en CAPEX, bienes de cambio y capital de trabajo toda la utilidad obtenida más la financiación obtenida en el mercado, logrando una inversión de aproximadamente \$3 millones.

En la Tabla 14, incluimos un cashflow proyectado para el período 2006 – 2010:

Tabla 14 - Flujo de caja proyectado 2006-2010

	2006	2007	2008	2009	2010
Ventas Comercial	11.305.284	25.398.519	34.907.702	43.560.607	50.966.489
Ventas Inmobiliario	3.433.551	3.519.390	3.607.375	3.697.559	3.789.998
Total Ventas	14.738.836	28.917.909	38.515.077	47.258.166	54.756.488
% de Crecimiento		96%	33%	23%	16%
Cantidad de puntos de venta comerciales	12	17	22	26	30
Apertura de puntos de venta	5	5	5	4	4
Cantidad de empleados puntos de venta	60	87	113	136	157
EBITDA	2.137.131	4.337.686	6.547.563	8.270.179	9.856.168
%	15%	15%	17%	18%	18%

Obsérvese las proyecciones de aperturas de locales y del número de empleados. Asimismo, la casi quintuplicación de los ingresos por ventas comerciales.

DACSA se muestra como una pequeña gran empresa. Su información contable es amplia y clara. Sus proyectos de expansión son ambiciosos y declarados.

REFERENCIAS

- Aira, L. “Principales Características del Empresario PyME Argentino”. AsinPyME [<http://www.asinpyme.com.ar/>], 2007.
- Albornoz, César y Tapia, Gustavo – “Formas para generar capital de trabajo: Financiamiento de PyMEs” – XXII Jornadas Nacionales de Administración Financiera (SADAF), Argentina, 2002.
- Alonso, Aldo H. y Legato, Ana M. – “Financiamiento y competitividad. Un desafío empresario e institucional” – XXI Jornadas Nacionales de Administración Financiera (SADAF), Argentina, 2001.
- Alonso, Aldo H. – “Los Modelos Financieros en las PyMEs” en “Administración Financiera de las Organizaciones”, Sapetnitzky, C. E. y colaboradores, cap. 9, Ed. Macchi, Bs. As.
- Alonso Bafico, A. L. Hernán – “El mercado de capitales, palanca del crecimiento y la competitividad en Argentina” – CPCECF, 2º Premio Anual “Dr. Manuel Belgrano”, 1999.
- Ascúa, Rubén – “Financiamiento para pequeñas y medianas empresas (pyme). El caso de Alemania. Enseñanzas para Argentina” – CEPAL, Estudios y Perspectivas n° 26, 2005.
- Balaguer, Eugenio G. – “Principales problemas que enfrentan los microemprendedores” – Revista InfoPyME (LANIC), vol. 4, pág.7, Abril 2001.
- Bleger, L. y Rozenwurcel, G. – “Financiamiento de las PyMEs y cambio estructural en Argentina” – Desarrollo Económico – Revista de Cs. Sociales (Bs. As.), vol. 40, n° 157, pág. 45, Abril-Junio 2000. Brown, J.D., J.S. Earle y D. Lup

(2004). "What Makes Small Firms Grow? Finance, Human Capital, Technical Assistance, and the Business Environment in Romania". Upjohn Institute Staff Working Paper No. 03-94.

- CEPAL, Grupo de Políticas PYME, (2003) Aportes para una estrategia PYME en la Argentina, Buenos Aires.
- Colombo, Liliana y Alonso, Aldo H. – "La apertura del capital de las PyMEs: la alternativa del venture capital" – XXII Jornadas Nacionales de Administración Financiera (SADAF), Argentina, 2002.
- Costa, Ernesto H. – "La estrategia y las estructuras de financiamiento" – Cuadernos de Finanzas n° 41, SADAF, Marzo 1998.
- Degiorgi, Esteban R. – "El Seguro de Caución: Una solución para el financiamiento de las PyMEs" – Revista Estrategas On Line – Premio Nacional del Seguro, Ed. 2002 (www.revistaestrategas.com.ar/pr02_3.htm).
- El Cronista, varias ediciones
- Ensinck, Gabriela (2005). "Los inversores ángeles". Revista Fortuna 106: 13 de Junio.
- Escudé, G.J, T. Burdisso, M. Catena, L. D'Amato, G. McCandless, T.E. Murphy, - "Las MIPyMES y el mercado de crédito en la Argentina", Documento de Trabajo 15, Gerencia de Investigaciones Económico Financieras, BCRA. 2001
- Falen, Wilson – "Estructuras financieras para la incorporación de nuevos emisores a través del Mercado de Valores a nivel Internacional" – Monografías.com (www.monografias.com), Febrero 2001
- FIEL – Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas [1996]; Las Pequeñas y Medianas Empresas en la Argentina (Buenos Aires, FIEL)

- Foco, G., Salloum, D. y Vigier, H. (2001). "Sobre la determinación de la estructura de capital en la pequeña y mediana empresa". Anales de la Asociación Argentina de Economía Política.
- Fornero, Ricardo A. – "Finanzas de empresas en mercados emergentes" – XXIII Jornadas Nacionales de Administración Financiera (SADAF), Argentina, Setiembre 2003.
- Fornero, Ricardo A. – "Valuación de empresas en mercados emergentes..." – Facultad de Cs. Económicas, Universidad de Cuyo, Marzo 2002.
- Franchi, Elizabeth Ethel. Sociedades de Garantía recíproca, una herramienta para empresas e inversores. www.monografias.com. Agosto de 2006.
- Frontera, Esteban – "Empleo, Desocupación y Flexibilidad – Sociedades de Garantía Recíproca" – Manuscrito, Enero-Febrero 2001
- Fundación Invertir, 1999.
- García Tabuenca, A. – "La financiación de la empresa en España: Pyme e intervención del estado, 1975-1997", Economía Industrial 317, 171-186, 1999.
- Gerchunoff, P. y Aguirre, H. – "La Política Económica de Kirchner en la Argentina: Varios Estilos, Una Sola Agenda", Boletín del Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos 48, Junio 28, 2004.
- IERAL – Instituto para el Estudio de la Realidad Argentina y Latinoamericana [1999]; Estrategias de apoyo a las micro, pequeñas y medianas empresas (Buenos Aires, IERAL – PNUD)
- Instituto Argentino de Mercado de Capitales, Varios números.

- Jensen, M. y Meckling, W., “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305–360
- López de Guereño Zárraga y otros – “Creación y gestión de empresas de base tecnológica desde una visión europea”, 2000.
- López Murphy, Ricardo y colaboradores – “Las PyMEs en Argentina” – FIEL, Documento de trabajo n° 47, 1995.
- Córdoba, Memorias 5ª. Reunión Anual de la Red Pymes Mercosur
- Mason, Colin – “Business angel investment activity 1999/2000”, *National Business Angels Network Bulletin*, April, 2001, pp. 6-7.
- Mason, Colin y Richard Harrison – “Strategies for Expanding the Informal Venture Capital Market”, *International Small Business Journal*, Vol. 11, No. 4, 23-38 (1993)
- Mieres, David – “Leyes latinoamericanas de fomento a las PyMEs siguen las mejores políticas y prácticas internacionales” – *Revista InfoPyME (LANIC)*, vol. 5, pág. 1, Febrero 2002.
- Myers, Stewart C. – “Arquitectura financiera” – *Cuadernos de Finanzas N° 50*, SADAFA, Marzo 2000 – Traducción de Fornero, Ricardo A. de “Financial Architecture”, *European Financial Management*, vol. 5, 1999.
- Pungitore, José Luis (2003). *Planeamiento económico y financiero en contextos complejos y turbulentos*. Osmar D. Buyati Librería Editorial.
- Rocha, Héctor – “Como son y que necesitan las PyMEs” – *Revista InfoPyME (LANIC)*, vol. 1, pág. 1, Julio 1998.

- Rotstein, Fabio – “La empresa, la teoría financiera y las decisiones de inversión: marco externo y enfoque interno” – Escritos Contables, n° 35, pág. 71, Bahía Blanca, Argentina, 2001.
- Rotstein, Fabio – “Modelos de valuación financiera” – Escritos Contables, n° 40, pág. 145, Bahía Blanca, Argentina, 2000.
- Salloum, D. y Vigier, H. (1999). “La relación Bancos-PYMES”. Revista de la Escuela de Economía y Negocios
- Salloum, D. y Vigier, H. (2000). “Racionalidad de la empresa financiera en el proceso de asignación del crédito.” Anales de la Asociación Argentina de Economía Política. Córdoba.
- Santanatoglia, Juan M. – “Mercado de capitales” – UNS, Agosto 2002.
- Solaris de Ortiz, Cristina – “Argentina: Financiamiento de la MiPyME” – Deutsche Gesellschaft für, div. N° 41, Sección Desarrollo de Sistemas Financieros y Servicios Bancarios, Setiembre 2002.
- Suárez Gálvez – “Implicaciones de la Información Asimétrica en la Financiación de las Empresas”, Fundación Empresa Pública, Universidad de Alcalá, Enero 1999.
- Stiglitz, Joseph y Andrew Weiss, - “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, American Economic Review, vol. 71, 3, 1981, pp. 393-410.
- Stiglitz, J.E. (1994) “The Role of State in Financial Markets”, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1993, pp. 19-52.
- Storey, D.J. (1994) - Understanding Small Firms. Routledge, London.
- Tigani, Pablo – “Las PyMEs necesitan más que una ley PyME” – El Cronista Comercial, Noviembre 2000.

- Tong, Jesús (2003). “Evaluación de inversiones en mercados emergentes”. Documento de trabajo 55. Centro de Investigación. Universidad del Pacífico (Perú).
- Tong, Jesús y Enrique Díaz (2003). “Titulización de activos en Perú”. Documento de trabajo 56. Centro de Investigación. Universidad del Pacífico (Perú).
- Wetzel, W. y J. Freear (1992). The investment attitudes, behavior and characteristics of high net worth individuals. En Churchill, N.C., S. Birley, W.D. Bygrave, D. Muzyka, C. Wahlbin y W. Wetzel (eds.) *Frontiers of Entrepreneurship Research* (Wellesley, MA: Babson College), 374-387.
- Zavatta, Roberto, 2008. *Financing Technology Entrepreneurs and SMEs in Developing Countries*. Washington, DC: infoDev / World Bank.
- Zeballos V., Emilio – “Experiencias mundiales sobre políticas para la empresa media” – *Revista InfoPyME (LANIC)*, vol. 5, pág. 1, Febrero 2002.