

TRABAJO DE INVESTIGACION FINAL

Pymes: lecciones aprendidas de los
métodos de financiamiento

Autor/es:

Fayó, María Agustina – LU: 1055226

Paredes Rodríguez, Freddy Santiago – LU: 1058196

Carrera:

Licenciatura en Administración de Empresas

Tutor:

De Arteche, Mónica Regina; Sosa, Federico

Año: 2018

Contenido

Agradecimientos	3
Resumen ejecutivo	4
Palabras clave	4
1. Introducción	6
Objetivos	7
Hipótesis	7
2. Marco teórico	9
Capítulo I: Las Pyme argentinas en el mundo y sus actuales problemáticas	9
1.1 ¿De qué hablamos cuando hablamos de Pyme?	9
1.2 Las Pyme argentinas y su contexto mundial	10
1.3 Un ambiente hostil para el desarrollo empresarial	14
1.4 Financiamiento en las Pyme	15
1.5 Restricciones al financiamiento Pyme	18
Capítulo II: Las opciones más buscadas más buscadas en el Mercado convencional y el Mercado de Valores	22
2.1 No confundir el mercado financiero convencional con el Mercado de Capitales	22
2.2 El mercado financiero y su relación con las Pyme	23
2.2.1 Sobregiro bancario	23
2.2.2 Sociedad de Garantía Recíproca	23
2.2.3 <i>Leasing</i>	24
2.2.4 <i>Crowdfunding</i>	25
2.2.5 Préstamos de garantía <i>warrant</i>	25
2.3 ¿Qué es el Mercado de Valores y cuáles son sus instrumentos?	26
2.3.1 Cheque de pago diferido	27
2.3.2 Pagaré	29
2.3.3 Obligaciones negociables	30
2.3.4 Fideicomiso Financiero	33
Capítulo III: Beneficios actuales de las Pyme y su potencial en la bolsa de comercio	35
3.1 Beneficios Actuales para las Pyme y Nueva Ley del Mercado de Capitales	35
3.2 Difusión y simplificación de trámites por la Comisión Nacional de Valores	36
3.2.1. Régimen Informativo Diferenciado	37

3.3 Casos de Pyme que utilizaron el Mercado de Valores	38
3. Metodología de la investigación	43
3.1 Paradigma	43
3.2 Tipo de investigación	44
3.3 Instrumentos	45
3.4 Trabajo de campo	46
4. Análisis del trabajo de campo	49
4.1 Análisis de las entrevistas	49
Bibliografía	82
Anexo	84
Anexo I: Entrevistas a expertos financieros	84
Anexo II: Entrevistas a expertos Pyme	97

Índice de gráficos y tablas

Tabla 1: Topes de ingresos anuales según sector de actividad	10
Tabla 2: Empresas Pyme y su comparación con el mundo	11
Tabla 3: Apertura de Pymes según actividad y empleo.	14
Tabla 4: Tasas de interés Pyme vs tasa grandes empresas	20
Tabla 5: Tasas ponderadas cheque de pago diferido	39
Tabla 6: Tasas ponderadas cheque de pagaré bursátil	40
Tabla 7: Tasas ponderadas cheque de obligaciones negociables	41
Tabla 8: Tasas ponderadas cheque de obligaciones negociables garantizadas por CNV	41

Gráficos:

Gráfico 1: Números de Pyme según rubro	10
Gráfico 2: Concentración de Pyme según región	12
Gráfico 3: Concentración de Pyme según región	12
Gráfico 4: Presión fiscal argentina en comparación con el resto del mundo	13
Gráfico 5: Volumen de financiación	16
Gráfico 6: Crédito doméstico al sector privado	16
Gráfico 7: Razones de la falta de financiamiento en las Pyme	17
Gráfico 8: Tasas de interés utilizadas	18
Gráfico 9: Préstamos a Pyme en moneda nacional al sector privado no financiero	19
Gráfico 10: Estimación del monto de financiación disponible LFPIF para Pyme en 2018	19
Gráfico 11: Etapas del proceso del otorgamiento de créditos	23
Gráfico 12: Proceso del <i>warrant</i>	25
Gráfico 13: Evolución del financiamiento Pyme	26
Gráfico 14: Evolución de los cheques de pago diferido avalados	27
Gráfico 15: Incremento en el monto de financiamiento a través de pagarés.	28
Gráfico 16: Evolución de las obligaciones negociables	31
Gráfico 17: Utilización de los instrumentos del Mercado de Valores	70
Gráfico 18: Utilización de cheque de pago diferido	71
Gráfico 19: Beneficios del cheque de pago diferido	72
Gráfico 20: No utilización del pagaré bursátil	73
Gráfico 21: Utilización de fideicomisos financieros	73
Gráfico 22: Utilización de los fideicomisos financieros	74
Gráfico 23: Utilización de obligaciones negociables	75

Agradecimientos

Agradecemos todas aquellas personas, empresas, e instituciones que hicieron posible llevar a cabo la presente investigación.

Respecto a la supervisión académica, agradecemos a los profesores Mónica Regina De Arteché y a Federico Adrián Sosa por sus aportes y sugerencias para la elaboración del trabajo.

Destinamos también nuestros agradecimientos a Matías Piñeyro, Miguel Arrigoni y Daniel Marín que nos compartieron su experiencia y conocimientos en el tema de investigación con una gran dedicación.

De la misma manera, queremos agradecer profundamente el aporte y compromiso de Carlos Venier, Héctor Garabal y César Hernán Abrudsky que ayudaron a que la presente investigación sea posible, dando su mirada desde la perspectiva de las Pyme.

Así también, agradecemos por la comprensión y el ánimo recibido por parte de nuestra familia y amigos.

Resumen ejecutivo

En la presente investigación se tratarán las experiencias que las Pequeñas y Medianas Empresas (Pyme) tuvieron al utilizar el Mercado de Valores, teniendo en cuenta su contexto actual y en comparación con los métodos de financiación convencionales.

Se trata de un gran número de empresas con una gran flexibilidad para la adaptación a los cambios del mercado y que en la actualidad generan más de la mitad de los puestos de trabajo del país y representan más del 40% del PBI nacional. No obstante, tienen grandes dificultades a la hora de solicitar financiamiento, lo cual perjudica su desarrollo y crecimiento.

Se ha observado en los últimos años que las Pequeñas y Medianas Empresas han empezado a considerar el Mercado de Valores como una alternativa viable. En virtud de esto, nos surge preguntarnos: ¿Cómo fue la experiencia que tuvieron las Pyme al utilizar los instrumentos financieros alternativos ofrecidos por el mercado bursátil argentino? ¿Cuáles fueron los aspectos positivos y negativos a la hora de su utilización?

En base a estos interrogantes, se procedió a analizar el crecimiento en la utilización de instrumentos financieros que se está dando en el Mercado de Valores por estas empresas, analizando sus fortalezas y debilidades en comparación con el mercado bancario. Se analiza también el contexto de las Pyme, las tasas que consiguen en el Mercado Bursátil, los inconvenientes y dificultades que tienen para obtener financiación, entre otras variables. La metodología utilizada en el presente trabajo es un paradigma cualitativo y cuantitativo.

En tanto, se concluye que a pesar de los cambios por parte del Mercado de Valores y los beneficios que ofrece, no es suficiente: es necesario una mayor difusión de los beneficios y funcionamiento de estos instrumentos financieros y un cambio cultural por parte tanto de los dueños de las Pyme para afrontar el temor al Mercado de Valores y soportar la volatilidad.

Palabras clave

Pyme - Mercado de Valores – Financiamiento – Instrumentos de Financiamiento – Crédito – Comisión Nacional de Valores

Abstract

The present investigation will analyze the experiences that Small and Medium Enterprises (SME) had when using the Stock Market, taking into account their current context and comparing it with conventional financing methods.

It is a large number of companies with great flexibility to adapt to market changes and, currently, generate more than half of the country's jobs and also represent more than the 40% of national GDP. However, they have difficulties when requesting financing, which damages their development and growth.

It has been observed in recent years that SMEs have begun to consider the Stock Market as a viable alternative. Therefore, we ask ourselves: How was the experience that SMEs had when using the alternative financial tools offered by the Argentine Stock Market? What are the positive and negative aspects when it was used?

Based on these questions, we proceeded to analyze the growth in the use of financial instruments that is taking place in the Stock Market by these companies, analyzing their strengths and weaknesses compared to the banking market. The context of the SMEs is also analyzed, the rates they obtain in the Stock Market, the inconveniences and difficulties they have to obtain financing, among other variables. The methodology used in the present thesis is a qualitative and quantitative paradigm

It is concluded that despite the changes by the Stock Market and the benefits it offers, it is not enough: it is necessary to spread the benefits and the functioning of these financial tools and a cultural change on the part of both the owners of SMEs to face the fear of the Stock Market and endure volatility.

Keywords

SME - Stock market – Financing - Financial tools – National Value Commission

1. Introducción

En los últimos años, las Pymes han ido tomando un importante papel en la economía mundial, siendo hoy uno de los motores fundamentales de ésta. Tanto en los países desarrollados como en los subdesarrollados, las pequeñas y medianas empresas son la columna vertebral de la economía, ya que ocupan un papel fundamental en la generación de empleo y una elevada contribución al Producto Bruto Interno (PBI).

Según la Comisión Nacional de Valores (2017), se define a las Pyme en base al promedio de los ingresos totales anuales de los últimos tres estados contables y deducidos los ingresos provenientes del exterior hasta un 50%. Para calcular el límite máximo del promedio anteriormente mencionado, se tiene en cuenta el rubro al que pertenece la empresa, siendo estos: agropecuario (\$230.000.000), industria y minería (\$760.000.000), comercio (\$900.000.000), servicios (\$250.000.000) y construcción (\$360.000.000).

En Argentina, según la Comisión Nacional de Valores (CNV), las pequeñas y medianas empresas son las principales generadoras de empleo, para ser exactos, el 51% de los empleados argentinos trabajan para éstas. Tienen una participación del 44% sobre el PBI y aun así tienen grandes dificultades para acceder al financiamiento, impidiendo así explotar su capacidad de crecimiento.

Entre las múltiples dificultades de las Pymes argentinas para acceder a los créditos, se encuentran: el elevado costo debido a las altas tasas y a los costos bancarios de la operación, los plazos de devolución que no se ajustan con los plazos de inversión y el desconocimiento de los métodos de financiación existentes. Por otro lado, especialmente las pequeñas empresas cuentan con una gran informalidad en su "*management*", dificultando la presentación de la documentación requerida para obtener financiamiento.

Como consecuencia del difícil acceso que las empresas de estas características tienen para poder financiarse, surge como principal alternativa la financiación con

capital propio ascendiendo al 60% de las Pyme, según datos de la CNV. Una alternativa en los últimos años ha sido el financiamiento en el Mercado de Capitales, siendo los instrumentos más utilizados: cheque de pago diferido y pagaré cuando hacemos referencia al corto plazo y obligaciones negociables, fideicomisos financieros y pagaré cuando hacemos referencia al mediano plazo. Actualmente el 7% de las Pyme se financia con dichos instrumentos, siendo una alternativa en expansión.

A pesar de que una significativa porción de las Pyme no acceden a la financiación por diversas problemáticas, se está dando un importante crecimiento en las empresas que deciden utilizar los siguientes instrumentos financieros del Mercado de Capitales: cheque de pago diferido, obligaciones negociables, fideicomisos financieros y pagarés.

El presente estudio tiene como propósito conocer la experiencia de las empresas que utilizaron dichos métodos de financiación.

¿Cómo fue la experiencia que tuvieron las Pyme al utilizar los instrumentos financieros alternativos ofrecidos por el Mercado Bursátil argentino? ¿Cuáles fueron los aspectos positivos y negativos a la hora de su utilización?

Objetivos

- Desarrollar los distintos instrumentos de financiación a los cuales tienen acceso las pequeñas y medianas empresas ofrecidas por los bancos y el Mercado de Valores.
- Identificar y desarrollar el rol de las Pyme en el mundo, su problemática e inconvenientes a la hora de financiarse.
- Definir los cambios aplicados por el gobierno en el Mercado de Valores e informar las herramientas de difusión y facilidades que otorga la Comisión Nacional de Valores.

Hipótesis

La experiencia de las Pyme en el Mercado de Valores fue beneficiosa en términos de tasa y plazo obtenido. A pesar de esto, no se utiliza masivamente por falta de conocimiento.

Alcance

Para el presente trabajo se tuvo en cuenta la situación económica de Argentina hasta fin de Mayo de 2018. Sin embargo la variación del dólar y la tasa de referencia del Banco Central de la República Argentina que ocurrió en dicho mes no se tuvieron en cuenta ya que su impacto se mide en los meses siguientes.

En el presente trabajo entendemos con Mercado financiero convencional a los siguientes instrumentos financieros, de amplia difusión y conocimiento público: sobregiro bancario, *leasing*, *crowdfunding*, préstamos de garantía *warrant*. El Mercado de Valores es tomado como alternativa de financiamiento y a fin de conocer la experiencia de las Pyme en la Bolsa de Comercio se tomó en cuenta los instrumentos que usan con más frecuencia según informe de la Comisión Nacional de Valores. Los instrumentos financieros son: cheque de pago diferido, pagarés, obligaciones negociables y fideicomiso financiero.

Si bien sobre esta necesidad de financiamiento de las Pyme están surgiendo otras alternativas como las plataformas *Fintech*. Las mismas no se tomarán en cuenta en la presente investigación.

2. Marco teórico

Capítulo I: Las Pyme argentinas en el mundo y sus actuales problemáticas

1.1 ¿De qué hablamos cuando hablamos de Pyme?

Es fundamental para nuestra investigación tener una definición sólida acerca de lo que representa una Pyme en el territorio argentino. Puede parecer sencilla su definición, pero la realidad es que hay tantas definiciones como autores, por lo que lo abordaremos tanto desde una mirada cualitativa como desde una mirada cuantitativa.

Por un lado, para conocer la definición desde una mirada cuantitativa, tomaremos la definición brindada por la Comisión Nacional de Valores (2017), al ser la entidad autárquica de la República Argentina que vela por la transparencia del Mercado de Valores y la correcta formación de precios.

Ésta define a una pequeña y mediana empresa según el promedio de los ingresos de los últimos tres balances contables (deduciendo los ingresos provenientes del exterior que surjan de los mismos hasta un cincuenta por ciento). No entran dentro de esta clasificación de empresas, aquellas que estén controladas o vinculadas a otras empresas que no reúnan las condiciones de Pyme. En el caso de las empresas controladas, el veinticinco por ciento o más del capital de la empresa no deberán pertenecer a otras empresas que no reúnan las condiciones de Pyme. Tampoco forman parte de esta categoría, entidades bancarias ni entidades que brinden servicios públicos.

La CNV define los límites superiores entre los cuales puede oscilar el promedio de los ingresos de los últimos tres estados contables dependiendo del rubro en que la empresa se encuentre. En la tabla 1 podremos observar los límites de ingresos anuales:

Tabla 1: Topes de ingresos anuales según sector de actividad

Ingresos totales anuales para acceder al régimen Pyme CNV					
Sector de Producción	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Ventas totales anuales, hasta (\$)	\$ 230.000.000	\$ 760.000.000	\$ 900.000.000	\$ 250.000.000	\$ 360.000.000

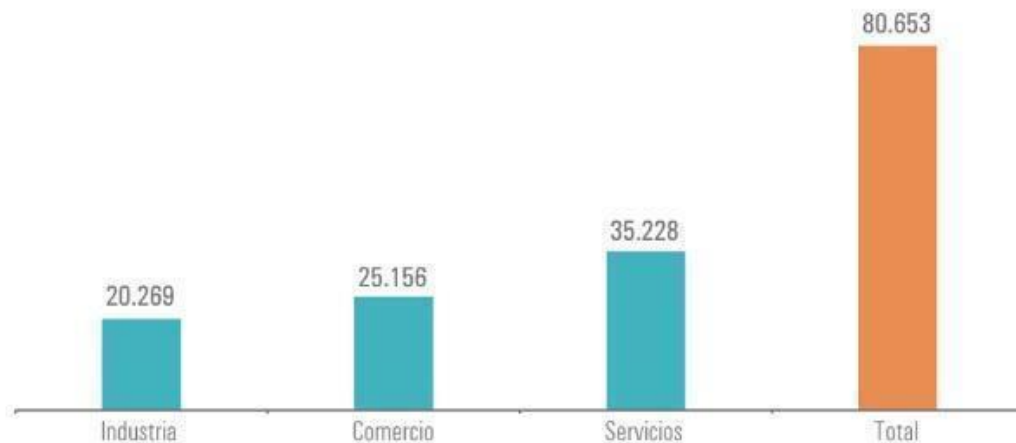
Fuente: Recuperado de Régimen Pyme CNV. (2017) Recuperado de <http://www.cnv.gob.ar/web/secciones/portalempresas/regimen/definicion.aspx>

Desde un enfoque más cualitativo, Fraile, Preve y Sarria Allende (2010) definen como Pyme a una organización flexible, tanto en su estructura como en su gestión y que tiene amplias posibilidad de adaptarse a los cambios del entorno de negocios. Muestran a la empresa con una persona que lleva el papel del líder y guía a ésta en el rumbo a seguir, ya que en la mayoría de los casos quien es el *manager* también cumple la condición de accionista.

1.2 Las Pyme argentinas y su contexto mundial

En Argentina actualmente existen 80.653 Pyme, de las cuales 20.269 son manufactureras, 25.156 comerciales y 35.228 de servicios según estadísticas producidas por la Fundación Observatorio Pyme (2016), en el grafico 1 se puede observar lo mencionado:

Gráfico 1: Números de Pyme según rubro



Fuente: información interna de First Capital Market (2018)

La participación de las Pyme argentinas en la producción de riqueza nacional y como generadoras de empleo se asemeja a la participación de las mismas en los países más ricos del planeta. En Argentina generan el 44% de la riqueza comparado con países más desarrollados generan el 51%. Si observamos la generación de empleo, este segmento de empresas genera el 51% del empleo contra el 57% de los países más desarrollados según datos brindados por Fundación Observatorio Pyme (2016).

Por otra parte, First Corporate Finance Advisors (2017) informó que en el contexto internacional la diferencia de Argentina con los países más desarrollados es evidente, se observa que existen 27 empresas cada 1.000 habitantes. La situación aún es desfavorable si la comparamos con países vecinos como Chile, el cual registra 58 empresas cada 1.000 habitantes. En la tabla 2 se puede observar la cantidad de Pyme cada 1000 habitantes comparada con otros países del mundo:

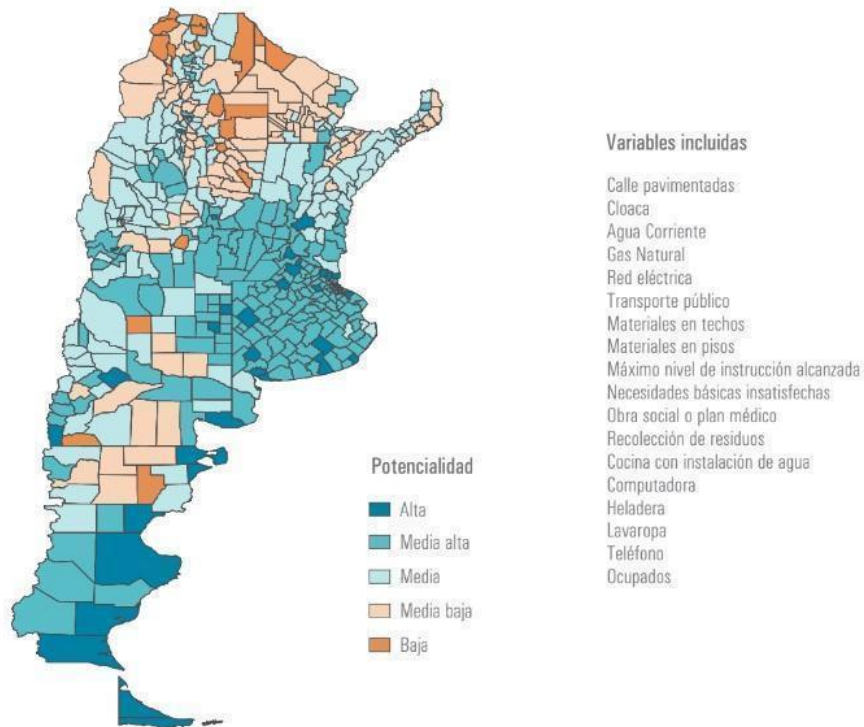
Tabla 2: Empresas Pyme y su comparación con el mundo

País	Empresas activas cada 1000 hab.
Australia	88
Corea del Sur	66
Italia	63
Chile	58
Francia	51
Uruguay	48
México	45
Argentina	27

Fuente: Recuperado de First Corporate Finance Advisors (2017): información interna de First Capital Market (2018)

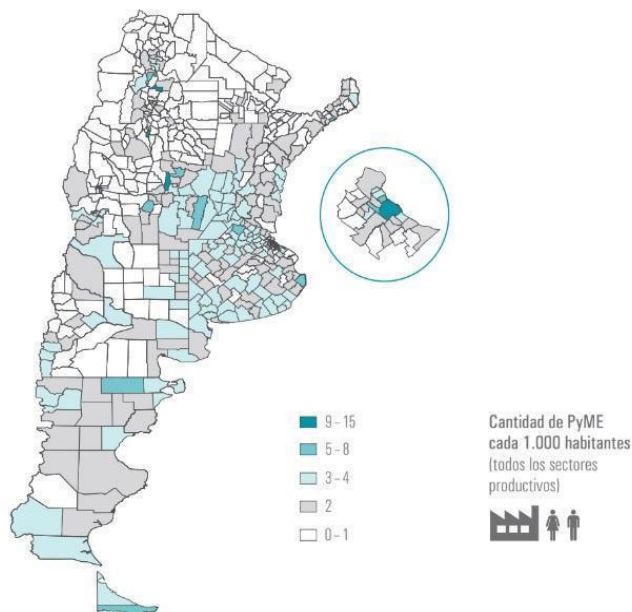
Este dato no es menor, ya que está comprobada la alta correlación entre la densidad de Pyme y el nivel de desarrollo territorial. Los siguientes mapas de los gráficos 2 y 3 ponen en evidencia la superposición entre niveles territoriales de PBI per cápita, cantidad de empresas y distribución territorial, también tiene en cuenta la potencialidad del territorio.

Gráfico 2: Concentración de Pyme según región



Fuente: Recuperado de información interna de First Capital Market (2018)

Gráfico 3: Concentración de Pyme según región



Fuente: Recuperado de información interna de First Capital Market (2018)

Como se puede observar en los gráficos 2 y 3 se da la mayor concentración de Pyme en las zonas con más potencialidad de desarrollo, dejando gran parte del territorio Argentino con baja o nula cantidad de Pyme. Esto impacta directamente en la oferta laboral de la región.

1.3 Un ambiente hostil para el desarrollo empresarial

La presión fiscal es la más alta de la región y comparándola con los países más desarrollados del mundo según datos oficiales. En el gráfico 4 se puede observar que la presión fiscal en Argentina es aproximadamente 4 veces superior a la chilena:

Gráfico 4: Presión fiscal argentina en comparación con el resto del mundo



Fuente: Recuperado de Secretaría de Trabajo Productiva: http://www.observatoriopyme.org.ar/newsite/wp-content/uploads/2016/10/Informe-FOP-2015-16_Baja.pdf

Otro factor que impactó negativamente en el desarrollo de las Pyme son los procesos inflacionarios por los cuales atraviesa Argentina. Esto impacta negativamente en la credibilidad de la moneda nacional como reserva de valor y debilita el sistema financiero: sin un sistema financiero adecuado no es posible financiar la inversión de manera que las empresas recurren sólo al capital propio, con los límites que este recurso impone para el desarrollo.

Por otra parte, la Fundación Observatorio Pyme en su informe publicado en 2017, concluye que el 50% de las compras realizadas por las Pyme suelen ser a un único proveedor. Esta situación, provoca que estas empresas al tener un gran poder de negociación, exigen períodos de pago cortos y si tiene que financiar la venta a sus clientes produce un descalce financiero en su capital de trabajo, naciendo otra necesidad de financiamiento.

1.4 Financiamiento en las Pyme

Como mencionamos anteriormente las Pyme son el principal motor de la economía argentina, según estadísticas producidas por la Fundación Observatorio Pyme (2016), existen alrededor de existen 80.653 Pyme que emplean a más de 4 millones de personas. En la tabla 3 se expone la cantidad de Pymes según actividad y su participación sobre el empleo total:

Tabla 3: Apertura de Pymes según actividad y empleo.

	Cant. Empresas	Part. sobre Total Empresas Pymes	Puestos de Trabajo	Part. sobre Empleo Pymes	Part. sobre Empleo Total
Industria manufacturera	16.691	20,1%	579.038	20,5%	8,9%
Comercio	18.255	21,9%	513.932	18,2%	7,9%
Enseñanza	5.576	6,7%	364.109	12,9%	5,6%
Servicios inmobiliarios, empresariales y de alquiler	7.988	9,6%	281.242	9,9%	4,3%
Construcción	7.373	8,9%	236.478	8,4%	3,6%
Transporte, de almacenamiento y de comunicaciones	5.084	6,1%	180.886	6,4%	2,8%
Servicios comunitarios, sociales y personales n.c.p.	5.254	6,3%	177.229	6,3%	2,7%
Agricultura, Ganadería y Pesca	5.788	7,0%	150.520	5,3%	2,3%
Hotelería y Restaurantes	5.683	6,8%	139.006	4,9%	2,1%
Servicios sociales y de salud	3.681	4,4%	129.646	4,6%	2,0%
Intermediación financiera y otros servicios financieros	775	0,9%	30.604	1,1%	0,5%
Explotación de minas y canteras	453	0,5%	20.380	0,7%	0,3%
Electricidad, gas y agua	435	0,5%	16.846	0,6%	0,3%
Pesca y servicios conexos	178	0,2%	6.948	0,2%	0,1%
Total	83.214	100%	2.826.864	100%	43%

Fuente: Recuperado de First Corporate Finance Advisors (2017). <http://www.firstcfa.com/archivos/banking/216/Noviembre%20-%20Financiamiento%20Pyme.pdf>

Como se puede observar en la tabla, las industrias manufacturera y de comercio concentran la mayor cantidad de Pymes y generan en conjunto el 16.8% del empleo total.

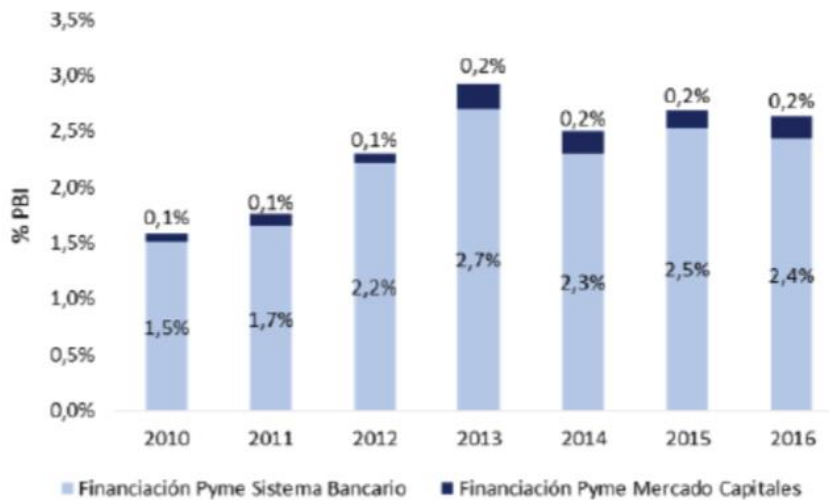
A pesar de la gran importancia de las pequeñas y medianas empresas en la economía argentina, encuentran grandes dificultades a la hora de obtener financiamiento para invertir en activos. Entre sus principales necesidades de inversión se encuentran: innovación y desarrollo en nuevos y actuales productos y procesos, adquisición de maquinaria e inmuebles y financiación su capital de trabajo (First Corporate Finance Advisors, 2017).

Los métodos de financiación escogidos por las Pyme, son principalmente el capital propio y la red de clientes y proveedores. La teoría del *Pecking Order* (Brealey, Myers y Allen, 2010) podría explicar esta situación. Dicha teoría se basa en la clasificación jerárquica de las fuentes de financiamiento que explica esta decisión de financiamiento. Postula que los gerentes encargados de la toma de decisión de financiamiento usan la jerarquía de preferencias a la hora de realizar nuevas inversiones. Éstos recurren principalmente a los fondos internos, luego a la emisión de deuda y como última opción a la emisión de acciones.

A pesar de que la emisión de deuda esté en segundo lugar en la jerarquización, en Argentina las Pyme tienen grandes trabas para financiarse. Estas dificultades se dan ya sean por el lado de las entidades financieras o por el lado de las mismas empresas, dificultando su crecimiento y la posibilidad de abastecer a las grandes empresas.

En Argentina, hay una demanda potencial de créditos para financiar a las Pyme de USD 100 mil millones según un informe presentado por Finance Gap y el Fondo Monetario Internacional (2017). Aunque el financiamiento del sistema bancario y el Mercado de Capitales se ha incrementado en los últimos años, como muestra el gráfico 5, no logran satisfacer las necesidades de financiamiento de dichas empresas, en conjunto no superan el 3% del PBI y un 0.2% se financia a través del mercado de capitales (First Corporate Finance Advice, 2017).

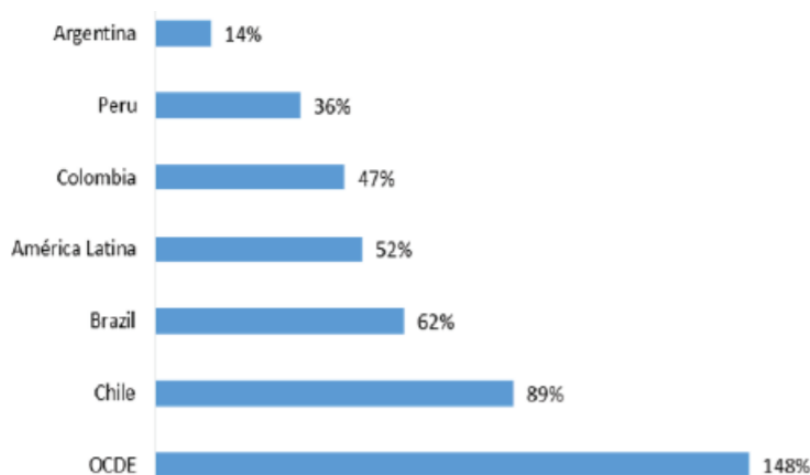
Gráfico 5: Volumen de financiación



Fuente: Recuperado de First Corporate Finance Advisors (2017). <http://www.firstcfa.com/archivos/banking/216/Noviembre%20-%20Financiamiento%20Pyme.pdf>

Muchos factores han inhibido el crecimiento del mercado financiero en Argentina, como las crisis financieras recurrentes, fugas de capitales, evasión tributaria y pérdida de valor de la moneda argentina. Como se puede observar en el siguiente gráfico el crédito doméstico representó el 14% del PBI en comparación con otros países de la región como Chile que represento el 89%.

Gráfico 6: Crédito doméstico al sector privado



Fuente: Recuperado de First Corporate Finance Advisors (2017). <http://www.firstcfa.com/archivos/banking/216/Noviembre%20-%20Financiamiento%20Pyme.pdf>

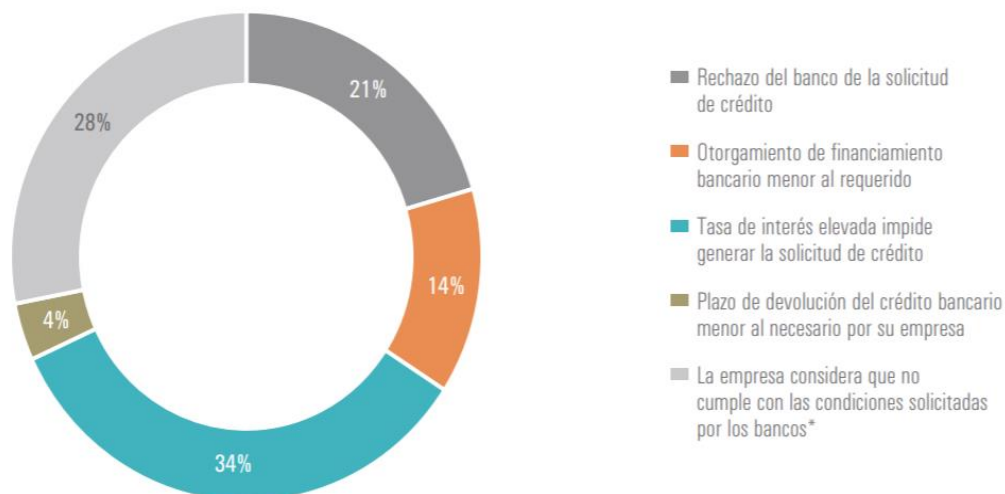
1.5 Restricciones al financiamiento Pyme

Son pocas las Pyme que logra acceder al sistema de financiamiento bancario. Según una encuesta realizada por el Observatorio Pyme (2017), el motivo más común de los proyectos frenados es la alta tasa de interés.

En los últimos años éste ha sido un punto central, ya que el BCRA regula la tasa de pases semana a semana. Uno de los motivos por los que sube la tasa es enfriar la economía, disminuyendo el volumen de circulación de los pesos y con esto contener la inflación de la economía. Al ser una tasa de referencia, impacta directamente en los créditos que realizan los bancos, por lo tanto las Pyme se ven doblemente perjudicadas ante una suba de inflación. El incremento en sus costos, que muchas veces no pueden trasladar al cliente y por el encarecimiento del crédito.

Otro motivo importante por el cual muchas Pymes tienen dificultades para acceder a la financiación, es la informalidad en su *managment* ya que no reúne los requisitos formales para ser financiadas. En el siguiente gráfico, podemos observar que el principal inconveniente fue la elevada tasa de interés:

Gráfico 7: Razones de la falta de financiamiento en las Pyme

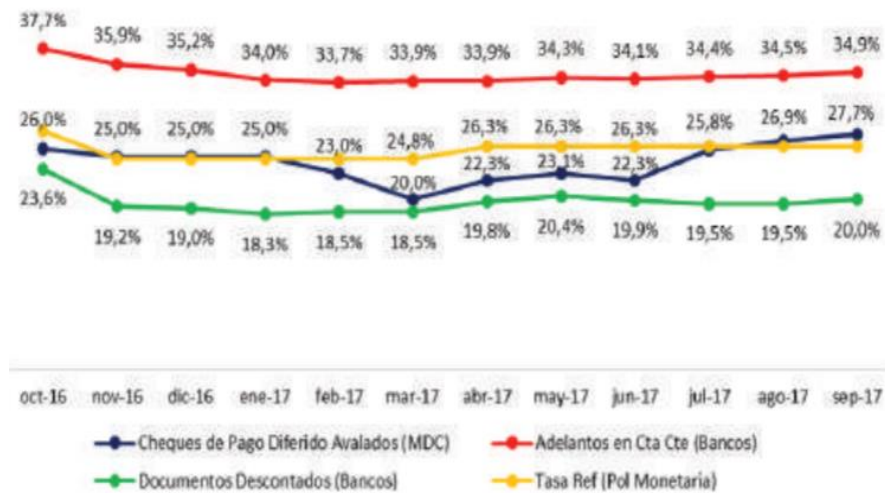


Fuente: Recuperado de la Fundación Observatorio Pyme. (2016). <http://www.observatoriopyme.org.ar/project/informe-anual-2015-2016/>

La tasa de interés elevada es el principal determinante para la desconexión entre el sistema financiero y la necesidad de financiamiento de las Pyme.

En el gráfico 8 se podrá observar el *spread* entre las tasas de las fuentes de financiamiento a corto plazo más utilizadas por las Pyme y la tasa de interés de referencia de la política monetaria:

Gráfico 8: Tasas de interés utilizadas

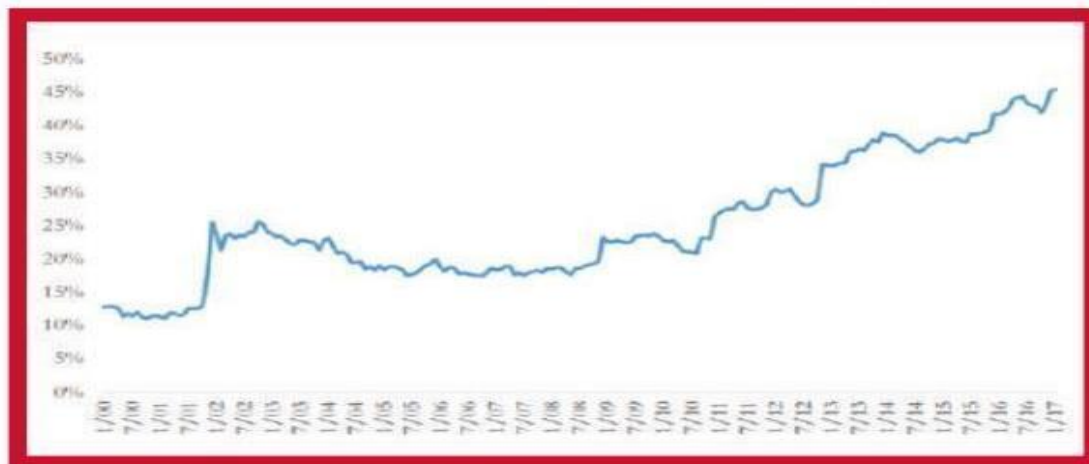


Fuente: Recuperado de First Corporate Finance Advisors (2017). <http://www.firstcfa.com/archivos/banking/216/Noviembre%20-%20Financiamiento%20Pyme.pdf>

Los descuentos de cheque de pago diferido son muy utilizados teniendo en cuenta su tasa de interés real negativa de acuerdo con las líneas de inversión productiva que introdujo el BCRA.

En la modificación de 2012 de la Carta Orgánica del BCRA se introdujo la Línea de Inversión Productiva llamada “LFPIF” que impuso a las entidades financieras la obligación de que un porcentaje de su financiamiento al sector privado no financiero sea otorgado a empresas Pyme. Esta imposición castiga al fondeo de los bancos depositantes por su tasa de interés real negativa. Desde su aplicación los préstamos a las Pyme han crecido hasta un 45% según un informe del BCRA. En el gráfico 9 se puede observar la evolución de los préstamos:

Gráfico 9: Préstamos a Pyme en moneda nacional al sector privado no financiero

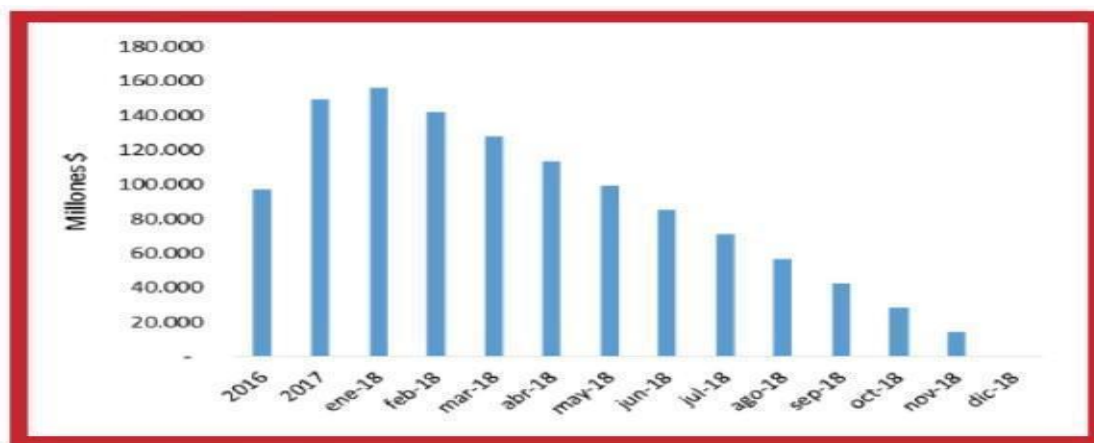


Fuente: Recuperado de BCRA (2017). Según información interna de First Capital Market (2018)

La LFPIF contempla un cupo disponible del 18% de los depósitos del sector privado no financiero en pesos. El 75% de este cupo debe estar disponible para las Pyme, todo este volumen puede asignarse a descuento de cheques y facturas a una TNA del 17%.

En el segundo semestre 2017 las entidades financieras alcanzadas por la norma LFPIF debían mantener disponibles 210 mil millones de pesos para cumplir con los requerimientos mencionados. A partir del 2018, el BCRA liberó gradualmente a los bancos de su obligación de cumplimentar la LFPIF, esto implica que las Pymes no podrán renovar la y su costo de financiamiento subirá. En el gráfico 10 se puede observar como el monto previsto para financiar a las Pyme irá disminuyendo paulatinamente a lo largo del 2018 hasta llegar eventualmente a 0.

Gráfico 10: Estimación del monto de financiación disponible LFPIF para Pyme en 2018



Fuente: Banco mundial (2018) Según información interna de First Capital Market (2018)

Otro de los inconvenientes que tienen las Pyme es la desventaja en la que se encuentran con respecto a las grandes empresas. Muchas son proveedoras de insumos o servicios de grandes empresas, las cuales aprovechan su posición dominante para imponer plazos de pago de 90 a 180 días o condiciones contractuales que elevan los gastos corrientes. Por otra parte, las tasas a las que acceden las grandes empresas son mucho más convenientes como se puede observar en la siguiente tabla:

Tabla 4: Tasas de interés Pyme vs tasa grandes empresas

Datos referenciales	Plazo	Tasa PYME	Tasa GE
<i>Financiamiento Bancario</i>			
<i>Adelantos de cuenta corriente</i>		34%	28%
<i>Programa Línea Crédito Productiva LICIP BCRA</i>	+1 año	17% / UVA + 1%	N/A
<i>Documentos a sola firma</i>	mayores a 90 días	21%	22%
<i>Documentos descontados</i>	mayores a 90 días	20%	21%
<i>Financiamiento MDC</i>			
<i>Cheque Pago Diferido</i>	<i>Total plazos</i>	<i>Avulsados</i>	<i>Patroc. / GE</i>
		28%	31,6%
<i>Pagarés avulsados (dólar)</i>	<i>Total Plazos</i>	7,9%	N/A
<i>Obligaciones Negociables</i>	<i>Total Plazos</i>	28%	28%
<i>Fideicomisos Financieros</i>	<i>Total plazos</i>	24%	24%

Fuente: Recuperado de CNV y BCRA, 2017. Según información interna de la Comisión Nacional de Valores (2018)

Sin embargo, en el Mercado de Valores logran igualar y hasta mejorar la tasa de financiamiento según el instrumento utilizado, por este motivo surge como una alternativa en expansión en los últimos años.

Capítulo II: Las opciones más buscadas más buscadas en el Mercado convencional y el Mercado de Valores

2.1 No confundir el mercado financiero convencional con el Mercado de Capitales

Un mercado es un espacio en el cual oferentes e inversores se encuentran para realizar intercambios, sin embargo, hay dos tipos de mercados bien diferenciados: el mercado financiero convencional y el Mercado de Capitales.

El mercado financiero, es un ámbito en el cual se negocian títulos de deuda por medio de un intermediario, que suelen ser entidades financieras o bancos. Dicho mercado, se encuentra regulado por el Banco Central de la República Argentina.

Dumrauf (2003), definió al mercado financiero como un “área en el cual se realizan transacciones por cuenta y orden de un tercero que no pertenece a la organización, el cual actúa como intermediario” (dicho intermediario, es quien pone las condiciones y analiza los riesgos). Éste a cambio recibe un *spread*, que es la diferencia entre la tasa pasiva (pagada por el inversor) y la tasa activa (pagada por el tomador del crédito).

Por otro lado se encuentra el Mercado de Valores, también conocido como Mercado Bursátil regulado por la Comisión Nacional de Valores. Este mercado, facilita el encuentro entre los inversores y los oferentes de títulos financieros y establece negociaciones vinculadas a las rentas, tanto fijas como variables, por medio de operaciones de compra-venta enfocadas a cualquier clase de valor negociable. El objetivo de este mercado, según Dumrauf (2003), es “conectar unidades excedentarias en fondos con unidades deficitarias, cobrando una comisión por su intervención y determinando precios justos de los diferentes activos financieros”.

Una diferencia muy importante entre el mercado financiero convencional y el Mercado de Capitales, está dada en quién toma el riesgo. Por un lado, en el primero,

el riesgo es absorbido únicamente por la entidad bancaria o financiera, mientras en el segundo, el riesgo lo asumen los inversores.

2.2 El mercado financiero y su relación con las Pyme

En el siguiente apartado, haremos una breve descripción de los instrumentos más comunes para las Pyme en el mercado financiero.

2.2.1 Sobregiro bancario

Para explicar el sobregiro bancario o adelanto en cuenta corriente, daremos la definición brindada por las NIIF (Normas internacionales de información financiera):

Los sobregiros bancarios se consideran normalmente actividades de financiación similares a los préstamos. Sin embargo, si son reembolsables a petición de la otra parte y forman una parte integral de la gestión de efectivo de una entidad, los sobregiros bancarios son componentes del efectivo y equivalentes al efectivo.

Por lo tanto, un sobregiro bancario, es un instrumento de financiación a corto plazo que permite a las empresas retirar un monto de dinero sin tener los fondos suficientes, creando así un crédito a favor del banco.

2.2.2 Sociedad de Garantía Recíproca

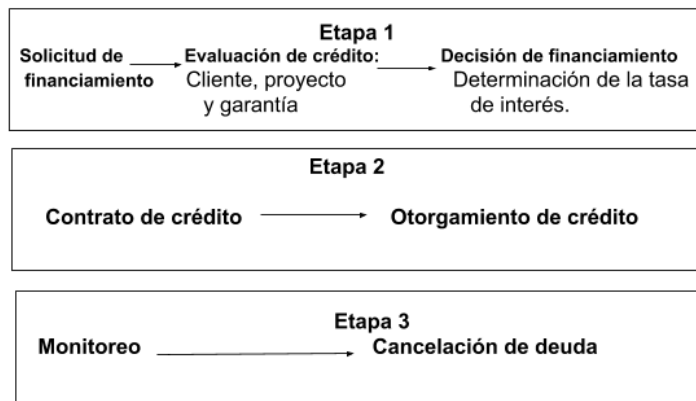
Las Sociedades de Garantía Recíproca, son sociedades comerciales que tienen como finalidad ayudar las Pyme a acceder a los diversos métodos de financiación a través del otorgamiento de garantías.

La mayor distinción que tiene este instrumento, es que cuenta con dos tipos de socios: partícipes (dueños de las Pyme a los cuales se les otorgan las garantías) y socios protectores (son quienes realizan aportes al capital social y al fondo de riesgo a cambio de ser parte de las utilidades de la empresa).

El principal objetivo de las S.G.R., es ayudar a las Pyme a combatir la dificultad de éstas para acceder a los préstamos. A través de las garantías otorgadas a las Pyme, se reduce el riesgo de incobrabilidad de las mismas y por lo tanto, la tasa de interés se reduce, así como los plazos de otorgamiento de los préstamos y la mejora de los plazos de financiamiento.

Con el siguiente gráfico, trataremos de explicar brevemente las etapas que transcurren entre la solicitud de financiamiento hasta que finalmente se obtiene el crédito.

Gráfico 11: Etapas del proceso del otorgamiento de créditos



Fuente: Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa Ministro de Economía Recuperado de http://www.aaep.org.ar/anales/works/works2000/rassiga_reineri.pdf

Tal como se mencionó anteriormente, con las Sociedades de Garantía Recíproca se reduce el tiempo transcurrido entre la primera etapa y la segunda. Al disminuir el riesgo, la evaluación del crédito y la decisión de la tasa de interés reducen, haciendo que el otorgamiento del crédito sea más ágil.

Por último, cabe destacar que las Sociedades de Garantía Recíproca tienen un gran vínculo con el Mercado de Capitales, ya que gracias a éstas, se pueden negociar los fideicomisos financieros, los cheques de pago diferidos y el pagaré, disminuyendo el riesgo de las Pyme gracias a las garantías.

2.2.3 Leasing

El *leasing* es una herramienta financiera muy utilizada para la adquisición de bienes de capital (por lo general maquinaria o bienes productivos), ya que otorga la posibilidad de empezar a producir antes del pago del bien adquirido. Es un contrato tripartito, donde hay un tomador (quien hace uso del bien), un proveedor (el que vende el bien) y un dador (quien otorga al tomador el uso y goce del bien).

Consiste en utilizar un bien por un período de tiempo a cambio de un canon (cuotas de pago mensual), con la posibilidad de comprar el bien una vez vencido el plazo

pactado. Esta, es sin duda la mayor ventaja del instrumento, ya que da la posibilidad de no realizar un desembolso inicial muy grande de dinero, sino que se pagan cuotas mensuales, lo cual genera ventajas impositivas. Entre estas ventajas impositivas, están: la posibilidad de deducir del impuesto a las ganancias la cuota mensual (el canon) y pueden pagar el IVA mensualmente diferido, en vez pagar su totalidad al principio.

2.2.4 *Crowdfunding*

La Ley de Apoyo al Capital Emprendedor (N° 27.349 29), dictada en marzo de 2017, establece la implementación de la Plataforma de Financiamiento Colectivo, como un espacio especial para el fomento de la industria de capital emprendedor. El mismo, fomenta la financiación colectiva a través del Mercado de Capitales y permitiendo a los dueños del proyecto presentarlo en esta plataforma digital autorizada por la C.N.V.

El *crowdfunding* es una red de colectiva de financiamiento, en el cual a través de la tecnología las personas pueden financiar y difundir proyectos de su interés, conformando el capital social inicial para dicho proyecto. (Universo *Crowdfunding*, 2017).

2.2.5 Préstamos de garantía *warrant*

El préstamo de garantía *warrant*, es uno de los más antiguos (en nuestro país la ley que lo regula está desde 1914) y con el paso de los años, ha demostrado ser muy idónea y útil para las Pyme.

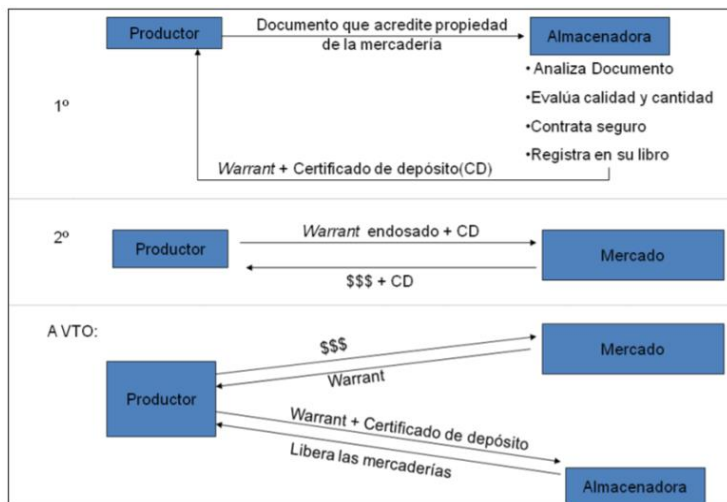
La Bolsa de Comercio de Rosario (s.f.), define este instrumento como: “un título mobiliario, una garantía real que mediante la inmovilización de un stock permite a una empresa obtener fondos. Es decir, es un mecanismo por el cual se accede a préstamos garantizados por mercadería”.

El deudor y dueño de la mercadería es quien solicita el préstamo y ofrece la mercadería a modo de garantía para así obtener menores tasas de interés. La empresa almacenadora, es la encargada de conservar la mercadería y cuenta con

una persona de la empresa que otorga el *warrant* para vigilarla. Por último, se encuentra el prestamista, que es que otorga el crédito con garantía *warrant*.

A través del depósito de las mercaderías en la empresa almacenadora, el propietario de las mismas puede obtener financiamiento y a la vez vender las mismas en el momento que lo desee. El gráfico que se expone a continuación, da un mayor entendimiento del proceso.

Gráfico 12: Proceso del *warrant*

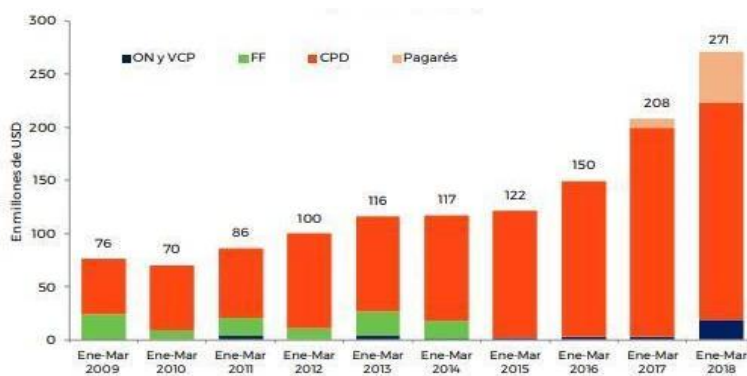


Fuente: Bolsa de Comercio de Rosario (2010) https://www.bcr.com.ar/Publicaciones/serie%20de%20lecturas/2010_01.pdf

2.3 ¿Qué es el Mercado de Valores y cuáles son sus instrumentos?

Dentro del Mercado de Valores se pueden negociar distintos instrumentos, entre ellos, los más utilizados según la Comisión Nacional de Valores (2017) por las pequeñas y medianas empresas del país son: cheque de pago diferido, pagaré, obligaciones negociables y el fideicomiso financiero. Se puede observar en el gráfico 13 la evolución proporcional a lo largo de los años de cada instrumento, tomando el año 2009 como inicio hasta Marzo 2018:

Gráfico 13: Evolución del financiamiento Pyme



Fuente: Recuperado del Instituto Argentino del Mercado de Capitales (2017). http://iamcmediamanager.prod.ingeccloud.com/MediaFiles/IAMC/2017/6_22/0/10/8/657482.pdf

El gráfico muestra que el cheque de pago diferido ha sido el instrumento que mas se utiliza, seguido por el pagaré bursátil.

2.3.1 Cheque de pago diferido

El cheque de pago diferido, es un instrumento de pago que se libra a una fecha determinada posterior a su emisión, contra una entidad financiera autorizada. El librador, debe contar con fondos suficientes a la fecha de vencimiento en su cuenta corriente o la autorización para girar en descubierto el monto a cancelar indicado en el cheque. El plazo máximo admitido para esta emisión es de 360 días.

La negociación de los cheques de pago diferido para las Pyme en el Mercado de Valores, fue autorizado en el 2003 por el Decreto N°386/03 y permitió a las Pyme obtener fondos en modo anticipado, a un bajo costo, de forma simple y una mayor transparencia en la operatoria. También permitió brindar respaldo y seguridad al inversor a la hora de colocar sus fondos y minimizar el riesgo de incobrabilidad. Para ello se estableció un sistema de condiciones y garantías que hacen casi nulo el riesgo de la inversión.

El Mercado de Capitales da la posibilidad de descontar cheques de pago diferido, es decir, permite que a través de la venta de los mismos, se adelanten los cobros de cheques. Quienes compran los cheques, reciben a cambio tasas de interés futuras.

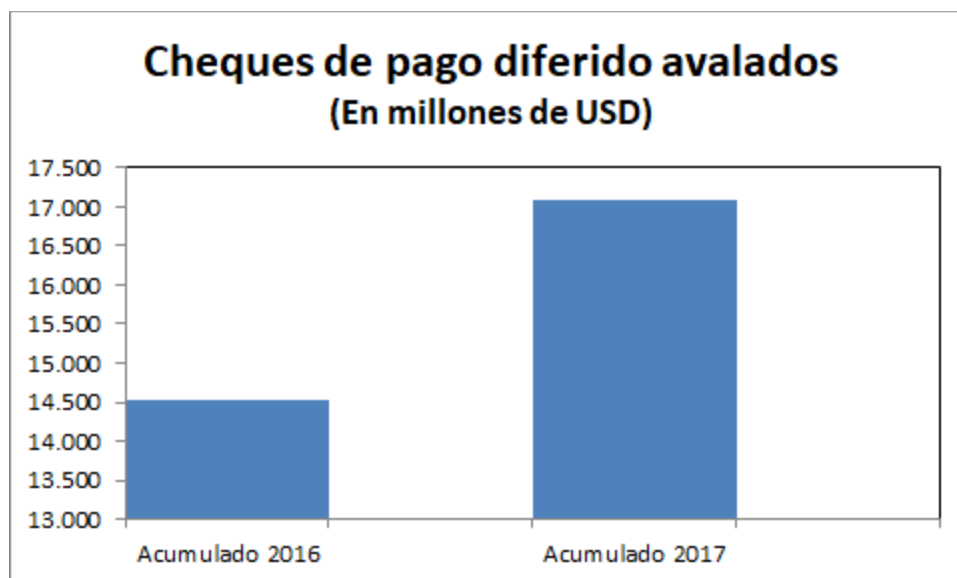
Los sistemas contemplados para la negociación de los cheques de pago diferido son los siguientes:

- Sistema Avalado: En este caso la Pyme puede negociar los cheques propios o de terceros de su cartera. Si desea negociarlos a través de una Sociedad de Garantía Recíproca, deberá incorporarse como socio partícipe de la SGR. De esta forma, contará con la garantía de dicha SGR quien otorgará la seguridad de cobro llegada la fecha de vencimiento al inversor y de esta forma minimizar la tasa de descuento.
- Sistema Directo: En esta modalidad la Comisión Nacional de Valores autoriza la negociación del Cheque de Pago Diferido cuando las Pymes son beneficiarias de cheques de terceros.

A lo largo de los años, el cheque de pago diferido fue el instrumento del Mercado de Valores más utilizado y en el último año, fue el instrumento de mayor crecimiento.

Su gran popularidad, se debe a las ventajas que este instrumento presenta, tales como: posibilidad de inversión de corto plazo, altos niveles de retorno, liquidez en el mercado primario y secundario y en el caso de cheques avalados, menor riesgo de incobrabilidad.

Gráfico 14: Evolución de los cheques de pago diferido avalados



Fuente: Recuperado de la Comisión Nacional de Valores (2017). <http://www.cnv.gob.ar/Publicaciones/InformePymes/Informe%20trimestral%20PyME%20%20Diciembre%202017%20verde.pdf>.

2.3.2 Pagaré

El pagaré es uno de los instrumentos más utilizados por las Pyme y en el año 2017, tal como se puede ver en el gráfico 15, se han incrementado ampliamente la cantidad de empresas que deciden utilizar dicho instrumento.

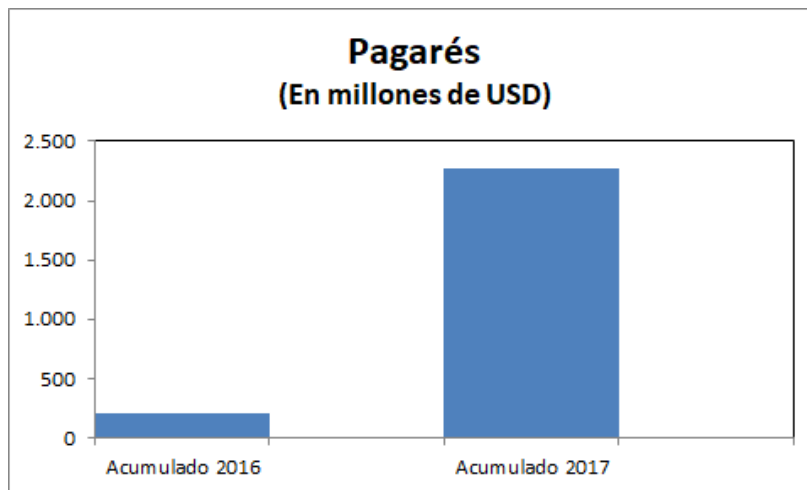
Consiste en un documento que contiene una promesa de pago de una persona denominada deudor, que pagará a una segunda persona denominada beneficiario o acreedor. Este documento, contiene un monto determinado de deuda y el plazo de tiempo en el que se cancelará la deuda.

Los pagaré pueden ser negociados en el Mercado de Capitales y su instrumentación es similar al cheque de pago diferido, pero el plazo es más extendido, ya que pueden emitirse desde 180 días hasta 3 años.

Es requisito esencial que los pagarés negociados en los mercados cuenten con el aval de una Sociedad de Garantía Recíproca. Para esto, la Pyme deberá asociarse como socio partícipe de la sociedad.

La Pyme que emite el pagaré, deberá hacerlo sin identificar el beneficiario y ser depositados mediante endoso a favor de una entidad autorizada por la Comisión Nacional de Valores. En el endoso debe estar la leyenda “Para su negociación en Mercados bajo competencia de CNV”. El gráfico 15 muestra el crecimiento en la utilización de este instrumento en el Mercado de Valores:

Gráfico 15: Incremento en el monto de financiamiento a través de pagarés.



Fuente: Recuperado de la Comisión Nacional de Valores (2017). <http://www.cnv.gob.ar/Publicaciones/InformePymes/Informe%20trimestral%20PyME%20%20Diciembre%202017%20verde.pdf>.

2.3.3 Obligaciones negociables

Las obligaciones negociables son títulos de deuda que emiten empresas privadas y que tienen una renta fija. A través de las obligaciones negociables, las empresas que necesitan fondos contraen una deuda con los acreedores (inversores quienes adquirieron los títulos) y a su vez éstos incorporan un derecho de crédito que la empresa emisora debe cancelar en el plazo pactado, devolviendo el capital más los intereses acordados.

El inversor que adquiere este título financiero tiene dos opciones: puede mantener las ON hasta el vencimiento para cobrar el capital más los intereses o puede vender el título en el mercado secundario.

Los emisores admitidos son las sociedades por acciones, las cooperativas, asociaciones civiles constituidas en el país, sociedades de responsabilidad limitada.

El beneficio impositivo que poseen puede ser un motivo para la elección de estos títulos, siempre que la suscripción se haya realizado a través de oferta pública y el plazo no sea inferior a 2 años. En este caso el artículo 36 bis de la ley 23.576, establece la exención del impuesto al valor agregado para las operaciones relativas a la emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelaciones de las obligaciones negociables. También establece la exención del impuesto sobre la transferencia de títulos de valores. Finalmente el art. 37 de la

misma ley autoriza a la entidad emisora a deducir en el impuesto a las ganancias de cada ejercicio la totalidad de intereses.

El precio inicial de una colocación puede ser determinado por las formas que se detallaran a continuación y posteriormente se determina en base a la oferta y demanda en el mercado que se negocia:

- Precio Fijo: El ente emisor fija subjetivamente un precio de colocación que puede ser a la par, sobre la par o bajo la par.
- *Book Building*: El precio de colocación se fija en base a la curva que se obtiene de la manifestación de interés recibido por los inversores, esto permite establecer un precio de corte.
- Subasta Holandesa: Sobre las manifestaciones de interés, se adjudican las obligaciones negociables partiendo de la mejor oferta hacia la menor hasta agotar el stock.
- Otros: Puede ser alguna combinación de las opciones anteriores.

Por otra parte, la ley de obligaciones negociables establece los tipos y las garantías de emisión:

- Obligaciones negociables simples: Son aquellas que representan un pasivo para la empresa y para el inversor un derecho a cobrar capital e intereses.
- Obligaciones negociables convertibles: Son aquellas que representan un derecho de cobro para el inversor, pero a diferencia de las anteriores otorgan la opción de cancelar por anticipado la relación crediticia mediante la compra de acciones (la emisión de acciones está exenta de impuestos) al precio que se haya establecido en el prospecto de emisión. El inversor cambia su posición de acreedor a la de accionista de la empresa. Las sociedades por acciones son las únicas autorizadas a emitir ON convertibles.
- Obligaciones negociables con garantía común: El patrimonio del emisor garantiza la emisión. El inversor en situación de acreedor no cuenta con privilegios respecto de los otros acreedores.
- Obligaciones negociables con garantía especial: Cuando se afecta un bien determinado como garantía de la emisión.

- Obligaciones negociables con garantía flotante: Se encuentra representado por todos los derechos, bienes muebles o inmuebles presentes y futuros o parte de ellos de la sociedad emisora.

Las principales ventajas de las obligaciones negociables, son:

- Certeza del cobro de la renta al vencimiento del plazo y la devolución del capital en pagos prefijados.
- Calificación del riesgo: un agente externo a la empresa mide la capacidad del emisor para devolver el dinero en los plazos acordados.
- Pueden tener el respaldo de una garantía que puede ser real, fiduciaria o de una sociedad de garantía recíproca.
- Variedad de obligaciones negociables para elegir en base a los plazos, tasas, existencia de garantías, métodos de amortización, etc.
- Liquidez: el inversor puede decidir vender el título antes de la fecha de vencimiento en el mercado secundario.

A pesar de la cantidad de ventajas de dicho título y el incremento de la utilización en el año 2017, como se puede observar en el gráfico 16, las Pyme suelen utilizar mayormente los cheques de pago diferido y el pagaré.

Gráfico 16: Evolución de las obligaciones negociables



Fuente: Recuperado de la Comisión Nacional de Valores (2017). <http://www.cnv.gob.ar/Publicaciones/InformePymes/Informe%20trimestral%20PyME%20%20Diciembre%202017%20verde.pdf>.

2.3.4 Fideicomiso Financiero

El fideicomiso financiero es una alternativa de financiamiento para una empresa y opción de inversión en el Mercado de Capitales. Suelen utilizar este medio para adelantar fondos a un proyecto o a un flujo futuro de pagos. Consiste en la compra por parte de un inversor, de valores de deuda emitidos por un fiduciante a cambio de la devolución del dinero prestado más una tasa de interés durante un período de tiempo estipulado.

Para que haya un fideicomiso financiero, el fiduciante debe transferir activos o flujos de fondos futuros a favor de un fiduciario financiero (entidad financiera autorizada o sociedad inscripta en el registro de fiduciarios de la CNV, quien administra los bienes a favor de los beneficiarios).

Por otra parte, los certificados de participación otorgan un derecho de propiedad al inversor sobre los activos fideicomitados. El derecho al cobro del flujo de fondos futuro del fideicomiso financiero para el tenedor de este valor negociable será luego de la cancelación de los pasivos.

Se podrá emitir distintos tipos o series de valores de deuda o certificados de participación con preferencia de cobro distinta y condiciones para los inversores.

La propiedad fiduciaria puede estar constituida por una diversa variedad de bienes, existentes o futuros, según posibilita la ley podrían ser los siguientes:

- Activos financieros: Títulos de deuda como bonos, letras, obligaciones negociables. Títulos de capital como acciones, cuotas de Fondo común de Inversión.
- Instrumentos financieros: Créditos personales, hipotecarios, prendarios, provenientes de operatorias de tarjetas de crédito u otros créditos originados por entidades financieras.
- Otros derechos: Derechos crediticios de cobro por ventas o exportaciones.
- Activos físicos o agropecuarios.
- Derechos personales y reales sobre bienes inmuebles y muebles.

Un aspecto importante a destacar, es que los bienes fideicomitidos serán patrimonio separado del fiduciario y del fiduciante, como consecuencia de esto los acreedores individuales de cada parte no podrán reclamar jurídicamente estos bienes.

La administración del fideicomiso financiero es realizada por el fiduciario establecido en el contrato, pero existe la posibilidad de subcontratar esta gestión. Será igualmente responsable por la gestión y tendrá la obligación de rendir cuentas al fiduciante.

Finalmente, la extinción del fideicomiso financiero puede darse por cualquier causa prevista en el contrato o el cumplimiento del plazo en el que se hubiese sometido o el vencimiento del plazo máximo legal, 30 años. La renovación del fiduciante es una posibilidad siempre que se hubiese reservado contractualmente esta posibilidad.

Cuando se produce la extinción del fideicomiso el fiduciario está obligado a entregar los bienes fideicomitidos al fideicomisario, otorgando los instrumentos y contribuyendo a las inscripciones registrales que correspondan. En la liquidación del fideicomiso deberá presentarse el balance final y el observarse el procedimiento consignado en el contrato.

Algunas ventajas que podemos nombrar para el fideicomiso financiero son:

- Permite recuperar la liquidez de los activos fijos.
- Derivar a terceros el riesgo de los activos ilíquidos.
- La transmisión de créditos al fideicomiso permite recuperar capacidad para realizar nuevos préstamos y de esta forma se estimula el crédito de largo plazo.
- Los bienes fideicomitidos están protegidos de una eventual acción de los acreedores del fiduciario y fiduciante.
- Al ser patrimonio separado de la empresa permitirá, dependiendo del activo, obtener una calificación de riesgo más alta que la que le correspondería a la empresa.
- Es una forma de obtener fondos sin aumentar el pasivo de la sociedad.
- Permite a empresas con elevado ratio de endeudamiento obtener financiamiento que de otra forma no podrían acceder.

- Se adecua para el financiamiento de proyectos ya que su estructura se puede adecuar a las necesidades específicas de financiamiento y también a las condiciones de los proyectos.
- Beneficios impositivos, como la exención del IVA.

Capítulo III: Beneficios actuales de las Pyme y su potencial en la bolsa de comercio

3.1 Beneficios Actuales para las Pyme y Nueva Ley del Mercado de Capitales

A fin de impulsar a las Pyme, la Ley 27.264 se propone mejorar su situación a través de diversos aspectos. El primero es disminuyendo la presión tributaria a través de eliminar el impuesto a la ganancia mínima presunta, compensar el impuesto al cheque como pago a cuenta de ganancias y diferir el pago del IVA a 90 días. El segundo aspecto que tiene en cuenta es mejorar el acceso al crédito poniendo a disposición la renovación de la LCIP incrementando el cupo prestable y el lanzamiento del primer crédito Pyme del BICE a una tasa del 16%. El tercer aspecto que trata esta ley es la disminución de la burocracia a través de simplificar los trámites, por ejemplo extiende de 180 días a 365 días del plazo para el ingreso de divisas, esto resulta en una mejora para los exportadores. Por último se establecen incentivos fiscales a la inversión como el pago a cuenta de ganancias (10% sobre las inversiones) y la devolución de IVA de las inversiones vía bono crédito fiscal.

Por otra parte, con la sanción de la nueva Ley del Mercado de Capitales o como la denominó el gobierno “Ley de Financiamiento Productivo”, busca trasladar el financiamiento de las empresas desde los bancos al Mercado de Capitales, de esta forma las Pyme se podrán financiar más fácilmente a través del Mercado de Capitales (según información interna de la CNV, 2018).

Un aspecto importante de esta ley es que suprime el artículo 20 de la anterior Ley de Mercado de Capitales. Este artículo, otorgaba a la Comisión Nacional de Valores la facultad de designar veedores con poder de veto en el directorio de las empresas.

La ley incluye una factura de crédito electrónica que debe ser aceptada obligatoriamente a los 30 días de emitida, se podrá utilizar como si fuera un cheque que podrá negociarse en los mercados que autoriza la Comisión Nacional de Valores. A partir de 30 días se formaliza la venta y el destinatario (la multi), está obligado a pagar esa factura conformada a quien la compra.

Otro punto importante con la sanción de esta ley es que facilita la creación de fondos cerrados, posibilitando que sea recurrente el uso del dinero: se recicla y vuelve a usarse, no hace falta que se vuelva a emitir nuevas cuotas partes.

También se abrevian las emisiones, cuando está lista una emisión salen los prospectos estandarizados a menos que el regulador diga lo contrario y no permita la emisión. El controlador tendrá 30 días para negar la emisión, en caso contrario o ante el silencio, se permite la emisión.

Estas medidas obligan al regulador a agilizar el trámite y baja radicalmente los costos, se estandarizan los prospectos y la documentación esto hace que baje el costo financiero total para la empresa.

3.2 Difusión y simplificación de trámites por la Comisión Nacional de Valores

La CNV promulga la utilización de los instrumentos financieros que ofrece el Mercado de Valores. No solo facilitando los trámites que tienen que realizar las Pyme, sino también mediante la difusión. Para iniciar el trámite la CNV se debe tener en cuenta que los únicos documentos en papel que tiene que presentar la Pyme son respecto al operador y firmante. El primero es una nota simple que se acompaña al formulario con firmas que requieren certificación y el segundo es un formulario con firmas certificadas por un escribano público o por una entidad bancaria. Esto se realiza para poder ingresar información en el sistema informático de CNV que se llama "AIF" (Autopista de Información Financiera).

Los formularios que se menciona se pueden descargar del sistema. La CNV pone a disposición un área Pyme y personal de informática para responder las dudas respecto del sistema y contenido. La información que ingresa a "AIF" para su control, no es pública. En base a la documentación que se ingresa, se realizan observaciones en caso de que corresponda.

En cuanto al procedimiento para estar bajo Régimen de Pyme Garantizada. Se debe contactar a una entidad de garantía listada y autorizada por la CNV. Generar las clave de operador y firmante para operar es un trámite sencillo a fin de poder habilitar el correo electrónico para recibir notificaciones.

La documentación a presentar en AIF es relativamente sencilla según informe interno de la CNV. La mas importante es el formulario de solicitud de registro y emisión bajo el régimen Pyme CNV Garantizada, el acta de los órganos societarios que dispusieron el ingreso a oferta pública, constancia de publicación en el Boletín Oficial, último estado contable anual y certificado de garantía otorgado por la entidad de garantía.

Por otra parte, con el programa “Vamos a la Bolsa” la oficina de desarrollo comercial y Pyme de la bolsa en conjunto con diversas universidades como la UBA, Universidad Abierta Interamericana y Escuela Argentina de Negocios entre otras ofrecen este programa que además de orientar a las Pyme en la bolsa ofrece oportunidades de financiamiento a través del Mercado de Capitales a Pymes emprendedoras con proyectos innovadores. Solo pueden acceder a esta línea de financiamiento las Pyme radicadas en Argentina que presenten proyectos innovadores. Se entiende por innovación según el Banco Central de Buenos Aires (2018) a cualquier novedad introducida en el producto, proceso, modelo de negocio, distribución/*marketing* y gestión de la empresa.

3.2.1. Régimen Informativo Diferenciado

Las emisoras comprendidas en el régimen “Pyme CNV Garantizada” están exceptuadas de cumplir con lo dispuesto en el Título IV “Régimen Informativo Periódico”. Se les solicitará solamente publicar en Autopista de la Información Financiera los Estados Contables anuales dentro de los 120 días de cerrado el ejercicio (según información interna de la CNV).

También se las exceptuará de cumplir lo dispuesto en la sección “Transparencia en el ámbito de la oferta pública”. Se deberá informar los hechos relevantes como informar las tratativas para formalizar un acuerdo preventivo extrajudicial con todos o parte de sus acreedores, apertura de concurso preventivo y homologación de los

acuerdos preventivos extrajudiciales o cualquier tipo de hechos fortuitos que obstaculicen el desenvolvimiento de sus actividades.

3.2.2. Canal de consultas de la Comisión Nacional de Valores

La CNV pone a disposición de las empresas vías a través de las cuales se podrá canalizar las dudas o consultas:

- CNV: A través de la página web de la CNV – Portal Pyme (www.cnv.gov.ar/web/secciones/portalempresas/), mediante correo electrónico pyme@cnv.gov.ar
- CASFOG: Cámara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantía (cuentan con un video explicativo de ON Simple que puede complementar la información brindada).
- Consulta a las entidades de garantía listadas ante CNV (<http://www.cnv.gov.ar/InfoFinan/BuscoSociedades.asp?Lang=0&TamanoSocD=3>).

Por otra parte, también brindan un *link* en que se encuentra disponible documentación ingresada por las emisoras Pyme que ya han emitido bajo el presente régimen y se puede consultar ya que podría ser de utilidad a los efectos de conocer la diversidad de casos.

(<http://www.cnv.gov.ar/InfoFinan//Buscosociedades.asp?Lang=0&TamanoSoCID=2>).

3.3 Casos de Pyme que utilizaron el Mercado de Valores

Molinos Sytari S.R.L

Es de Córdoba, pertenece al sector Agropecuario y emitió ON Simple Serie I por U\$S 150.000 a un plazo de 18 meses. Sus amortizaciones serán en 3 cuotas semestrales, equivalentes a U\$S 50.000 cada una. La tasa que consiguieron es de 5.25%

Puerto Las Palmas S.A.

Es de Chaco, se dedica a la producción y comercio de cereales (sector Industria) y emitió ON Simple en dos clases, una a 24 meses y otra a 60 meses. La financiación que consiguieron es por \$ 58.500.000. Estructuraron el instrumento con diferentes planes de amortización para cada una de las clases.

Guapaletas (Herfean Franquicias Alimenticias S.R.L)

Es de Buenos Aires, del sector Industria y emitió por \$ 8.000.000 a 24 meses que serán amortización en 4 cuotas semestrales iguales.

Construir S.A.

Sociedad Cordobesa dedicada a la Construcción. Emitió \$ 40.000.000 en una sola serie a 36 meses que se amortizarán en 36 cuotas iguales.

Esquina 3 S.A.

Emisora de Buenos Aires dedicada a la Construcción, emitió en dos Clases en U\$. La Clase A por U\$1.050.000 a 36 meses y se amortizará en dos cuotas del 50% en los meses 24 y 36. La Clase B por U\$ 450.000 a 48 meses, que se amortizará en una sola cuota al final en el mes 48.

Cheque de pago de diferido

En la siguiente tabla se puede observar que la tasa promedio que consiguieron las Pyme en Mayo es de un 33,09%, inferior a los sobregiros bancarios o instrumentos de financiamiento convencional de igual plazo.

Tabla 5: Tasas ponderadas cheque de pago diferido

Avalados												
Días de plazo	0 a 30	31 a 60	61 a 90	91 a 120	121 a 150	151 a 180	181 a 210	211 a 240	241 a 270	271 a 300	301 a 330	331 a 360
may-17	22,76	23,13	22,82	23,20	23,06	23,23	23,22	23,12	23,20	23,11	22,96	22,92
jun-17	23,30	22,55	22,52	22,35	22,09	22,06	22,34	22,12	22,11	21,85	22,16	22,09
jul-17	26,70	26,54	26,46	26,33	26,11	25,84	25,56	25,56	25,61	25,42	25,34	25,26
ago-17	27,72	27,45	27,29	27,18	27,10	26,77	26,49	26,40	26,31	26,36	26,33	26,27
sep-17	28,05	27,98	27,89	27,67	27,60	27,47	27,51	27,36	27,34	27,41	27,35	27,31
oct-17	28,35	28,34	28,07	27,95	27,90	27,92	27,81	27,81	27,72	27,67	27,73	27,69
nov-17	30,56	30,60	30,37	30,14	29,96	29,95	30,03	29,90	30,00	29,92	30,22	29,85
dic-17	30,41	29,58	29,42	29,50	29,45	29,38	29,24	29,33	29,17	29,29	29,13	29,15
ene-18	27,50	27,05	26,89	26,78	26,87	26,84	26,86	26,87	26,84	26,74	26,77	26,79
feb-18	27,84	27,50	27,41	27,14	27,19	27,08	27,14	27,11	27,15	27,16	27,19	27,15
mar-18	27,48	26,92	26,62	26,62	26,56	26,36	26,46	26,33	26,44	26,62	26,52	26,23
abr-18	27,33	27,33	27,06	27,31	27,24	26,91	27,04	26,96	26,84	26,95	27,34	27,10
may-18	33,66	34,46	33,73	33,32	32,79	33,14	32,57	32,88	31,90	31,78	32,54	31,86
Tasa promedio en mayo 2018								33,09%				

Fuente: información interna de First Corporate Finance Advisors (2018)

Pagaré bursátil

Si bien el pagaré bursátil obtuvo una tasa del 36.04%, superior a la obtenida por el cheque de pago diferido. Se utilizó este instrumento por plazos de hasta 3 años.

Tabla 6: Tasas ponderadas cheque de pagaré bursátil

Días de plazo	Pagares												
	may-17 (**)	jun-17 (***)	jul-17 (***)	ago-17 (***)	sep-17 (**)	oct-17 (***)	nov-17 (***)	dic-17 (***)	ene-18 (***)	feb-18 (***)	mar-18 (***)	abr-18 (***)	may-18 (***)
0 a 30	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	8,25
31 a 60	--	--	--	7,00	--	--	8,25	--	7,72	--	--	8,00	8,50
61 a 90	--	--	--	--	8,00	8,00	8,25	--	--	7,95	8,00	--	8,75
91 a 120	6,00	6,00	--	--	--	7,52	--	8,55	--	--	7,93	8,00	34,00 / 8,82
121 a 150	7,00	6,04	6,75	--	7,75	--	33,10 / 8,00	7,92	7,72	7,92	7,63	8,55	38,00 / 8,53
151 a 180	6,25	5,59	6,01	7,45	8,11	7,54	33,10 / 7,71	7,66	28,64 / 8,12	8,20	26,00 / 8,02	8,29	33,00 / 8,30
181 a 210	6,19	5,80	5,80	7,65	8,30	7,74	31,29 / 7,99	8,25	29,50 / 8,09	26,99 / 7,92	25,38 / 8,08	26,02 / 8,37	32,41 / 8,68
211 a 240	6,11	6,30	6,61	7,94	8,38	7,70	33,10 / 8,29	8,45	8,17	7,90	8,20	8,21	35,00 / 8,78
241 a 270	5,49	6,25	7,00	7,98	8,26	7,60	33,10 / 8,22	8,24	30,00 / 8,19	8,11	25,75 / 8,23	8,58	30,95 / 8,57
271 a 300	6,19	5,60	6,93	7,74	7,78	7,67	30,30 / 8,15	8,02	28,46 / 8,12	8,31	26,50 / 8,20	26,50 / 8,61	34,9 / 8,91
301 a 330	6,35	6,29	6,88	7,66	8,17	27,50 / 7,43	33,10 / 8,40	8,14	8,30	8,43	27,37 / 8,11	8,49	36,12 / 8,84
331 a 360	6,31	22,00 / 6,18	26,00 / 6,92	7,74	8,06	28,00 / 7,60	31,65 / 8,29	30,39 / 8,38	29,58 / 8,32	29,06 / 8,23	28,69 / 8,34	29,16 / 8,58	34,54 / 8,89
361 a 390	6,40	6,18	7,01	27,00 / 7,80	7,83	7,82	31,14 / 8,35	8,61	29,89 / 8,27	30,00 / 8,45	27,83 / 8,36	27,47 / 8,49	36,61 / 8,56
391 a 420	6,69	6,03	7,00	27,00 / 8,03	7,46	7,76	33,10 / 8,60	8,58	30,75 / 8,49	8,57	32,56 / 8,45	8,49	34,75 / 8,61
421 a 450	6,74	6,33	7,78	27,00 / 7,45	7,48	7,69	33,15 / 8,30	8,59	30,00 / 8,12	30,00 / 8,63	31,71 / 8,30	30,24 / 8,49	35,32 / 9,04
451 a 480	6,00	6,39	7,29	27,00 / 8,00	7,67	7,51	31,31 / 8,64	8,59	29,84 / 8,24	8,73	27,87 / 8,42	26,50 / 8,36	34,81 / 8,44
481 a 510	--	6,14	6,43	27,25 / 7,00	8,19	8,50	33,15 / 8,67	9,00	30,00 / 8,55	28,00 / 8,42	30,00 / 8,58	9,11	35,66 / 8,44
511 a 540	6,44	5,90	7,00	27,25 / 8,25	7,75	7,93	33,15 / 8,70	8,37	8,38	27,82 / 8,33	8,44	8,57	34,50 / 8,51
541 a 570	5,96	6,07	7,23	27,25 / 8,42	8,18	7,74	31,31 / 9,03	8,56	29,00 / 8,65	8,43	26,86 / 8,66	26,35 / 9,04	33,50 / 8,69
571 a 600	5,89	6,00	7,47	27,25 / 7,73	8,44	--	33,15 / 8,63	8,94	8,44	8,50	30,07 / 8,95	8,86	37,66 / 8,83
601 a 630	--	6,30	8,00	27,25	8,36	8,32	33,15 / 8,75	7,58	8,40	28,00 / 8,5	8,62	8,49	37,66 / 10,00
631 a 660	--	5,95	8,00	27,25 / 8,00	7,87	8,26	30,78 / 8,87	7,50	29,00 / 8,50	8,75	27,00 / 8,68	27,00 / 9,00	36,70
661 a 690	--	6,62	7,71	27,25 / 8,17	7,39	8,23	31,16 / 8,56	8,54	9,00	8,32	8,84	9,54	36,84 / 8,87
691 a 720	6,00	22,25 / 6,23	7,36	27,03 / 7,85	7,88	7,75	32,54 / 8,76	35,00 / 8,15	31,20 / 8,57	30,54 / 9,07	34,31 / 9,03	8,72	37,80 / 8,72
721 a 750	--	--	25,00 / 7,26	27,00 / 8,95	7,98	8,20	31,85 / 8,66	8,97	32,18 / 8,95	31,44 / 8,29	32,58 / 8,62	28,18 / 9,04	38,13 / 9,19
751 a 780	--	--	8,00	27,00 / 7,4	8,00	--	33,75 / 8,40	9,34	32,00 / 9,10	--	32,86	8,87	37,66 / 9,21
781 a 810	--	5,74	8,00	27,00	7,91	8,50	34,00 / 9,45	9,08	8,75	9,00	32,25 / 9,65	9,50	36,50 / 9,75
811 a 840	6,50	6,90	8,11	27,00 / 8,5	--	8,50	34,00 / 8,50	9,34	--	31,00 / 10,25	27,50 / 9,01	30,60 / 8,50	39,39 / 9,50
841 a 870	7,00	6,30	7,26	27,25 / 8,25	9,50	--	34,00 / 8,74	9,28	8,40	8,67	34,00 / 9,18	9,50	9,64
871 a 900	--	6,10	0,00	27,25 / 8,75	7,50	8,48	34,00 / 8,72	9,04	9,16	29,00 / 8,76	35,00 / 9,17	9,48	34,00 / 8,64
901 a 930	--	6,00	7,05	27,25 / 8,25	--	--	34,00 / 8,62	9,07	29,00 / 9,09	8,47	27,86 / 8,85	27,24 / 8,50	9,05
931 a 960	--	6,75	0,00	27,25 / 8,50	--	--	34,00 / 8,54	9,28	35,00	8,50	27,00	8,75	9,25
961 a 990	--	6,50	0,00	27,25 / 8,50	7,50	8,30	34,00 / 8,56	7,45	35,00 / 8,50	9,00	9,40	9,00	9,86
991 a 1020	--	--	0,00	27,25 / 8,50	--	8,50	31,00 / 8,25	9,34	9,25	10,25	27,50 / 9,69	--	--
1021 a 1050	7,00	6,58	8,00	27,25 / 8,50	7,95	8,45	30,79 / 9,02	8,68	8,91	8,33	34,05 / 8,85	27,00 / 9,75	38,90 / 8,99
1051 a 1080	7,12	6,25	7,52	27,25 / 8,08	7,74	8,05	30,50 / 8,85	45,00 / 8,15	31,35 / 9,23	29,00 / 10,74	34,40 / 9,21	29,57 / 9,06	41,27 / 9,39
1081 a 1110	--	--	7,86	8,62	8,50	8,73	30,00 / 8,90	40,00 / 8,49	29,00 / 9,25	--	33,08 / 9,50	30,84 / 8,55	--
	Tasa promedio en mayo 2018								36,04 (*) / 8,77 (**)				

Fuente: información interna de First Corporate Finance Advisors (2018)

Obligaciones Negociables

En los siguientes cuadros se observa un resumen de Pyme que han utilizado Obligaciones Negociables. Es uno de los instrumentos más promocionados por la Comisión Nacional de valores por los plazos que se obtuvieron para su financiamiento y los montos en cada colocación permiten usar este instrumento a mayores plazos.

Tabla 7: Tasas ponderadas cheque de obligaciones negociables

Obligaciones negociables						
Denominación	Sector	Fecha de colocación	Moneda	Monto colocado	Vto.	Tasa de corte
Red Surcos S.A.	Comercial	27/06/17	AR\$	99.917.538	27/06/19	Badlar+5,00% / 7,25%
Agroempresa Colón S.A.	Agropecuario	18/07/17	U\$S	4.000.000	18/07/19	6,90%
Plural Coop. de Créd., Cons. y Viv. Ltda. - Serie III	Financiero	25/08/17	AR\$	35.000.000	10/09/19	Badlar + 7,75%
Ebucar S.A. - Serie IV	Inmobiliaria	29/08/17	AR\$	6.000.000	01/09/19	Badlar + 7,50%
Sicom S.A. - Serie IV	Financiero	12/09/17	AR\$	60.000.000	12/09/20	Badlar + 6,50%
Micro Lending S.A. - Serie III	Financiero	04/10/17	AR\$	35.000.000	04/10/20	Badlar + 7,00%
Actual S.A. - Serie VI - Clase I	Financiero	03/11/17	AR\$	8.000.000	03/05/19	Badlar + 8,10%
Actual S.A. - Serie VI - Clase II	Financiero	03/11/17	AR\$	3.150.000	03/11/20	Badlar + 8,74%
Centro Card S.A. - Serie VI - Clase I	Financiero	16/11/17	AR\$	6.600.000	16/05/19	Badlar + 8,00%
Centro Card S.A. - Serie VI - Clase II	Financiero	16/11/17	AR\$	6.600.000	16/11/20	Badlar + 10,00%
S.E.D.A. P.I.C. S.A.	Alimenticio	12/12/17	AR\$ / U\$S	39.000.000/3.527.908	12/12/18	Badlar + 6,1% / 6,69%
Sistemas Unificados de Crédito Dirigido S.A.	Financiero	11/01/18	AR\$	47.450.000	11/07/19	Badlar + 7,2%
Coop. de Créd., Cons. y Serv. Soc. La Plata Ltda.	Financiero	19/01/18	AR\$	75.000.000	19/07/19	Badlar + 6,75%
BF Argentina S.A. - Clase II y III	Informática	26/01/18	AR\$	60.000.000	26/01/2021 - 26/01/2023	Badlar + 4,20% / 4,50%
Sion S.A. - Serie II - Clase A y B	Informática	28/02/18	AR\$	32.000.000/28.000.000	28/02/2024 - 01/03/2021	Badlar + 7,40% / 6,24%
Actual S.A. - Serie VII	Financiero	13/04/18	AR\$	10.000.000	13/04/19	34,65%
Centrocard S.A. - Serie VII	Financiero	24/04/18	AR\$	10.000.000	24/04/19	34,60%
Total emitido 2018				\$ 262.450.000		USD 13.522.135
Total emitido 2017				\$ 489.067.537		USD 29.084.912

Fuente: información interna de First Corporate Finance Advisors (2018)

Tabla 8: Tasas ponderadas cheque de obligaciones negociables garantizadas por CNV

Obligaciones negociables garantizadas CNV						
Denominación	Sector	Fecha de colocación	Moneda	Monto colocado	Vto.	Tasa de corte
Villanueva e Hijos S.A.	Construcción	23/08/17	AR\$	6.000.000	25/05/19	Badlar + 4,75%
RDA Renting S.A.	Comercial	04/09/17	AR\$	15.000.000	04/09/19	Badlar + 5,99%
Fraher Group S.A.	Construcción	26/10/17	AR\$	5.000.000	25/10/20	Badlar + 7,00%
Emprendimiento Industrial Mediterráneo S.A. - S. II	Comercial	22/12/17	AR\$	15.000.000	22/12/20	Badlar + 7,00%
Agroempresa Colón S.A. - Serie III	Agropecuario	12/01/18	U\$S	400.000	12/01/21	7,50%
Construir S.A. - Serie IV	Construcción	08/02/18	AR\$	40.000.000	08/02/21	Badlar + 6,50%
Puerto Las Palmas S.A. - Clase A y B	Agropecuario	28/02/18	AR\$	33.500.000/25.000.000	15/02/2020 - 15/02/2023	Badlar + 6,00% / 6,50%
Anta del Dorado S.A.	Agropecuario	27/03/18	U\$S	1.000.000	27/03/21	7,25%
Esquina 3 S.A. - Serie I - Clase A y B	Inmobiliario	18/04/18	U\$S	1.050.000 / 450.000	18/04/2021 - 18/04/2022	7,00% / 7,50%
Cilbrake S.R.L.	Comercial	02/05/18	AR\$	20.000.000	02/05/21	Badlar + 7,00%
Del Fabro Hnos y Cía S.A. - Serie I - Clase A y B	Agropecuario	03/05/18	U\$S	700.000 / 300.000	03/05/2021 - 03/05/2024	7,50% / 8,00%
Total emitido 2018				\$ 199.425.000		USD 9.755.401
Total emitido 2017				\$ 41.000.000		USD 2.332.035

Fuente: información interna de First Corporate Finance Advisors (2018)

3. Metodología de la investigación

3.1 Paradigma

Khun (1970) define un paradigma como:

Una matriz disciplinaria que abarca generalizaciones, supuestos, valores y creencias y ejemplos compartidos de lo que constituye el interés de la disciplina. Enumera cuatro aspectos sobre la utilidad de los paradigmas, el primero se refiere como guía para los profesionales de una disciplina al indicar los problemas, cuestiones e interrogantes con los que se enfrenta. El segundo aspecto es que orienta la construcción de modelos y teorías cuya finalidad es tratar de resolver los problemas. En tercer lugar establece los criterios para el uso de las herramientas pertinentes, desde la metodología, instrumentos para la recolección de datos, etc. Y en cuarto lugar brinda una epistemología.

Desde esta perspectiva, la diferencia central entre los paradigmas cuantitativo y cualitativo encuentra su argumento clásico en las corrientes filosóficas del realismo e idealismo y sus reformulaciones. El proceso de conocimiento, o mejor dicho, cómo conocemos lo que conocemos, encuentra diferentes respuesta desde estas posturas.

Teniendo en cuenta la definición brindada por Khun, hemos considerado como la mejor alternativa tener una mirada integral, enfocando la investigación desde un paradigma tanto cuantitativo como cualitativo, lo cual nos ayudó a tener información sólida y de esta manera atender los múltiples objetivos fijados.

Por una parte, se investigaron datos objetivos sobre las Pyme que utilizaron los instrumentos financieros ofrecidos en el Mercado de Valores y por otro lado, se

analizaron las características de las pequeñas y medianas empresas relativas a sus necesidades de financiamiento.

3.2 Tipo de investigación

Best (1988) se refiere a la investigación descriptiva como:

Aquella que minuciosamente interpreta lo que es. Está relacionada a condiciones o conexiones existentes, prácticas que prevalecen, opiniones, puntos de vista o actitudes que se mantienen, procesos en marcha, efectos que se siente o tendencias que se desarrollan.

La investigación descriptiva concierne a cómo lo que es o lo que existe se relaciona con algún hecho precedente que haya influido o afectado una condición o hecho presente, señala como tipos de estudios descriptivos a:

- El estudio de conjunto (extenso y transversal), trata de un número de casos relativamente grande en el momento dado y obtiene estadísticas deducidas de grupos de casos especiales.

- El estudio de casos (intenso longitudinal) analiza detalladamente un solo caso o un mínimo limitado de casos típicos. El análisis es detallado y completo, anotando cambios, desarrollo o crecimiento en su ciclo vital

- Estudios comparativos causales. Intenta dar respuesta a los problemas planteados por el análisis de las relaciones causales. Como casi siempre es factible para estudiar las causas es un análisis de lo que realmente ocurre.

Según la definición mencionada, la presente investigación adoptó un enfoque descriptivo y correlacional. El objetivo del trabajo descriptivo se centró en las conocer a partir de la experiencia de las Pyme que utilizaron el Mercado de Valores para financiarse, los beneficios o inconvenientes que tuvieron, las tasas de financiamiento que consiguieron y la viabilidad de su utilización. También, analizamos testimonios de expertos en el Mercado Bursátil argentino, para tener la visión de ambas partes, tratando de esta manera no tener una mirada sesgada.

Por otro lado, el trabajo correlacional consistió en vincular el instrumento financiero con su finalidad de utilización. Se aspiró a conocer si los instrumentos que las Pyme utilizan del Mercado de Valores surgen como una alternativa conveniente para las mismas.

Consideramos para este trabajo una investigación transversal, ya que se obtiene información en un momento específico a una cantidad significativa de empresas.

3.3 Instrumentos

Hemos utilizado las entrevistas y las encuestas como los métodos para la investigación ya que son los instrumentos que más se alinean con los objetivos del presente trabajo. Por un lado, trabajamos con encuestas como instrumento descriptivo. Las mismas fueron realizadas a empresas Pyme que se financien a través del Mercado de Valores argentino. A través de estas, se buscó obtener respuestas objetivas de los empresarios entrevistados mediante una serie estructurada de preguntas.

Como segundo instrumento, destacamos la importancia de las entrevistas, ya que con ellas pudimos recabar información de profundidad sobre los temas tratados en la presente investigación, se hicieron preguntas flexibles y a desarrollar, lo cual nos permitió conocer las distintas experiencias de los entrevistados.

Se realizaron entrevistas a profesionales expertos en el rubro, donde se buscaron respuestas flexibles y de esta forma obtuvimos información pertinente para el análisis. Se realizó una entrevista semiestructurada, por lo que hubo una guía de preguntas, pero con la posibilidad de agregar o quitar preguntas a medida que transcurrió la entrevista. Para profundizar la presentación de estos conceptos y

experiencias obtenidas en el Mercado de Valores, se entrevistó a expertos en Pyme y expertos financieros.

Por el lado de los expertos financieros, se entrevistó a Matías Piñeyro, contador de la gerencia Pyme en la Comisión Nacional de Valores; Daniel Marín dueño y apoderado legal de Option Security S.A. y Miguel Angel Arrigoni, presidente de First Capital Markets.

Por el lado de los expertos en Pyme, las personas seleccionadas para la entrevista fueron: Carlos Venir, secretario de hacienda en Quilmes y miembro del directorio de la Confederación Argentina de la Mediana Empresa, Héctor Garabal, socio gerente del frigorífico Luvianka y César Hernán Abrudsky, socio fundador de General Plastic Corp. S.A.

3.4 Trabajo de campo

La investigación se realizó la por medio de encuestas a las empresas catalogadas como Pyme según la CNV que han utilizado instrumentos financieros del Mercado de Valores. Acorde a los resultados que se obtuvieron, se analizó la viabilidad de la utilización de dichos instrumentos y los aspectos positivos y negativos.

Por otra parte, se procedió a entrevistar a expertos financieros y expertos en Pyme, conforme a la búsqueda de recabar la experiencia actual acerca de los inconvenientes financieros que tienen las Pyme y los beneficios que les reportó la utilización de los instrumentos financieros ofrece el Mercado de Valores. Las entrevistas fueron guiadas por preguntas orientativas al tema pertinente de esta investigación con la posibilidad de incorporar preguntas adicionales.

Variables	Dimensiones	Indicadores	Instrumentos
<p><i>Management</i> de las Pyme</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Restricciones al financiamiento Pyme - Necesidades de financiación de las Pyme - Entorno económico 	<ul style="list-style-type: none"> - Motivos que impulsan a las Pyme a requerir financiamiento - Nivel de inversión en bienes de capital - Incidencia de la tasas de referencia del BCRA en la decisión de tomar crédito - Incidencia de la inflación en la decisión de tomar créditos - Incidencia del nivel de formalidad en la decisión de toma de créditos - Destino del financiamiento 	<ul style="list-style-type: none"> - Encuestas pregunta 2 - Entrevistas a expertos Pyme pregunta 5 - Entrevistas a expertos financieros y Pyme pregunta 9. - Entrevistas a expertos financieros y Pyme pregunta 9. - Entrevistas a expertos financieros y Pyme pregunta 11 y 10 respectivamente. - Encuestas pregunta de correlación con cada instrumento
<p>Financiamiento Pyme</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Mercado de Valores 	<ul style="list-style-type: none"> - Nivel de exigencia de requisitos para 	<ul style="list-style-type: none"> - Entrevista a experto Pyme pregunta 11

	<ul style="list-style-type: none"> - Instrumentos financieros en el Mercado de Valores 	<ul style="list-style-type: none"> financiar - Incremento en la utilización de los instrumentos financieros del Mercado de Valores - Instrumentos financieros más utilizados - Grado de aprobación de las solicitudes 	<ul style="list-style-type: none"> - Entrevista a experto Financiero pregunta 7. - Entrevista a experto Pyme pregunta 12 - Entrevista a expertos Pyme pregunta 11 - Entrevista a experto financiero pregunta 5
<p>Conocimiento de los instrumentos Financieros por las Pyme y Utilización de estos instrumentos.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Difusión de los instrumentos por la Comisión Nacional de Valores - Resultados de la utilización de los instrumentos financieros 	<ul style="list-style-type: none"> - Grado de conocimiento de los instrumentos financieros de la Bolsa de Comercio - Nivel de conformidad con la utilización de los instrumentos financieros 	<ul style="list-style-type: none"> - Entrevista a experto Pyme pregunta 12 - Encuestas pregunta 25

4. Análisis del trabajo de campo

A continuación, se analizaron los resultados obtenidos de las encuestas y entrevistas realizadas con el fin de llegar a la conclusión de la presente investigación.

4.1 Análisis de las entrevistas

4.1.1 Análisis de entrevistas a expertos financieros

Entrevista experto financiero 1:

La primera entrevista se realizó a Matías Piñeyro, contador y representante de la Comisión Nacional de Valores, entidad autárquica que como se explicó en el capítulo II de la presente investigación, es la que vela por la transparencia del Mercado de Valores y la correcta formación de precios.

Como primer punto, se destacó el crecimiento por parte de las Pyme en el Mercado de Valores que se dio a partir del año 2015, año en el que salieron al mercado las obligaciones negociables garantizadas, las cuales hacen que las Pyme dejen de ser el foco del riesgo, pasando el mismo a las Sociedades de Garantía Recíproca. Esto condice con lo expuesto en el segundo capítulo, el cual muestra que a pesar que es todavía muy poca la utilización del Mercado de Valores, ha habido un incremento de Pymes que optaron por utilizar el Mercado de Valores.

La calificación del riesgo ahora se enfoca en la entidad de garantía, el garante es una SGR o un banco que esté autorizado por la CNV. Esta situación hace que se consigan tasas de corte más bajas, ya que las SGR tienen un menor riesgo asociado que la Pyme en sí. Tal como se explicó con anterioridad en el segundo capítulo, las Sociedades de Garantía Recíproca actúan como garantía de las Pyme, desviando el riesgo de las Pyme y disminuyendo los riesgos de incobrabilidad.

Tal como se explicó anteriormente en el primer capítulo, en el cual se expresó que uno de los problemas de las Pyme se debe al descalce en sus cobros y pagos producto de ser proveedoras y clientes de grandes empresas, Matías Piñeyro hace foco en el riesgo incobrabilidad que esta situación genera en las Pyme.

Se coincidió con lo expuesto por la Comisión Nacional de Valores en el segundo capítulo del marco teórico en que las Pyme tienen cuatro alternativas para financiarse a corto y mediano plazo en el Mercado de Capitales: cheque de pago diferido, pagaré, fideicomiso financiero y obligaciones negociables.

Explicó que el instrumento que más se utiliza es el cheque de pago diferido, tal como se muestra en el gráfico 13 del segundo capítulo (Evolución del financiamiento Pyme). Dicho instrumento tiene un volumen extraordinario, ocupando el 80% de lo que representan las Pyme en el Mercado de Capitales.

Otro instrumento financiero del mercado es el pagaré, que como define la Comisión Nacional de Valores en el segundo capítulo, es documento que contiene una promesa de pago de una persona denominada deudor, que pagará a una segunda persona denominada beneficiario o acreedor.

Expresa también que los cheques de pago diferido y el pagaré tienen ciertas limitaciones, como plazos cortos, ya que el plazo que aceptan en el mercado es 1 año como tope, por lo que la financiación pasa a ser en promedio de 5 a 7 meses.

Luego, se encuentran las obligaciones negociables, mediante las cuales las empresas emiten un título público pero que es privado, es decir, es un título de deuda que emiten empresas privadas y que tienen renta fija. Pone mucho énfasis en los beneficios de garantizar el título, por una entidad de garantía o garantizadas por las Pymes exclusivamente. Esto se condice con los beneficios mencionados en el capítulo II, en el cual se expresa que la posibilidad de garantizar el título genera una disminución del riesgo y por lo tanto, una tasa más conveniente para las Pyme.

Se pone especial foco en la posibilidad de garantizar los cheques de pago diferido, pagarés y obligaciones negociables y contar con los beneficios de dicha garantía. Por último, están los fideicomisos financieros, que tal como se expresa en el segundo capítulo consisten en la compra por parte de un inversor de valores de deuda emitidos por un fiduciante a cambio de la devolución del dinero prestado más una tasa de interés durante un período de tiempo estipulado. Este es el único título del Mercado de Valores que no tiene la posibilidad de ser garantizado, pero por tiene la garantía de los bienes en cuestión.

Por otro lado, se comprueban los beneficios mencionados en el marco teórico por el autor Dumrauf.

A pesar de la variedad de instrumentos que hay disponibles, se cree que las Pyme no utilizan en mercado principalmente por dos factores: desconocimiento y miedo.

Uno de los beneficios esenciales que tiene el Mercado de Valores sobre el mercado tradicional, que es su menor burocracia. La CNV de la posibilidad de ingresar al mercado de manera totalmente digital, por lo que no hay que entregar ningún tipo de papel de manera personal. No se requiere de un estudio de asesores ya que desde el mismo organismo ofrecen asesoramiento sin costo alguno, a diferencia de lo que es el régimen general. Dichos beneficios condicen con lo expuesto en el tercer capítulo de la presente investigación, en el cual se mencionan los beneficios que tiene el Mercado de Valores sobre el bancario.

Otro beneficio se da en quien pone las condiciones. Por un lado, en el mercado convencional las reglas las pone el banco, a diferencia del Mercado de Valores, en el cual las Pyme son las que mandan.

Por último, en concordancia con lo expuesto por Fundación Observatorio Pyme en el primer capítulo del presente trabajo, las pequeñas y medianas empresas se ven en desventaja en lo que respecta a la su posición frente a los proveedores y clientes. Éstos suelen ser grandes empresas, y por esto son quienes imponen las reglas de juego: plazos en los cuales las Pyme quedan en una gran desventaja, ya que los pagos de clientes se efectúan a plazos muy largos, pero ellos deben pagar la materia prima a plazos muy cortos o a contado.

El Mercado de Valores, trata de revertir esta situación dando la posibilidad a las Pyme de descontar los cheques a una tasa de mercado, pudiendo así disponer del dinero líquido antes del plazo estipulado. Como se explica en el tercer capítulo del presente trabajo, la nueva Ley de Financiamiento Productivo, hace que estos trámites sean menos engorrosos, disminuyendo el nivel de burocracia anteriormente presente.

Los cambios efectuados fueron principalmente la disminución en la cantidad de requisitos solicitados: no es necesario hacer los trámites en una oficina CNV, sino que se hace todo mediante la página web, ya no hay veedores que se puedan meter en el directorio por parte de la CNV, las Pymes no están obligadas a tener sindicatura, antes había una inscripción del artículo 10 de la Ley de Obligaciones Negociaciones, donde todas las sociedades que emitían en el mercado estaban obligadas a hacer un aviso de promoción en el boletín oficial de lo que iban a emitir, lo cual sumado al tiempo que esto llevaba, también representaba un costo muy elevado.

Con la presente ley, se espera que las Pyme dejen de utilizar casi exclusivamente el cheque de pago diferido y el mercado bancario, migrando así a otros instrumentos del mercado. Se espera que pierdan el miedo al Mercado de Valores, que vean que es un mercado amigable y lo que hace es únicamente crear un ambiente en el que inversores y oferentes puedan encontrarse, vincularse y ver distintas posibilidades de inversión de manera clara.

La CNV está intentando cambiar el paradigma, dejar de otorgar créditos únicamente a las grandes empresas y promover la financiación de las pequeñas y medianas empresas, ayudando a su desarrollo y crecimiento.

Entrevista experto financiero 2:

La siguiente entrevista fue realizada a Miguel Angel Arrigoni, CEO de First Capital Markets.

En cuanto a su experiencia, tiene más de 35 años como asesor financiero a empresas, liderando distintos proyectos y buscando oportunidades en el Mercado de Capitales. Actualmente, en First Capital Markets se dedica a coordinar la división financiera, haciendo especial foco en las fusiones, adquisiciones, valuación de compañías, reestructuraciones y el manejo de instrumentos del Mercado de Capitales.

En primer lugar, al analizar las dificultades de las Pyme a la hora de solicitar financiamiento, tal como se expresó en el primer capítulo, considera su informalidad en el *management* como la principal causa por la que se frenan las solicitudes. Al no cumplir con los requisitos, como presentar balances e impuestos, pasa mucho tiempo desde que hacen el pedido de financiación hasta que la empresa sabe si va a obtener o no dicho crédito: deben contratar a una persona que recopile aquella información faltante, luego presentarla en el banco, éste la debe analizar, realizar una evaluación crediticia de la empresa.

Al igual que Carlos Venier, cree que gran parte de la informalidad de las Pyme se debe a la presión impositiva del país, que tal como se expresó en el primer capítulo, en Argentina es muy elevada, provocando que los empresarios desvíen el foco de tener la documentación al día y lo pongan exclusivamente en las ventas.

Por otro lado en las empresas que están en sus inicios muchas veces los dueños, es decir, la persona física, consigue mejor financiación que la empresa, persona

jurídica. Esto se debe a que la empresa todavía no cuenta con un historial crediticio, lo que dificulta el proceso de solicitud de créditos.

Esto, sin duda es una gran desventaja de las Pyme frente a las grandes empresas.

Otro gran problema de estas empresas, tal como se menciona en el apartado 1.5 del presente trabajo es el descalce de su capital de trabajo: su activo corriente no se ajusta al pasivo corriente. Tal como fundamenta Carlos Venier (secretario de hacienda en Quilmes y miembro del directorio C.A.M.E), las Pyme se encuentran en desventaja al tener que negociar con grandes empresas que imponen los plazos de pago, por lo que deben articular sus pagos contra los plazos de cobro de la menor manera posible.

A igual que Matías Piñeyro y como se explica en el segundo capítulo, considera que las SGR son una alternativa muy buena y muy utilizada en la actualidad para poder acceder a los diversos métodos de financiación a través del otorgamiento de garantías. Estas sociedades que están inscritas y aprobadas por la C.N.V, analizan las Pyme y son las que responden en caso que incumplan con el pago.

Desde First Capital Market, brindan asesoramiento sobre qué instrumento utilizar dependiendo sus necesidades. La conveniencia de utilizar el Mercado de Capitales o el mercado tradicional, varía dependiendo la necesidad de cada empresa. Explica que ningún financiamiento es mejor que otro, siempre una empresa debe fijarse en todos los métodos que ofrece el mercado.

Como se menciona en el primer capítulo, el BCRA impuso tras la LPIF que los bancos otorguen un monto a las Pyme a tasas reales negativas, esto es una clara oportunidad para las Pyme, por lo cual, no debe ser dejada de lado esta posibilidad. Desde que el gobierno impuso esta norma, los préstamos a las Pyme han crecido hasta un 45%.

Miguel considera, tanto como Carlos Venier, que las Pyme no utilizan el Mercado de Valores debido al desconocimiento existente y el gran temor que le tienen. Piensan que es un mercado en el que solamente las grandes empresas o expertos en finanzas pueden utilizar, lo cual no es real.

Por otro lado, al analizar los instrumentos más utilizados en el Mercado de Valores por las Pyme, nombra al cheque de pago diferido y como instrumento en crecimiento, las obligaciones negociables, lo cual reafirma lo expuesto en el gráfico número 1 recuperado del Instituto Argentino del Mercado de Capitales, en el cual se

puede ver el cheque de pago diferido como el instrumento más utilizado año tras año y las obligaciones negociables como instrumento en crecimiento el último año.

Señala como desventaja de los cheques de pago diferido que el plazo máximo es un año, no hay cheques de pago diferido a mediano plazo. Por otro lado, están los cheques avalados por las SGR, con los cuales se pueden conseguir tasas muy competitivas, ya que la SGR tiene un riesgo mucho menor que la Pyme, tal como se expresa en el segundo capítulo de la investigación.

En cuanto a los instrumentos de largo plazo, recomienda no utilizar instrumentos con tasa ajustable por CER o con el índice de precios al consumo, ya que estamos en un país con inestabilidad económica.

De las variables que impactan a la hora de requerir financiamiento, considera que las más importantes son, por el lado económico:

- La tasa de referencia del Banco Central: explica que hoy en día casi no hay proyectos que den retornos tan altos como para justificar el financiamiento a tasas tan elevadas como la tasa de referencia que fija el Banco Central. Esta situación dificulta extremadamente la financiación para las empresas pequeñas.
- La inflación: la Argentina es uno de los países con mayor inflación en el mundo, cuando lo ideal sería una inflación de un dígito, como tienen los países en desarrollo. Hay muchos aspectos que alimentan la inflación en el país, como el déficit fiscal producto del gasto nacional. La inflación en este país genera una inestabilidad tal que no es posible prever qué pasará en un futuro.

Ambas variables conciben con lo expuesto en el primer capítulo, en el cual se mencionan como las principales restricciones al financiamiento las altas tasas de interés, producto de una elevada tasa de referencia impuesta por el BCRA y la gran presión tributaria del país.

Considera también, que en los últimos años ha ido aumentando la difusión del Mercado de Valores a través de la CNV, incentivando que las Pyme se animen a utilizarlo, ya que es muy pequeño el porcentaje que opta por el mercado. Afirma, tal como se ha expresado en el tercer capítulo de este trabajo, que mediante la nueva Ley de Financiamiento Productivo los requisitos solicitados han disminuido considerablemente, permitiendo a las Pyme realizar los trámites de una manera más cómoda y ágil. Cree que esta ley es un gran avance en el financiamiento del país.

Entrevista experto financiero 3:

Daniel Marín, Licenciado en Economía Empresarial y especialista en el Mercado de Capitales, trabajó 18 años como Head de Corporate Banking & Financial Institutions en HSBC. Hace ya 15 años trabaja en Option Securities, es el socio fundador de la misma y apoderado legal.

Considera, al igual que la mayoría de los entrevistados y tal como se afirma en el primer capítulo, que la principal problemática de las Pyme se da en la informalidad de su *management*. Les es muy difícil cumplir con los requisitos que se solicitan a la hora de pedir un crédito, esto se debe a que muchas veces son empresas familiares que no tuvieron la necesidad de llevar un control estricto de su *management*, pero a la hora de solicitar créditos, éstos son requeridos. Las Pyme, se centran mucho en las ventas, descuidando el correcto control de su documentación. Este, es un problema que les tomará una gran cantidad de años a las Pyme, ya que requiere llevar los balances al día, hacer informes, liquidar los impuestos. Estas tareas requieren de una o varias personas abocadas a estas tareas y estas empresas no tienen tiempo ni dinero para esto.

Otro problema que señala, es el desconocimiento y la falta de tiempo de los gerentes. La mayoría de ellos están muy ocupados en tener todo bajo control, deben cumplir una gran cantidad de roles los dueños dentro de una pequeña empresa, por lo que no tienen tiempo para analizar las posibilidades que brinda el Mercado de Valores. Esta situación va acorde con la definición de Pyme brindada en el primer capítulo, la cual caracteriza a una Pyme como una organización con estructura y gestión flexible, en la cual una persona cumple más de un rol. También manifiesta que los dueños de las pequeñas y medianas empresas piensan que el Mercado de Capitales es únicamente para las grandes empresas y por esto es da miedo meterse en el mercado. Esto, es un pensamiento muy común en los dueños de dichas empresas ya que desconocen el mercado. Tal como se expresa en el tercer capítulo, no es necesario ser una grande empresa ni cotizar en bolsa para poder acceder al mercado, sino simplemente cumplir con los requisitos solicitados por la CNV.

Por otro lado, el costo de capital de las Pyme es muy elevado, por lo que el desarrollo de nuevos proyectos es casi incompatible con su realidad.

En cuanto al financiamiento, las empresas suelen utilizar las Sociedades de Garantía Recíproca, por lo que generalmente cuando solicitan financiación en el mercado, suele ser otorgado. Considera, al igual que el CEO de First Capital Markets, que no existe un financiamiento mejor que otro, todos ofrecen distintas ventajas y depende del proyecto que uno tenga, cuál utilizar.

Por ejemplo, el gobierno obligó a los bancos a prestar a una tasa inferior a la inflación lo cual es una oportunidad muy buena para las Pyme, tal como se expone en el primer capítulo con la modificación de la Carta Orgánica del BCRA en la cual se obliga a los bancos a otorgar un porcentaje de los créditos a las Pyme.

A pesar de los incentivos que tanto el mercado tradicional como el de Valores están ofreciendo, el financiamiento hoy en día es muy caro, ya que las tasas que toman sumado al costo por el riesgo de las Pyme hace que no sea rentable la financiación externa para las empresas.

La gran inestabilidad del país, está haciendo que desaparezca la financiación a mediano y largo plazo, ya que las Pyme no pueden prever qué ocurrirá en el futuro con el mercado.

Respecto al Mercado de Valores y en concordancia con lo expuesto por la CNV en el segundo capítulo, los instrumentos más utilizados son:

- Cheques de pago diferido descontado: se utilizan generalmente por el descalce que tienen las Pyme en su capital de trabajo. El cheque de pago diferido, tal como se explica en el segundo capítulo, permite descontar cheques antes de la fecha pactada.
- Obligaciones Negociables simples: es un instrumento de muy fácil utilización y que ofrece una gran ventaja frente a las obligaciones negociables tradicionales tras no tener que presentar los balances con tanta frecuencia.

En cuanto a las variables económicas que afectan la financiación, destaca entre las más importantes:

- Tipo cambiario: muchos proyectos, ventas y financiaciones se frenan debido a la situación frente al dólar. Actualmente estamos pasando por una crisis respecto al tipo de cambio y las actividades se paralizaron ya que nadie quería vender porque no se sabía cuánto valía el dólar, no había precios de referencia.

- Inflación: en la Argentina, se dan grandes fluctuaciones en la inflación y las Pyme al depender exclusivamente del consumo interno son las más perjudicadas.
- Tasa de referencia: el Banco Central subió la tasa de referencia a un 40% (la tasa de referencia, es la rentabilidad obtenida por financiar al gobierno), por lo que si la tasa de referencia aumenta, el préstamo a las Pyme (que tienen un riesgo mayor), será aún más elevado.
- Déficit fiscal: que el gobierno gaste más de lo que ingresa al país afecta toda la economía y por lo tanto, a la economía de las Pyme.

En cuanto a la Ley de Financiamiento Productivo, cree que es un gran avance para las Pyme, pero que todavía falta mucho para llegar a lo que es el financiamiento en el resto del mundo.

Cree que es una buena oportunidad para que las Pyme se animen a utilizar el Mercado de Valores y les da la facilidad de poder descontar cheques de forma electrónica, tal como se expone en el tercer capítulo, lo cual les sirve para cubrir la brecha que tienen en la financiación de su capital de trabajo.

También permitirá capitalizar empresas tomando deuda para financiar sus activos fijos y utilizar su caja para financiar el día a día.

Por otro lado, a las sociedades de bolsa les permitirá crear sinergias con las bolsas del exterior y con esto aprovechar las oportunidades.

4.1.1.1 Análisis de los datos obtenidos

Tras haber realizado las encuestas a expertos financieros, consideramos tener una mirada definida sobre los indicadores que se desean analizar. A continuación, realizamos un cuadro comparativo con los tres entrevistados para poder así comprender las similitudes y diferencias que tienen en cuanto a sus opiniones.

Indicador	Experto 1	Experto 2	Experto 3
-----------	-----------	-----------	-----------

Incidencia del nivel de formalidad en la decisión de toma de créditos	Si, influye	Si, influye	Si, influye
Grado de aprobación de las solicitudes	No responde	Si	Si
Es más conveniente el Mercado de Valores que el convencional	Si	Depende de las necesidades de cada empresa	Depende de las necesidades de cada empresa
Instrumento más utilizado por las Pyme	Cheque de pago diferido. Está aumentando el uso de las ON (tras la posibilidad de garantizar el título)	Cheque de pago diferido Crecimiento significativo de las ON	Cheque de pago diferido Crecimiento significativo de las ON
Variables económicas y políticas que repercuten en el financiamiento	No responde	Inflación Tasa de referencia	Tipo cambiario Inflación Tasa de referencia Déficit fiscal
Hay más formalidad en el <i>management</i> de las Pyme	No responde	No	No
Razones por las cuales no utilizan el Mercado de Valores	Desconocimiento Miedo	Desconocimiento Miedo	Desconocimiento Miedo Falta de tiempo
Opinión sobre la nueva Ley de Financiamiento Productivo	Disminución de requisitos y mayor agilidad	Disminución de requisitos y mayor agilidad	Disminución de requisitos y mayor agilidad

Conclusión entrevistas a Expertos Financieros:

Todos los expertos financieros coinciden que el ambiente macroeconómico hostil para las Pyme presiona sobre las necesidades financieras en el corto plazo. La tasa de referencia alta y un *management* general informal hacen que los prestamistas del mercado convencional exijan una prima de riesgo muy superior a la compatible con la actividad económica de las empresas.

La alternativa del mercado de valores se ha ido incrementando año tras año y es una oportunidad para mejorar las tasas que las Pyme obtuvieron en el mercado convencional y sin embargo no son muy utilizadas principalmente por desconocimiento sobre el uso de estos instrumentos y miedo.

En general todos concuerdan que la Nueva Ley de Financiamiento Productivo disminuye los requisitos y es un paso inicial para mejorar el financiamiento de las Pyme en el Mercado de Valores, sin embargo se verá esta ley en funcionamiento en los próximos meses, los descuentos de las facturas, la tasa de financiamiento que consigan las Pyme.

4.1.2 Análisis de entrevistas a expertos Pyme

Entrevista experto Pyme 1:

Esta entrevista fue realizada a Carlos Venier, actual secretario de hacienda en Quilmes, miembro del directorio de la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (C.A.M.E.) y dueño de una Pyme textil hace 52 años.

Tal como los autores Fraile, Preve y Sarria Allende caracterizan a las pequeñas y medianas empresas en el primer capítulo de la investigación, Carlos Venier afirma que en una Pyme el dueño debe estar listo para pasar de negociar con grandes empresas a operar una máquina “yo a la mañana me vestía de saco y corbata para ser empresario y a la tarde me ponía el overol para ser obrero en la fábrica, uno tiene que pasar por todos esos estamentos”. Este testimonio explica muy bien la situación de las Pyme, ya que no pueden contar con una persona para cada tarea. Dicha situación, es uno de los causantes del problema que tienen estas empresas en su *management*, ya que muchas veces los dueños no tienen el conocimiento

suficiente para llevar a cabo esta cantidad de tareas y como resultado de esto, surge un *management* ineficiente.

En cuanto a los problemas que enfrenta una Pyme, explica que siempre están dentro de un entorno económico y político, por lo que resulta imposible analizar una empresa sin tener en cuenta su entorno. Hoy en día, las Pyme dependen únicamente del mercado interno, por lo que cualquier circunstancia que afecte al país, los afecta a ellos. Entre las variables del entorno económico que las afectan se encuentran:

- Importación: la apertura de la importación provoca una importante disminución del consumo nacional, ya que las empresas extranjeras tienen menores costos que las empresas argentinas. En el año 2013 las Pyme tuvieron un gran crecimiento del consumo interno, y han podido invertir en modernizar sus maquinarias. Esta situación, se frenó con la apertura a las importaciones, se ha notado una disminución en las ventas del 4% en comparación con el año anterior, porcentaje que se replica mes tras mes.
- Devaluación de la moneda nacional: al aumentar el dólar, los insumos que se necesitan para la fabricación inevitablemente aumentan, por lo que la empresa debe optar por trasladarlo a sus precios u obtener una menor rentabilidad. Por otro lado, a pesar que la materia prima aumente, los salarios siguen siendo los mismos, por lo que el consumo disminuye.
- Impuestos: tal como se expresa en el primer capítulo, las excesivas cargas impositivas que tienen que pagar las Pyme en Argentina las deja una desventaja abismal en comparación con el resto del mundo, dejándoles muy poca posibilidad de competir con empresas extranjeras. De esta problemática, surge uno de los problemas más importantes de las Pyme, sus inconsistencias en el *management*.

En concordancia con lo expuesto en el gráfico 7 (Razones de la falta de financiamiento en las Pyme), muchas veces no tienen la posibilidad de pedir financiamiento debido a que no cumplen con los requisitos necesarios; esto se debe a que gran parte de sus ventas las hacen en negro para poder así evitarse el pago de impuestos, pudiendo entrar en el mercado a precios más competitivos y aumentando la rentabilidad de la empresa.

Carlos Venier compara su empresa con otra que se dedica a lo mismo, tiene las mismas maquinarias y materias primas que él, pero está ubicada en Francia. Explica

que la fábrica francesa, utilizando los mismos procesos e insumos que la argentina puede llegar a precios menores. Esto, no se debe a la eficiencia que tenga la empresa, sino a los costos que exceden a la empresa: impuestos y gastos de logística.

En cuanto a las dificultades financieras, explica que las Pyme tienen problemas que repercuten negativamente en el desarrollo y crecimiento de las mismas. Como primer punto, señala que los dueños de las empresas creen que autofinanciar la compra de una nueva maquinaria es algo positivo, lo cual es una falacia ya que es preferible financiar el día a día de la empresa y pedir financiación para la compra de activos fijos. Las empresas deberían utilizar el capital propio para poder dar mejores plazos a los clientes y de este modo ser más competitivos en el mercado en el que operan.

Otro problema de financiación que impacta negativamente en las pequeñas y medianas empresas es el hecho de no contar con antecedentes bancarios. Es muy difícil poder obtener un crédito a una tasa competitiva si no tenés historial bancario, ya que a las entidades financieras no le importa el proyecto que la empresa desea financiar en sí, lo que se fijan a la hora de otorgar créditos es el riesgo de la empresa en general.

Esta es una de las grandes diferencias que tiene el sistema financiero de nuestro país con otros países del mundo, por ejemplo Brasil, donde las empresas piden préstamos para financiarse y las entidades revisan si el proyecto que proponen es viable o no, dándoles a las empresas un *feedback* de las mejoras que pueden hacer para que el proyecto funcione y les puedan otorgar el crédito.

Tal como se explica en el primer capítulo con la teoría del *Pecking Order*, las empresas deciden utilizar el capital propio como principal método financiarse. Carlos explica que esto se debe por un lado, a que los empresarios tienen la idea de que pedir dinero es algo negativo y por otro lado, porque las tasas ofrecidas son mayores a la rentabilidad, por lo que les resulta casi imposible poder pagar la deuda contraída.

En concordancia con lo expuesto por Finance Gap, el Fondo Monetario Internacional y los expertos financieros, afirma que el Mercado de Valores ofrece mejores tasas que el mercado bancario, pero a pesar de esto, es muy pequeña la cantidad de Pymes que lo utilizan. Lo atribuye principalmente a la falta de difusión y a la

mentalidad conservadora de los empleados del mercado a solo dar créditos a las grandes empresas.

También, ve como un aspecto a mejorar en el Mercado de Valores la negociación de cheques diferidos: en el mercado solo se pueden negociar cheques de empresas que cotizan en bolsa o que tienen el aval de una sociedad de garantía recíproca, no da la posibilidad de descontar un cheque de una empresa cualquiera. Este testimonio, pone en manifiesto el desconocimiento ya mencionado que tienen los dueños de las Pyme con respecto al Mercado de Valores, ya que a lo largo de la presente investigación se pudo demostrar que esto no es cierto.

Entrevista experto Pyme 2:

En esta instancia, se entrevistó a Héctor Garabal, gerente del frigorífico Luvianka desde el año 2001.

Su experiencia laboral nace en 1982 en el mercado financiero en una empresa extrabursátil del microcentro porteño. En el año 1986 se incorporó a la financiera Exprinter (que posteriormente se transformó en Banco Exprinter) donde desempeñó distintas funciones hasta llegar a ser *trader* de la mesa de dinero, operando *trading* de pesos y compra/venta de divisas. En el banco cumplió varios roles: en la época de las privatizaciones comenzó a operar acciones de Ypf y Telefónica, luego fue operador del banco en el recinto de la bolsa de comercio, como mandatario de dicha empresa.

En 1995 se incorporó al Banco República donde también trabajó en la función de operador en la mesa de dinero, operando las acciones anteriormente mencionadas.

En 1996 se asoció con un corredor de divisas donde conjuntamente trabajaron con una empresa americana llamada Cantor Fitzgerald, donde operaban bonos y acciones desde Buenos Aires y Nueva York a distintas partes del mundo.

Finalmente, en el año 2001 se incorporó a la industria alimenticia y hasta el día de la fecha es socio y gerente del frigorífico Luvianka.

Hemos elegido entrevistar a Héctor Garabal por la particularidad de tener una amplia experiencia y conocer sobre la existencia del Mercado de Valores y los instrumentos que se ofrecen, pero sin embargo decide no utilizar dicho mercado para financiarse. Este testimonio, nos brindó una mirada desde la perspectiva de las empresas que no utilizan el Mercado Bursátil argentino, que tal como se expone en el gráfico

número 5 (recuperado de First Corporate Finance Advice), es la gran mayoría de las Pyme.

Las necesidades de financiación, están en concordancia con lo expuesto por First Corporate Finance Advisors en el primer capítulo del presente trabajo, ya que ambos consideran que las principales necesidades de las pequeñas y medianas empresas se dan por la necesidad de expansión y para el desarrollo habitual de la actividad.

A pesar que la empresa cumple los requisitos necesarios para solicitar un crédito, deciden autofinanciarse, ya que las opciones que hay en el mercado no les parecen rentables.

Dichas necesidades prefiere resolverlas con capital propio, ya que tal como se mencionó anteriormente con la teoría del *Pecking Order*, las empresas prefieren utilizar el dinero propio debido a que encuentran que las tasas ofrecidas para financiarse son elevadas y poco convenientes. En este caso, el único instrumento que utilizan para financiarse externamente es el *Leasing*, que tal como se explicó en el segundo capítulo, es uno de los métodos convencionales más utilizados hoy en día para la compra de activos fijos. A través de este instrumento, financian la compra de maquinarias, con el beneficio de que la empresa no debe hacer un desembolso inicial de dinero grande, sino que realiza el pago mediante cánones mensuales.

Héctor al igual que Carlos Venier y en concordancia con la definición de Pyme citada en el primer capítulo, señala como uno de los problemas que tienen las Pyme la necesidad de tener que cubrir varias tareas con muy pocas personas, lo que genera que se desperdicie mucho tiempo, disminuyendo la eficiencia de la empresa. Explica que estos problemas se dan mayormente cuando la empresa está en sus inicios, pero a medida que la empresa pasa a ser una mediana empresa, esto va disminuyendo. Este problema, sin duda afecta el *management* de la empresa ya que muchos procesos no se formalizan y se generan inconsistencias.

Considera que tanto el contexto económico como político están estrechamente vinculados con el desarrollo de la empresa, ya que siempre se opera en función al entorno. En lo que respecta al contexto económico y en concordancia con los factores expuestos en el primer capítulo, las variables que más influyen a la hora de requerir financiamiento son:

- Tasa de referencia
- Tipo de cambio
- Inflación

A la hora de solicitar préstamos, una variable política que influye es la credibilidad del gobierno, ya que esto impacta directamente en la tasa de interés que el mismo pueda conseguir. Hoy en día, las tasas son elevadas por este factor y por la volatilidad que tiene el país.

La tasa de interés es lo primero que una empresa mira a la hora de requerir financiación, pero lo que a muchas les sucede es que las tasas son tan elevadas que sobrepasan el nivel de rentabilidad que la empresa puede llegar a lograr, por lo que hace que financiarse externamente deje de ser una opción para las Pyme.

Entrevista experto Pyme 3:

Para concluir con las entrevistas, hemos decidido entrevistar a César Hernán Abrudsky por su larga experiencia como presidente de Pyme y su amplio conocimiento en las finanzas.

Como primer punto, se procedió a analizar los problemas que se presentan habitualmente en una Pyme, entre los cuales se consideraron como los más frecuentes:

- Falta de capital de trabajo: tal como se mencionó en el apartado 1.4 del presente trabajo, lleva a las requerir financiamiento, que es otro gran problema que enfrentan las Pyme. La falta de capital de trabajo se da por varios motivos:
 - Sistema impositivo: te quita dinero de modo exagerado a través de los impuestos, por los pagos que uno tiene que hacer de iva e impuestos a las ganancias. Esto reafirma lo expresado en el primer capítulo, en el cual se considera la presión fiscal como uno de los principales factores que perjudica a las Pyme, haciendo que la empresa muchas veces no pueda progresar. Otro problema que se vincula con el sistema impositivo es que no se puede ajustar los balances por inflación, entonces a veces las empresas tienen ganancias que no son reales y pagan impuestos por una ganancia que en realidad no tienen.
 - Trabajar con grandes empresas: esto es algo muy bueno para las Pyme, pero al ser proveedores de grandes empresas las retenciones que les hacen les van quitando capital de trabajo, tal como se expresa en el apartado 1.5 de la presente investigación. Esto sumado a que

tienen que pagar a cuenta, genera un desequilibrio entre los cobros y pagos que muchas veces las llevan a solicitar financiación.

- Importaciones: muchas empresas requieren importar sus materias primas y en algunos casos el 100%. La mercadería importada está gravada con doble iva y derecho, lo cual hace que el dinero quede inmovilizado.

La falta de capital de trabajo, tal como se mencionó a través del Observatorio Pyme en el primer capítulo del marco teórico, es una de las principales dificultades, ya que tal como los expertos Pyme señalan, deben lidiar con la brecha existente entre sus cobros y pagos, lo que los lleva a tener que solicitar financiación.

- Acceso al crédito: tal como se expresa en el primer capítulo, las Pyme tienen que cumplir con una gran cantidad de requisitos. La carpeta debe tener buenos resultados, todos los impuestos al día y una estructura de proyecciones de ventas. Esta situación a muchas empresas les representa un gran problema, ya que no llegan a cumplir con todos estos requisitos.
- El cortoplacismo de los instrumentos: casi no hay instrumentos de largo plazo por la gran inestabilidad que hay en el país, por lo que la única alternativa que queda es financiarse a corto plazo e ir renovando.

Como segundo punto, tal como se expone en el primer capítulo de la investigación, las necesidades de financiación que se presentan son principalmente para financiar: capital de trabajo, cumplir con sus obligaciones impositivas y financiar bienes de capital.

Al igual que los demás expertos Pyme y siguiendo con lo que expresan los autores Brealey, Myers y Allen con la teoría del *Pecking Order*, la opción más elegida por las Pyme es el capital propio, que en el caso de esta empresa, lo obtienen reteniendo utilidades. Hoy en día las Pyme no distribuyen utilidades debido a que necesitan de ese capital para reinvertir.

El segundo método que más utilizan son créditos bancarios de distintos tipos. De todos modos, hoy en día esta opción está dejando de ser rentable por el costo que generan las altas tasas que ofrecen.

- Para financiar los bienes de capital, principalmente eligen el *leasing* ya que tal como se explicó en el segundo capítulo, normalmente tiene tasas más altas pero impositivamente es conveniente porque se puede deducir de parte de los impuestos.

- Descuento de cheques (muy poco, no usan cheques por el tipo de producto que venden).
- Créditos para capital de trabajo: créditos de descubierto en cuenta corriente con acuerdo.
- En cuanto a la financiación de importaciones y exportaciones: utilizan Finaimpo en dólares para importaciones (tiene tasa más bajas, pero hay que devolver los dólares en un solo pago) y prefinanciación de exportaciones en dólares (si la empresa exporta, te dan un porcentaje del valor que vas a exportar para poder fabricar).
- Diferimiento del iva. Esto es algo nuevo que se usa mucho, ya que permite pagar el iva en vez de todo a fin de mes, en dos cuotas.

Han decidido, no utilizar el Mercado de Valores por dos motivos:

1. Si la Pyme no cotiza en la bolsa es muy difícil poder acceder.

Queremos hacer mención en este caso, que tal como se mencionó a lo largo del presente trabajo, esta percepción sobre el Mercado de Valores es errónea, ya que no es necesario que las empresas que deciden optar por este mercado coticen el bolsa. Lo que sí es verdad, es que si estas empresas no están avaladas se les piden mayores requisitos y tasas más elevadas. Es por esto, que queremos resaltar la falta de información que hay sobre el Mercado de Valores.

2. No tuvo oportunidad de utilizarlo ya que no se ajustaban sus necesidades con los instrumentos que se ofrecen.

El único instrumento utilizado, aunque igualmente en muy pequeña escala, es el cheque de pago diferido. De todos modos, no es muy utilizado ya que no se suelen manejar con cheques. Señala que el cheque de pago diferido es muy similar al *factoring*, que es una herramienta a nivel mundial muy importante, requerida y conveniente. Es el descuento de facturas y vos las puedes descontar. Acá no se usa por dos motivos: no está en el sistema financiero y porque las empresas no aceptan que los pagos sean a otra persona que no sea el acreedor.

Las variables del contexto económico y político que afectan a la hora de decidir si financiarse o no y qué instrumento utilizar son:

Por el lado económico y en concordancia con las variables señaladas por First Corporate Finance Advisors, los aspectos que más afectan la solicitud de financiación son:

- Tasas de referencia, porque afectan el nivel de crédito

- Inflación
- Tipo de cambio: puede ser directa o indirecto, porque por más que no importes, tu proveedor si, entonces te influye en tus costos

Por el lado político, las variables que afectan son:

- Las crisis económicas generan retracción en las ventas
- Las tasas de los servicios, las cuales están ligadas a la política, si están subvencionadas o no
- Costo de mano de obra: los sindicatos hacen que el costo de la mano de obra sea cada vez mayor

A la hora de solicitar financiamiento, las variables que más se miran son el tipo de cambio y las tasas en pesos. La inflación también se mira, explica que ésta de alguna manera a veces te perjudica y otras veces te beneficia ya te va comiendo la deuda que vos tenías, si vos tomaste deuda en pesos y después viene una devaluación, esa deuda después te termina pareciendo poca.

Desde su punto de vista, en los últimos años ha mejorado la situación de las Pyme con los requisitos que se les solicitan (siempre que el contexto de trabajo sea bueno y no haya nada en negro), pero a pesar de esto muchas veces las empresas no pueden demostrar sus ventas, entonces los bancos ponen trabas porque ven irregularidades, la informalidad en el *management* de algunas Pyme hacen que no tengan acceso al crédito.

Da a modo de recomendación el método que ellos utilizan, que no centran todas sus inversiones en una sola institución, sino que utilizan varias instituciones porque nunca una institución te va a suplir las necesidades financieras, por lo tanto hay que trabajar con varias, lo que hace más complicado el trabajo ya que hay que presentar a mucha documentación, lo que te requiere tener más personal a cargo de esta tarea. Esto es casi imposible sobre todo para las pequeñas empresas ya no cuentan con los recursos suficientes teniendo en cuenta la característica de las Pyme de no contar con un empleado para cada tarea.

4.1.2.1 Análisis de entrevistas a expertos Pyme

A continuación se realizó una breve conclusión de las respuestas obtenidas por los expertos Pyme para lograr así un mejor entendimiento. Luego, se mostrará más

resumidamente en una tabla que muestra las respuestas de cada experto según lo que se deseaba analizar.

Ya realizadas y analizadas las entrevistas podemos concluir que los principales inconvenientes que se encuentran en las Pyme son la informalidad en su *management*, producto de distintas situaciones, entre ellas: la presión del sistema impositivo argentino, la naturaleza de las Pyme de no contar con una persona para cada actividad y la falta de tiempo.

Las pequeñas y medianas empresas se ven especialmente afectadas por el entorno económico y político debido a que son muy sensibles a las variaciones que se den en su entorno. Es por esto, que es muy importante tener en cuenta dichas variables para estudiar si financiarse o no. Entre estas variables, las más importantes son: importación (ya que si se abre la importación bajan las ventas de productos nacionales), tipo de cambio e inflación (afecta los precios, desde los precios de la materia prima hasta los costos de financiación) y los impuestos.

Los tres expertos reafirman la preferencia de las Pyme por autofinanciarse, comprobando de esta manera la teoría del *Pecking Order*. Esa decisión, en el algunas se da por decisión propia, es decir, que aún cumpliendo los requisitos decide autofinanciarse y en otras directamente por no cumplir los requisitos solicitados.

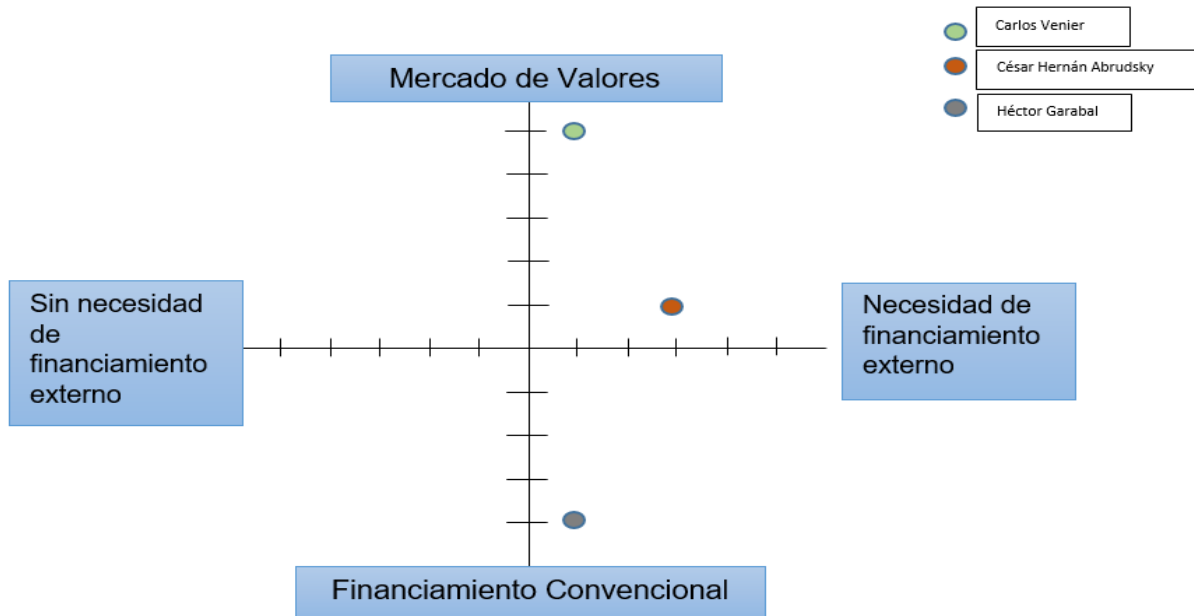
La segunda alternativa más usada es el *leasing* por los beneficios impositivos que ofrece y el tercer elemento más utilizado es el descuento de cheques de pago diferido, que da la posibilidad de obtener el dinero antes de lo pactado.

Las razones por las cuales el Mercado de Valores no es tan frecuente hoy en día entre las Pyme, es principalmente el desconocimiento y el miedo que representa en las Pyme este mercado. Consideran que únicamente las empresas que cotizan en bolsa lo pueden utilizar, lo cual no es cierto. En lo que respecta al desconocimiento, en gran medida se da por la falta de difusión de lo que realmente es el mercado, cuáles son las posibilidades y requisitos, sus ventajas, entre otros puntos importantes a destacar para que muchas más Pyme se animen a utilizarlo.

Indicador	Experto Pyme 1	Experto Pyme 2	Experto Pyme 3
Inconvenientes de las Pyme	Informalidad en su <i>management</i> Descalce en el circuito de cobros y pagos	Informalidad en su <i>management</i> Descalce en el circuito de cobros y pagos	Capital de trabajo Descalce en el circuito de cobros y pagos
Variables económicas que afectan el financiamiento	Importación Tipo de cambio Impuestos	Tasa de referencia Tipo de cambio Inflación	Tasa de referencia Tipo de cambio Inflación
Motivos que impulsan a las Pyme a requerir financiamiento	Cubrir gastos corrientes	Expansión Cubrir gastos corrientes	Cubrir el capital de trabajo Cumplir con sus obligaciones impositivas Bienes de capital.
Instrumentos financieros más utilizados	Capital propio Cheque de pago diferido	Capital propio <i>Leasing</i>	Capital propio <i>Leasing</i> Descuento de cheques Finalmpo, prefinanciación
Razones por las cuales no utilizan el Mercado de Valores	No se cumplen los requisitos Prefieren la autofinanciación Falta de difusión	Prefieren la autofinanciación	No consideran que sea un mercado para las Pyme No se ajustan las necesidades con los documentos
Conocimiento sobre la nueva Ley del Mercado de Valores	Poca	Nula	Nula
Variable que se mira a la hora de	Tasa de interés	Tasa de interés	Tipo de cambio Tasa de interés

evaluar el financiamiento			
---------------------------	--	--	--

Gráfico 17: Grado de utilización del Mercado de Valores según la necesidad de financiación

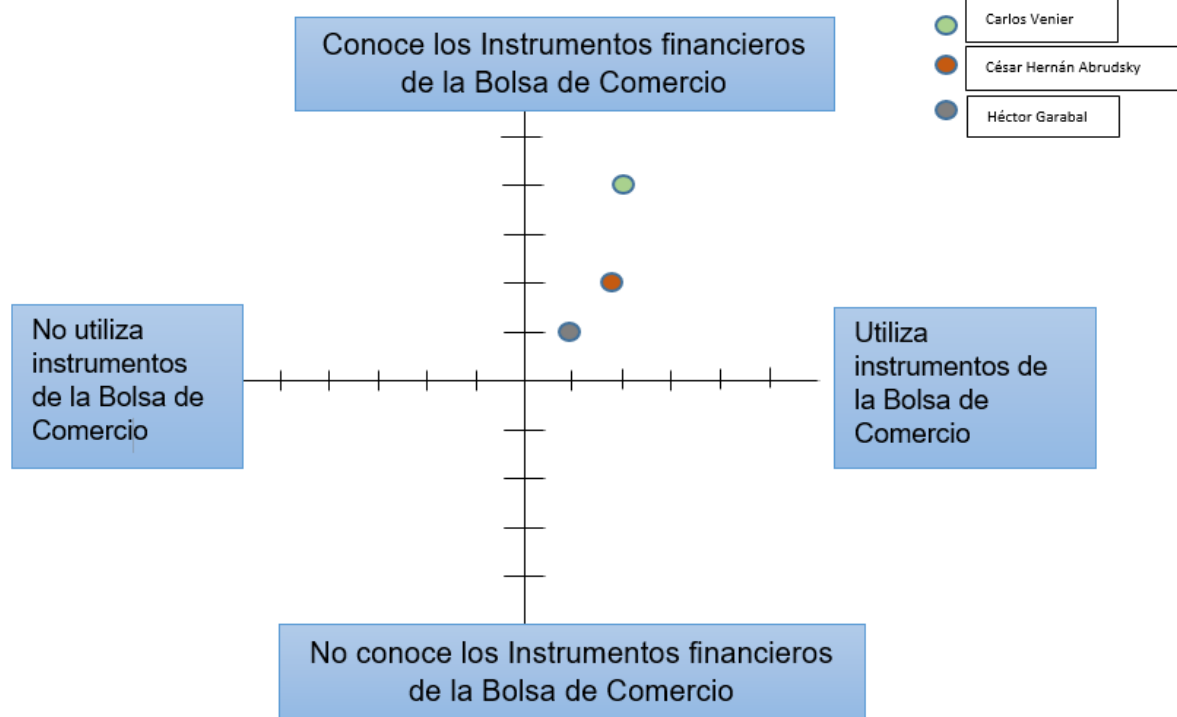


Fuente: elaboración propia

Gráfico 18: Grado de utilización del Mercado de Valores según nivel de conocimiento

Motivos que impulsan a las Pyme a requerir financiamiento	
1	Financiar capital de trabajo
2	Financiar bienes de cambio
3	Financiar bienes de uso
4	Financiar proyectos de inversión
5	Otro destino de financiamiento

Usa el Mercado de valores o Financiamiento convencional	
1	Casi ninguna transacción
2	Poco frecuente
3	Frecuente
4	Muchas transacciones



Fuente: elaboración propia

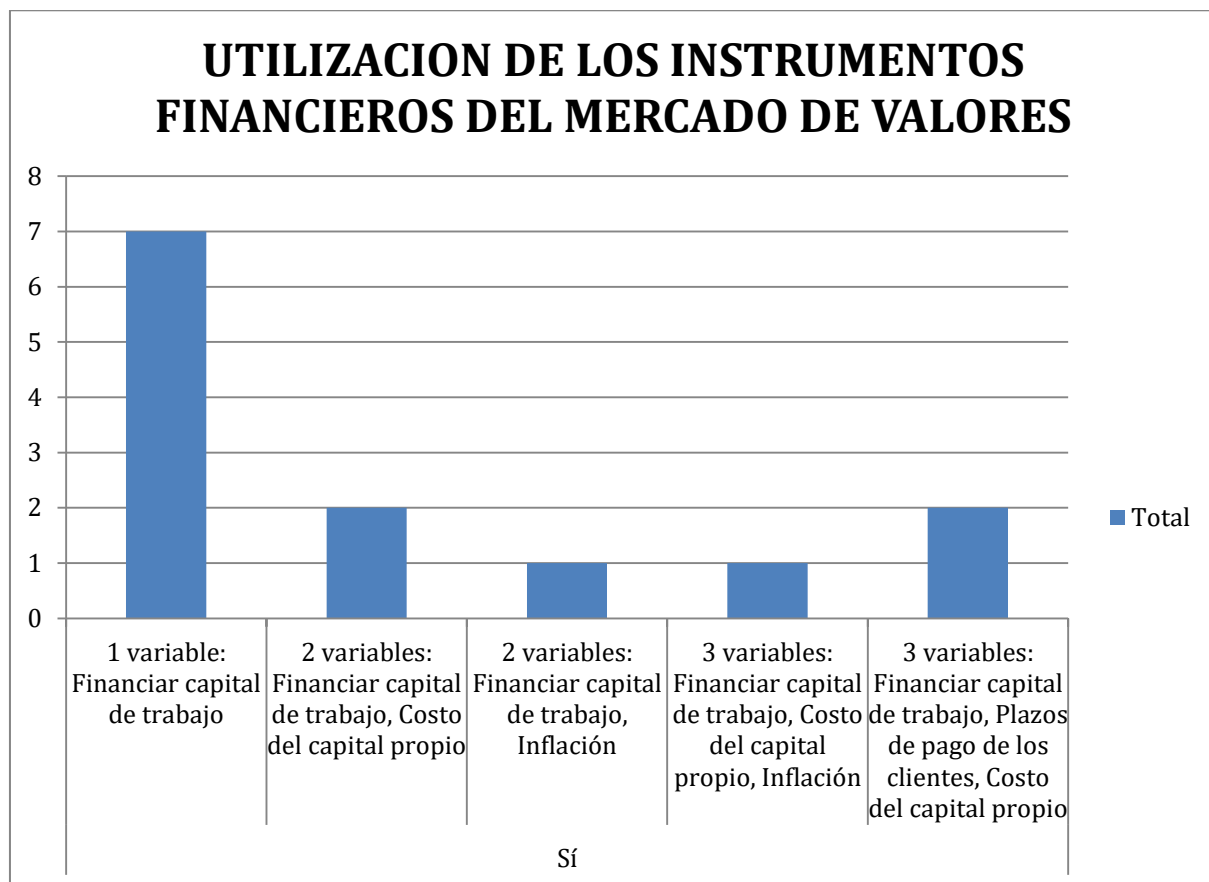
Nivel de utilización de los instrumentos financieros de la Bolsa de Comercio	
1	Nada
2	Pocas transacciones
3	De vez en cuando
4	Muchas transacciones

Grado de conocimiento de los instrumentos financieros de la Bolsa de Comercio	
1	Total desconocimiento
2	Desconocimiento parcial (requisitos)
3	Conocimiento del funcionamiento
4	Conocimiento del funcionamiento
5	Gran conocimiento (operador frecuente)

Análisis de las Encuestas

El siguiente análisis se basó en una encuesta realizada a 13 empresas Pyme de CABA que han utilizado los instrumentos financieros que ofrece el Mercado de Valores:

Gráfico 17: Utilización de los instrumentos en el Mercado de Valores



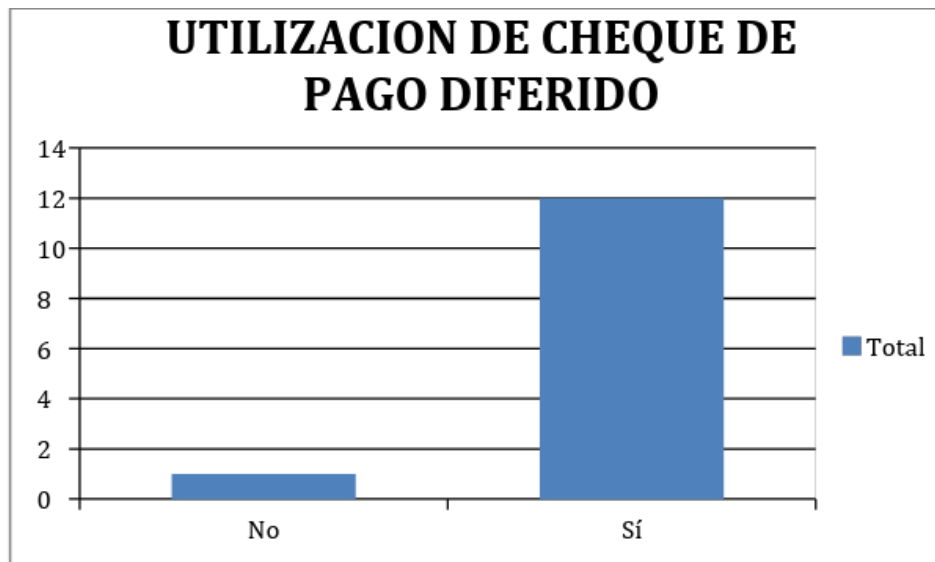
Fuente: Elaboración propia

En relación a la utilización de los instrumentos financieros del Mercado de Valores podemos observar que todas las Pyme coinciden que el fin de su utilización es financiar el capital de trabajo, uno de los principales inconvenientes que se mencionó en el marco teórico punto 1.3. Además de la variable mencionada, otras Pyme también creen que otro inconveniente es el costo del capital propio.

- UTILIZACIÓN DE CHEQUE DE PAGO DIFERIDO

En el siguiente gráfico podemos observar que 12 de las 13 empresas encuestadas utilizaron el cheque de pago diferido en sintonía con lo informado en el capítulo 2.1.2, en el cual se menciona que es el instrumento más utilizado de Mercado de Valores:

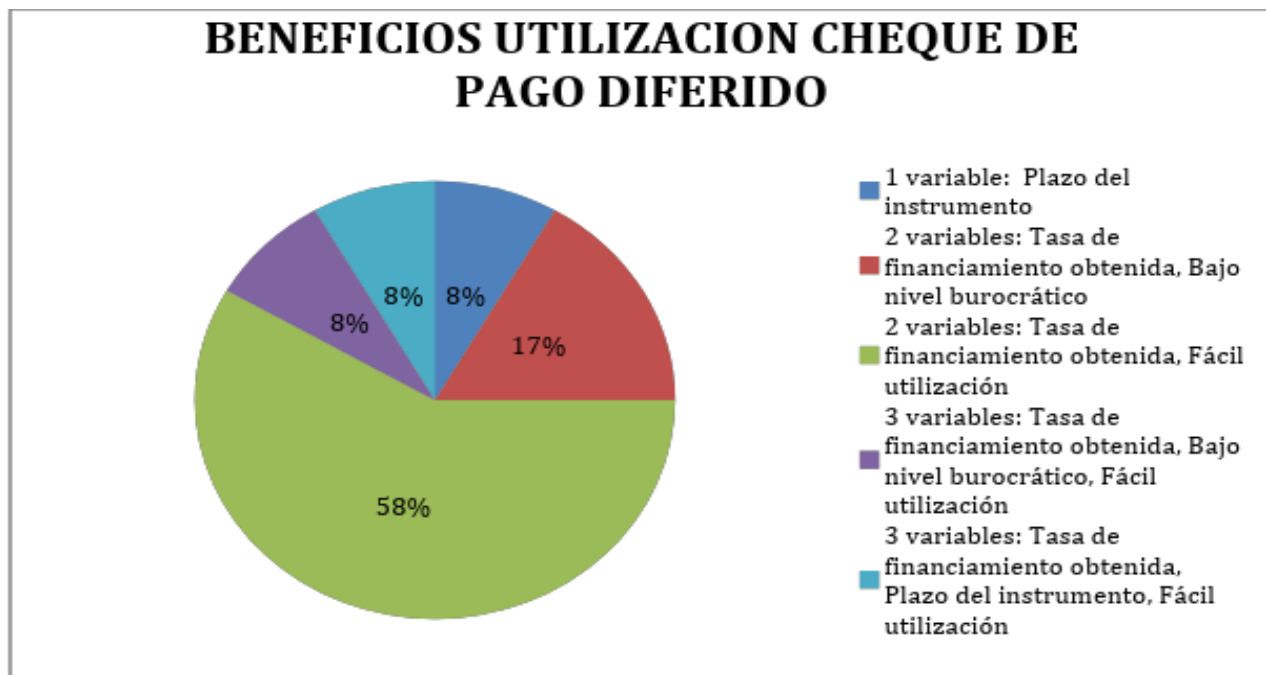
Gráfico 18: Utilización de cheque de pago diferido



Fuente: Elaboración propia

A continuación observaremos los beneficios que percibieron las Pyme con la utilización de este instrumento. La tasa de financiamiento obtenida es la principal variable que tuvieron en cuenta al momento de utilizar el cheque de pago diferido, tal como se mencionó en el capítulo 3.3 del marco teórico, la tasa que lograron las Pyme fue baja. El 17% de las empresas también tuvo en cuenta el bajo nivel burocrático del mercado, siendo el segundo beneficio más remarcado de los encuestados.

Gráfico 19: Beneficios del cheque de pago diferido

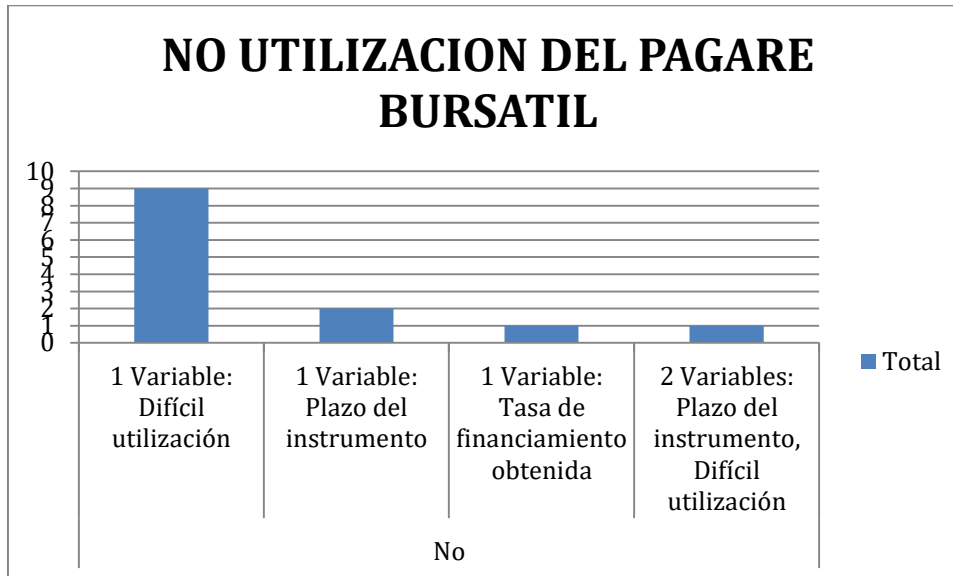


Fuente: Elaboración propia

- **PAGARÉ BURSÁTIL**

Pudimos observar que las empresas encuestadas no utilizaron el pagaré bursátil. A fin de conocer el motivo, nos pareció valioso conocer el porqué de esta elección. El principal motivo de no utilizar este instrumento es la percepción por parte de las Pyme de su difícil utilización, otras variables se tienen en cuenta en menor medida como el plazo del instrumento o la tasa de financiamiento obtenida.

Gráfico 20: No utilización del pagaré bursátil

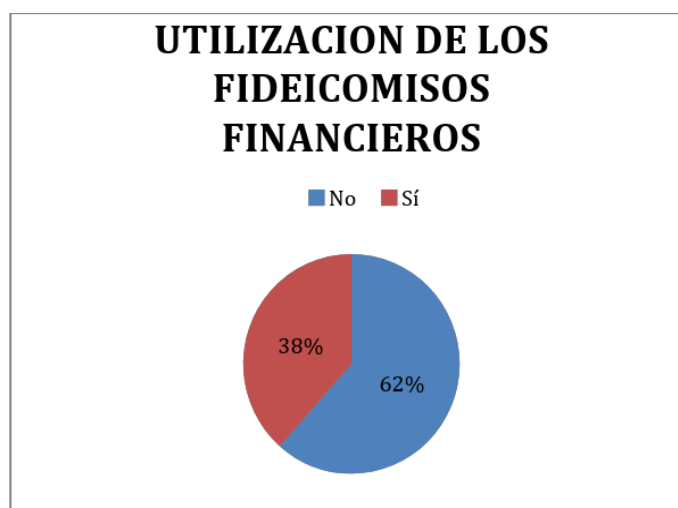


Fuente: Elaboración propia

- FIDEICOMISO FINANCIERO

En el siguiente gráfico se puede observar que el 38% de las Pyme encuestadas utiliza fideicomisos financieros:

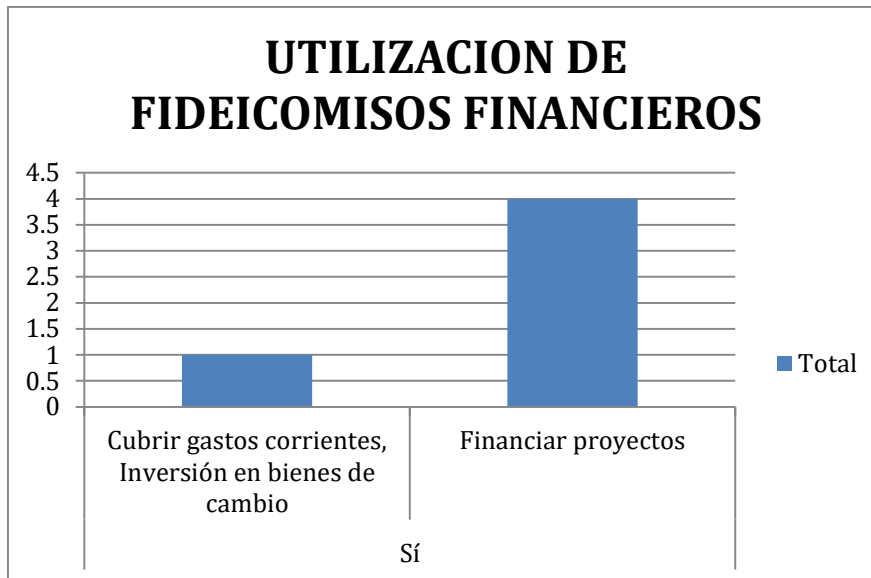
Gráfico 21: Utilización de los fideicomisos financieros



Fuente: Elaboración propia

Tal como se mencionó en el segundo capítulo, el principal motivo para la utilización del presente instrumento es financiar proyectos, es decir que se utiliza mayormente para estructurar flujos de fondos de largo plazo. Solo una empresa encuestada utilizó los fideicomisos financieros para cubrir gastos corrientes e inversión en bienes de cambio. En el siguiente gráfico podemos observar los resultados de la encuesta:

Gráfico 22: Utilización de los fideicomisos financieros

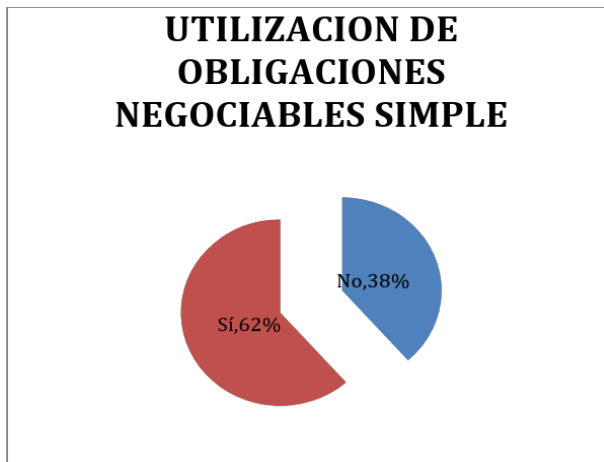


Fuente: Elaboración propia

- **OBLIGACIONES NEGOCIABLES**

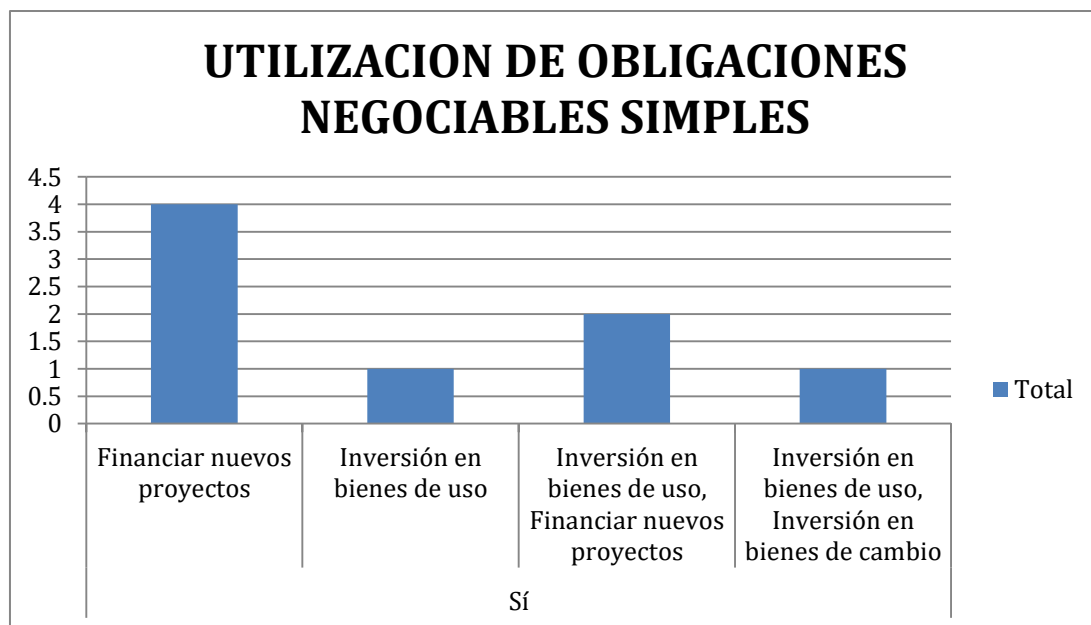
En el siguiente gráfico se puede ver que el 62% de las Pyme han utilizado este instrumento, esto es coincidente con lo informado por la Comisión Nacional de Valores, siendo que es el instrumento que más están difundiendo actualmente.

Gráfico 23: Utilización de obligaciones negociables simples



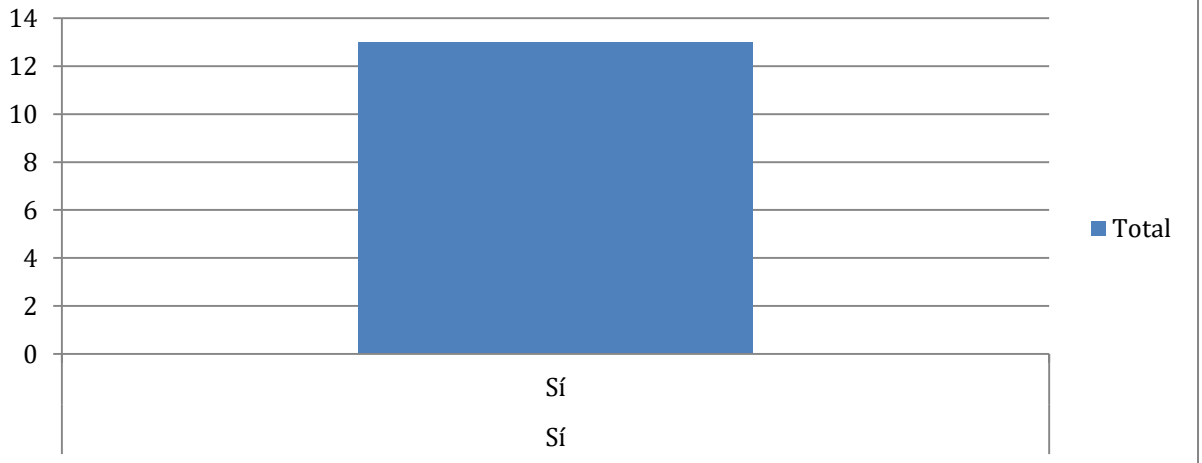
Fuente: Elaboración propia

Este instrumento también es utilizado para financiar nuevos proyectos y en menor medida para financiar la inversión en bienes de uso.



Por otra parte, todas las empresas encuestadas creen que ha sido beneficiosa la utilización de los instrumentos del Mercado de Valores.

¿HAN SIDO BENEFICIOSOS LOS INSTRUMENTOS QUE UTILIZO EN EL MERCADO DE CAPITALES?



Conclusión General

A lo largo del presente trabajo hemos visto cómo diversos factores económicos afectan el desempeño financiero de las Pyme. Distintas variables fueron mencionadas por los expertos pyme y financieros en las entrevistas como la elevada inflación, tipo de cambio, plazo de pago de los clientes y escaso financiamiento de los proveedores que provocan una necesidad de efectivo por parte de la empresa.

Cubrir el descalce en el capital de trabajo es una de las principales necesidades de crédito en el corto plazo, como nos mencionó Daniel Marin en la entrevista y principal variable se obtuvo en las encuestas a las Pyme. Instrumentos convencionales como el sobregiro bancario se usan comúnmente por una gran variedad de empresas, su fácil utilización y conocimiento a través de los años contribuyó a su difusión y uso. En el mediano y largo plazo financiar los nuevos proyectos o la compra de bienes de uso ha sido la principal necesidad de financiamiento de las Pyme. Carlos Venier en la entrevista nos menciona como el financiamiento en bienes de uso beneficio el crecimiento de su Pyme. Por otra parte, las empresas utilizan habitualmente el *Leasing*, préstamos con garantía y créditos a largo plazo para financiar dichas necesidades.

Como alternativa para satisfacer las necesidades de financiamiento de las Pyme surge el Mercado de Capitales. Los cheques de pago diferido mayormente utilizados en el corto plazo para cubrir los desfases de capital de trabajo, su fácil utilización y bajas tasas que se obtuvieron gracias al aval que brindan las Sociedades de Garantía Recíproca ha sido el principal motivo de su utilización. Por otra parte, para financiar nuevos proyectos y compra de bienes de uso son muy utilizadas las Obligaciones Negociables, este instrumento financiero brinda la posibilidad de estructurar los pagos de amortización según las posibilidades de la empresa. Según nos informo Matias Piñeyro en la entrevista desde la CNV incentivan a la utilización de las ON simple, por su facilidad de utilización y posibilidad de estructurar los plazos de pago según las posibilidades de la empresa. En el tercer capítulo se mencionaron varios casos de éxito donde las Pyme lograron colocaciones a una mejor tasa que la obtenida en el mercado convencional.

A pesar de los beneficios que lograron y la mejora en variables del instrumento financiero, como la estructura de pagos, tasa y facilidad de utilización no son instrumentos que las Pyme usen masivamente.

Tanto los expertos Pyme y financieros coincidieron en que el desconocimiento de la existencia de estos instrumentos financieros, su funcionamiento y las noticias que se escuchan de la turbulencia en el Mercado de Valores contribuyen al miedo en su utilización.

Aunque la Comisión Nacional de Valores pone a disposición canales para responder consultas, asesorar a las Pyme y difundir los beneficios de estos instrumentos termina siendo insuficiente. En una sociedad que culturalmente utiliza el dólar para conservar el valor del dinero ante una volatilidad, utilizar instrumentos financieros de la Bolsa de Comercio se percibe como riesgoso, de difícil comprensión o que solamente es para grandes empresas o inversores.

La amplia utilización los instrumentos financieros del Mercado de Valores por las Pyme implicaría un cambio cultural, no solamente ampliar la educación financiera.

Implicancia

Proponemos ampliar los canales de difusión sobre los beneficios de la utilización de los instrumentos financieros y que la Comisión Nacional de Valores pueda brindar cursos sobre su uso. Utilizar publicidad en un medio masivo como la televisión es una buena opción para motivar a los dueños de las Pyme a consultar y utilizar los instrumentos financieros que ofrece la Bolsa de Comercio.

Ofrecer cursos gratuitos sobre el funcionamiento del Mercado de valores y particularmente los instrumentos financieros que fomenta a utilizar la Comisión Nacional de Valores, como las obligaciones negociables simples. Conocer el funcionamiento de la Bolsa de Comercio y particularmente estos instrumentos financieros disminuirían el miedo que tienen los dueños de las Pyme.

Generar plataformas más amigables con el usuario principiante, sin tanta información numérica mejoraría la percepción de difícil de utilización. Esto facilitaría la inmersión paso por paso de los dueños de las Pyme en la utilización de instrumentos financieros.

Bibliografía

Brealey, R.A. & Myers S.C. & Allen F. (2010). *¿Cuánto debe endeudarse una empresa? Principios de Finanzas Corporativas.*(9na. ed., pp. 517). México: McGraw-Hill.

Cheques de pago diferido - Bolsa de Comercio de Buenos Aires.(s.f.) Se recuperó el mayo 22, 2018 de <http://www.bcba.sba.com.ar/mercado-bursatil/invertir/en-que-invertir/cheques-de-pago-diferido/>

Financiamiento a través del mercado de capitales. (2017) Se recuperó el mayo 22, 2018 de http://iamcmmediamanager.prod.ingeccloud.com/MediaFiles/IAMC/2017/6_22/0/10/8/657482.pdf

Lanzan nuevo instrumento financiero para pymes - ON24 (2017) Se recuperó el abril 24, 2018 de <http://www.on24.com.ar/negocios/finanzas-mercados/lanzan-nuevo-instrumento-financiero-para-pymes/>

http://www.observatoriopyme.org.ar/newsite/wp-content/uploads/2016/10/Informe-FOP-2015-16_Baja.pdf

Información interna de First Capital Market 2018

<https://www.smefinanceforum.org/sites/default/files/analysis%20note.pdf>

Leasing: una herramienta con beneficios para PyMEs en expansión.(s.f.). Se recuperó el mayo 29, 2018 de <https://www.comafi.com.ar/EspacioPyme/245-Leasing-una-herramienta-con-beneficios-para-PyMEs-en-expansion.Espacio-Pyme-Nota.note.aspx>

Noviembre - Financiamiento Pyme.(2017) Se recuperó el mayo 22, 2018 de <http://www.firstcfa.com/archivos/banking/216/Noviembre%20-%20Financiamiento%20Pyme.pdf>

PORTAL PYME - Reglamento de la Actividad Aseguradora. (2017) Se recuperó el abril 24, 2018 de <http://www.cnv.gob.ar/web/secciones/portalempresas/inicio/incisok.aspx>

Sociedades de garantía recíproca en argentina - Asociación Argentina.(s.f.) Se recuperó el mayo 28, 2018 de http://www.aaep.org.ar/anales/works/works2000/rassiga_reineri.pdf

Un pequeño gran problema: el acceso de las PyMEs a financiamiento. (2016) Se recuperó el abril 24, 2018 de https://www.bcr.com.ar/Pages/Publicaciones/informativosemanal_noticias.aspx?pldNoticia=150

Información interna de la Comisión Nacional de Valores 2018

<http://redcame.org.ar/contenidos/comunicado/A-las-Pymes-nos-preocupa-la-tasa.1520.html>

http://redcame.org.ar/contenidos/comunicado/La-produccion-de-la-industria-Pyme-crecio-3_6_-en-marzo.1514.html

<https://www.cronista.com/economiapolitica/La-produccion-Pyme-acumula-siete-meses-en-alza-segun-CAME-20180225-0003.html>

<https://www.baenegocios.com/negocios/Ocho-de-cada-diez-pymes-tienen-problemas-de-financiamiento-20171130-0057.html>

<http://www.palermo.edu/economicas/noticias/iva-pyme.html>

<http://www.cnv.gob.ar/EducacionBursatil/versionpdf/FIDEICOMISOFINANCIEROyAnexos.pdf>

<http://www.cnv.gob.ar/web/secciones/portalempresas/instrumentos/chequesdiferidos.aspx>

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/812/texact.htm>

<http://www.cnv.gob.ar/leyesyreg/cnv/esp/rgc480-05.htm>

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/85000-89999/86819/norma.htm>

http://www.cajval.sba.com.ar/pdf/RO-42003.00_-_Reglamento_Operativo_de_Pagares_de_CVSA.pdf

<http://www.cnv.gob.ar/web/secciones/portalempresas/instrumentos/pagare.aspx>

<https://www.cronista.com/pyme/negocios/Inversion-dolar-e-impacto-en-Pymes-se-freno-el-financiamiento-y-ahora-que-20180518-0001.html>

<http://www.firstcfa.com/archivos/banking/216/Noviembre%20-%20Financiamiento%20Pyme.pdf>

<https://www.cronista.com/columnistas/Cambian-los-requisitos-para-que-una-empresa-sea-considerada-Pyme-20180518-0085.html>

Anexo

Anexo I: Entrevistas a expertos financieros

Entrevista experto financiero 1 (Matías Piñeyro):

1. Cuál es su nombre

Matías Piñeyro

2. Cuál es su cargo en la empresa

Soy contador de Gerencia Pyme, de la gerencia de emisoras de la comisión nacional de valores CNV

3. Nos podría contar brevemente su experiencia con el mercado

Bueno, la experiencia que tenemos con respecto a las Pymes tiene dos aristas digamos, hasta el 2015 el mercado era muy pequeño, las Pymes no se animaban, pensaban que el mercado de valores era totalmente extraterrestre, por lo tanto hay muy poca educación financiera por parte de los dueños de las Pymes, pero ¿que paso? salió un nuevo producto, un instrumento financiero que es una ON garantizada, o sea, una Obligación Negociable Garantizada, que lo que hace es el riesgo pasa a correr por la entidad de garantía, no por la Pyme. La calificación de riesgo es por la entidad de garantía, el garante es una SGR o un banco que esté autorizado por nosotros. Se le saca a la Pyme la responsabilidad de ser el garante de su ON, el inversor lo que va a mirar más va a ser la entidad de garantía en vez de la Pyme. Antes, en realidad, lo que corría era el riesgo Pyme, que tenía una tasa más alta, una cuestión obvia, porque las Pyme por lo general tienen problemas en los pagos, o su circuito de cobros y pagos no calzan de manera tan eficiente como una empresa grande, por lo tanto eso, ahora está creciendo. ¿que te puedo decir? digamos las tazas, es interesante porque es un antes y un después con el tema del banco central de ahora: nosotros hasta abril teníamos una evolución del mercado muy grande, porque las Pymes se animaban a salir en una tasa que estábamos hablando en pesos, que era la badler, que es la tasa de referencia que coloca el banco central todos los días después de hacer la tasa de referencia de depósito de los bancos privado de depósitos de plazo fijo de mayores a \$1.000.000 más un

margen a licitar que estaba, depende de los plazos, entre 6 y 7 puntos, por lo tanto estábamos en un 28 anual. ¿qué pasó? ahora no tenemos referencia de tasa por que el banco central colocó altas las tasas de pase que estamos en un 40% anual y no hay ninguna Pyme que se quiera animar, teníamos un montón aprobadas, pero no salieron al mercado por lo tanto hoy, la tasa no te la puedo tirar. Lo que sí te puedo decir, es que hasta abril (ahi te deje un paper) tuvimos alrededor de 39.000.000 de pymes durante este año, lo cual estábamos en eso, en \$ badler +6 y en dólares esta 7/8 fija anual.

Con respecto a la burocracia, en CNV es casi nula, porque tenemos las Pymes que ingresan al régimen, es 100% federal por que se puede hacer 100% digital, o sea que no tenes que venir hasta acá a entregar ningún tipo de papel. No se requiere de un estudio de asesores porque puedes llama a un 0800, que está en la página, y a su vez no se le cobra ningún tipo de tasa ni arancel, a diferencia de lo que es el régimen general, las empresas grandes, que si pagan una tasa de fiscalización y un arancel por cada emisión, aca las Pymes no pagan nada. Y los mercados, tampoco están cobrando nada, porque los mercados cobran por emisiones, o sea, cobran un porcentaje fijo por cada emisión que tienen, pero las Pymes no, eso logramos hacer un acuerdo con ellos.

Los mercados donde se negocian las Pymes son 2 hoy, 3 en realidad. Está el Mercado Argentino de Valores, que está en Rosario. En realidad, tendría que ser el originario de las Pymes, porque del interior es el que mayor cantidad de pymes aglutina. Después tenemos la Bolsa y Mercado Argentino, más conocido como ByMA, que también hacen emisiones de pymes conjunto con el MAE, que es el Mercado Abierto Electrónico. Estos últimos dos mercados, son como una sección, porque son mercados que están para las grandes empresas, porque ByMA también está con las acciones, títulos públicos. Pero para hablar de grandes razgos estan los 3. El Mercado Argentino de Valores tendría que ser el que maneja mayor volumen, pero hoy no lo está manejando porque ByMA lo está comiendo, pero bueno, eso nos tenemos que poner de acuerdo en algún momento para que se vaya todo armado.

4. ¿Que otro instrumento financiero utilizan las Pyme?

Cheque de pago diferido, en el mercado tenemos...

Las Pymes se pueden financiar en el mercado de capitales de 4 formas:

- acciones: abrir su capital, que no sería deuda. Son pocas, hoy tenemos 3 Pymes nada más que abrieron su capital.
- obligaciones negociables: que es emitir un título público pero que sea privado, a través de ON que están garantizadas por una entidad de garantía u ON que estén garantizadas por las Pymes exclusivamente, con riesgos distintos, pero bueno es un instrumento, tienes dos instrumentos distintos.
- pagaré financiero garantizado también por una SGR
- cheque pago diferido garantizado.

Hoy las Pymes lo que más utilizan es el pago diferido garantizado, hoy tiene un volumen extraordinario, ocupa el 80% del mercado de lo que es Pyme. ¿pero cuál es el problema del cheque de pago diferido? los plazos son cortos, porque el cheque como muy largo es a 1 año que te aceptan en el mercado, por lo que la financiación, estamos hablando del promedio de 5 a 7 meses. Lo mismo pasa con el pagaré, un poquito más largo pero hasta ahí nomás. Por eso se bancó este producto, que es la ON simple garantizada para que puedan estirar los plazos de financiamiento y puedan proyectar la inversión de 3 o 4 años y poder ir pagándolo a las necesidades que tienen.

5. ¿Para estos cheques y pagarés no tienen mucha burocracia?

Nada, de parte de CNV no tiene ningún tipo de burocracia, no venimos acá a aprobar los cheques. Lo que sí tienen que hacer es acercarse a una SGR. El cheque y el pagaré lo que tiene es que se negocian directamente en el mercado, que tiene un agente colocador y hablar con una SGR que te lo avale, que te lo garantice. Después es directamente todo en el mercado, de un agente colocador, de un lado y del otro. Pero lo que necesita la Pyme es una entidad de garantía que te avale el cheque, con sus costos, y un agente colocador que vaya al mercado.

6. ¿Da resultado más conveniente el financiamiento del Mercado de Valores que el convencional para las pymes?

El que más se utiliza es el cheque, pero haciendo todo el estudio, no es el más conveniente, por el hecho simple de que no tienes más de un año para pagarlo. El más conveniente, yo creo que es una obligación negociable a 36 meses en pesos y haciendo los pagos con las amortizaciones depende de las necesidades. Cada Pyme puede llevar un producto al mercado, ofrecerlo con las necesidades que tiene la

Pyme y no que venga un banco como pasa en el sector bancario, que cuando va la Pyme, te piden balances y las condiciones te las pone el banco. Aca las condiciones las pone la Pyme, el inversor las conoce por que es público y si quiere compra o no, pero la Pyme es la que pone las condiciones.

7. ¿Es decir que recomendarías para las Pymes las obligaciones negociables?

Y las garantizadas, más que nada. Porque ahí el riesgo pasa a ser de una SGR, por lo tanto el inversor gana, por el hecho de decir si hoy está en duda que una Pyme por el contexto macro donde la pyme puede flaquear un poco en su economía, en ese caso, el riesgo, no es de la pyme, es de la SGR y una entidad de garantía o son los bancos o SGR que tienen un banco atrás.

8. ¿Y qué opinión me puedes dar sobre la ley recientemente sancionada del mercado de capitales?

Bueno para la Pyme es una base enorme, por hecho de que la Ley de Financiamiento Productivo es una ley que le permite a la Pyme, la Pyme estaba teniendo un inconveniente, como era Pyme estaba discriminada, por el hecho de que las grandes empresas les pagan 90 o 120 días lo que le convenía que le hagan es una factura. Entonces ahora la Pyme puede agarrar esa factura y traerla al mercado de valores y descontarla a una tasa de mercado por lo tanto, se puede hacer de los fondos casi inmediatamente y no esperar que la empresa grande te lo pague. Además de que le saca requisitos a lo que es el mercado de regulaciones, estamos hablando de que ya no hay veedores que se te puedan meter en el directorio por parte de la CNV, las Pymes no están obligadas a tener sindicatura, antes estaban obligados a tener una sindicatura optativa, había una inscripción del artículo 10 de la ley de obligaciones negociaciones, que todas las sociedades que emitían en el mercado estaban obligadas a hacer un aviso de promoción, de una publicación en el boletín oficial de lo que iban a emitir. eso no se pide más, no se hace más, hoy se hace todo por internet en nuestra pagina , pero no esta mas el costo de ir y publicar en un boletín oficial que era muy costoso para las Pymes. A las pymes le abre más la ventana del mercado de capitales, que antes la tenía bastante cerrada.

9. ¿Alguna mejora que puedas notar o que falte en cuanto a la negociación de las Pymes, que digas que esta ley sienta las bases para...?

Bueno, estamos esperando que se invierta la proporción. Hoy la Pyme esta o con el cheque de pago diferido o con una deuda bancaria, por lo tanto el mercado de capitales creo que están ocupando el 3 o 4 % de la financiación de la Pyme más que nada. El 3 o 4 % es lo que es la Pyme en el mercado de capitales. Lo que queremos es que se invierta un poco, que la Pyme se anime más a salir al mercado, que tome deuda a más largo plazo, que ponga sus condiciones y que no se las impongan y que no le tengan miedo, porque en realidad el mercado de capitales lo que hace es transferir el ahorro de las personas a las empresas directamente y que puedan proyectar su flujo de fondo de manera más previsible, con un proyecto productivo a más largo plazo. Queremos que se invierta en la ecuación, que no vayan al banco y vayan más al mercado.

10. ¿Por qué crees que las Pymes no se acercan tanto?

Un poco por desconocimiento, otro poco por miedo por el tema de que la gente hoy no tiene mucha educación financiera y trata el mercado como una timba, cuando en realidad lo que hace el mercado es una manera más de financiar los proyectos y las empresas. Nosotros estamos haciendo giras, es todo un proyecto nuevo, antes no se le daba mucha importancia a las Pymes, antes todo pasaba por YPF, Telecom. Hoy, como nos dimos cuenta, es el 95% de las personas están trabajando en una Pyme, por lo tanto es Argentina, por lo tanto es el motor fundamental de la economía real es de las Pymes, y queremos que se vengán a financiar acá, porque también conocemos las tasas de afuera lo que es sistema bancario, sacando las que son subsidiadas por el estado nacional, estamos hablando de tasas más caras, con condiciones leoninas, cosa que acá es más flexible. Sabemos que los dueños de las Pymes son personas que nunca se imaginaron lo que es el mercado de valores, nunca se imaginaron que hay un mundo bursátil que los puede ayudar, que no es que se sube y se baja un acción, porque eso es para los que cotizan en acciones. Es un proyecto interesante, ojala que con tu trabajo se pueda por lo menos ampliar, si alguno de ustedes tiene una Pyme, no tiene ningún costo, salvo el costo de un agente colocador o un SGR en caso de que la garanticen, y que se saquen el miedo.

Entrevista a experto financiero 2 (Miguel Angel Arrigoni):

1. ¿Cuál es su nombre?

Miguel Angel Arrigoni

2. ¿Cuál es su cargo en la empresa?

Soy el CEO de First Capital Markets

3. ¿Nos podría comentar brevemente su experiencia en el mercado?

Tengo más de 35 años de experiencia en asesorar financieramente a empresas. A pesar de que lideré proyectos en distintos tipos de industrias el principal desafío en el que me he concentrado son las oportunidades y desafíos que presentan los Mercados de Capitales.

En First Capital Market me dedico a coordinar la división financiera. Mi punto fuerte son las fusiones, adquisiciones, valuación de compañías, reestructuración y el manejo de instrumentos del Mercado de Capitales.

4. ¿Qué dificultades observa en las Pyme al momento de solicitar financiamiento?

El principal inconveniente es la informalidad que tienen. Cuando van a solicitar un crédito en un banco por ejemplo, les piden una serie de requisitos como balances, presentar los impuestos. Generalmente no cuentan con esta información al día, tienen que poner a trabajar a alguien para recopilar esta información y luego presentarla al banco. El banco luego tiene que analizar esta información, la evaluación crediticia de la Pyme puede durar semanas o un mes dependiendo del grado de automatización de la información que tenga el banco o institución financiera. Fijate el tiempo que transcurre desde que surge la necesidad de financiamiento hasta que la empresa sabe si va a disponer o no del fondo que necesita. Esta es una clara desventaja con las grandes empresas ya que cuando requieren financiamiento envían la información que les solicitan mediante un solo click.

Otro gran inconveniente es el descalce de su capital de trabajo, generalmente no se ajustan sus pasivos corrientes con sus activos corrientes, los pagos de sueldo y la

compra de mercadería siempre presentan un desafío para la Pyme, tiene que articular estos pagos contra los plazos de cobro de la mejor manera posible y muchas veces no depende de ellos. Tal vez están en industrias donde hay oligopolios y estas empresas imponen los plazos de pago.

Ni hablar si la pyme está naciendo o apenas creciendo, generalmente los dueños es decir la persona física consigue mejor financiamiento que las empresas ya que evalúan los bienes que tiene la persona, el historial crediticio y otras variables de la persona física que la persona jurídica que está naciendo generalmente no tiene.

5. ¿Suelen aprobar las solicitudes crediticias? En caso contrario, ¿Cuál es el motivo de su rechazo?

Generalmente las empresas Pyme que llegan a nuestra sociedad buscan asesoramiento financiero y los trámites para ser aprobadas por la CNV son relativamente sencillos. Es el mercado quien juzga la tasa que demandará a la Pyme, aunque lo más utilizado es a través de una SGR. En estos casos pasa a ser la SGR la que evalúan los inversores, son sociedades inscriptas y aprobadas por la Comisión Nacional de Valores con trayectoria. Son las que responderán en caso de que la Pyme incumpla en el pago de un cheque de pago diferido por ejemplo. Cuando la Pyme nos pide asesorarlos sobre el financiamiento en el Mercado de Valores realizamos una evaluación de la necesidad para aconsejarles el instrumento que más se ajuste, por ejemplo una colocación de una Obligación Negociable simple es una opción muy buena para financiar nuevos proyectos y las Pyme las están utilizando cada vez más.

6. ¿Cree más conveniente el financiamiento convencional o en el Mercado de Capitales?

Todo depende de la Pyme, la necesidad de financiamiento que tenga y algunas variables más. Ningún financiamiento es mejor que otro, siempre hay que evaluar las líneas de crédito disponible tanto bancario como en el Mercado de Capitales. Con la LPIF el Gobierno obligaba a los bancos a prestar un monto a las Pyme a tasas reales negativas, esto es una clara oportunidad para las Pyme que de otra manera no conseguirían este financiamiento. Por otra parte muchas empresas Pyme son familiares y esto implica un riesgo adicional en la evaluación crediticia del financiamiento convencional, es sabido que por ponerte un ejemplo, una empresa de

un matrimonio, si se divorcian seguramente hagan división de bienes con el riesgo de que la empresa desaparezca en esa división.

También hay mucho temor y desconocimiento del Mercado de Capitales, piensan que es un lugar solamente para grandes empresas o gente muy experta en finanzas. Si bien esto último es cierto, la mayoría de las sociedades de bolsa y particularmente nosotros los asesoramos.

7. De las Pyme que utilizan los instrumentos financieros del Mercado de Valores. ¿Cuál es el más utilizado? ¿Por qué?

Las Pyme mayormente utilizan cheque de pago diferido, es el instrumento de más fácil utilización. El inconveniente es que se puede usar por un máximo de un año, por eso generalmente financian los descaldes que tienen en su capital de trabajo. Los cheques avalados por SGR son los que mejor tasa consiguen ya que el aval lo realiza una institución de reconocida trayectoria. Nosotros tenemos convenio con varias SGR autorizadas por la Comisión Nacional de Valores, esto nos permite una sinergia para ofrecer a nuestros clientes.

Las obligaciones negociables simple también están siendo utilizadas por las Pyme, tienen la ventaja de que podemos estructurar los plazos de pago según el proyecto o las posibilidades que tiene la Pyme de pagar. Hemos tenido muchas consultas por este instrumento, aunque ahora con la turbulencia del dólar varias colocaciones están frenadas.

8. ¿Qué instrumento cree más adecuado para cada plazo de financiamiento requerido? (Corto y mediano plazo).

Todo depende de las posibilidades de la Pyme y de muchas variables del momento, en general te puedo decir que el cheque de pago diferido es una excelente opción, mas que un giro en descubierto. El costo financiero de un giro descubierto está muy elevada para justificar su uso. En el largo plazo no recomiendo instrumentos con tasa ajustable por CER o el índice de precios al consumo, en un país con tanta inestabilidad económica como el nuestro. Igualmente hay que evaluar las variables del momento y el fin del financiamiento para tomar la decisión mas adecuada.

9. En el contexto económico, ¿que variables macroeconómicas nos podría mencionar que impactan al momento de requerir financiamiento?

La tasa de referencia del Banco Central que mencionaste al final, es un gran inconveniente para el financiamiento productivo. Casi no hay proyectos que den retornos tan altos para justificar el financiamiento a las tasas elevadas que tenemos hoy en día. Mientras continúe una tasa de referencia tan elevada continuará dificultando la inversión productiva.

La inflación ha sido nuestro problema desde siempre, convivimos con ella históricamente. Lo ideal sería tener un dígito de inflación como cualquier país en desarrollo, esto daría mayor previsión para la inversión productiva, hoy no tenemos esta condición.

Hay muchos puntos que este Gobierno va a tener que solucionar, el déficit fiscal por ejemplo es el centro de atención, hay que reducir el gasto. La presión impositiva que tienen las empresas es la más alta de la región, por eso y otros factores como la falta de previsibilidad dificultan la llegada de inversiones que espera este Gobierno.

10. Nota un incremento en la utilización de los instrumentos financieros del Mercado de Valores que utilizan las Pyme? ¿Han disminuido los requisitos burocráticos?

Si, la difusión por los medios de comunicación y por la Comisión Nacional de Valores incentiva a que cada vez más Pyme se animen a consultar por instrumentos como Obligaciones Negociables simple. Igualmente debería difundirse más, considero que todavía es baja su utilización por desconocimiento de las personas que conducen estas empresas. Los requisitos se han disminuido y lo puedes ver en el instrumento que te menciono, tiene menores exigencias que las Obligaciones Negociables convencionales.

11. Nota alguna mejora en la formalidad del managment de las Pyme.

Las Pyme que llegan a nuestra Sociedad de Bolsa generalmente tienen un buen grado de formalidad en sus balances, manejo impositivo, control de indicadores. Igualmente creo como mencione anteriormente que la mayoría tiene un grado

elevado de informalidad, en parte culpa de la presión impositiva que tienen, se enfocan más en la venta que en tener al día su documentación.

12. Que opinión nos puede brindar sobre la ley recientemente sancionada del Mercado de Capitales y los beneficios potenciales que brindará la Pyme.

Creo muy favorable la reciente sanción de la Ley, no solo para las Pyme sino también para las Sociedades de Bolsa. Es algo que esperábamos desde el año pasado y se fue posponiendo. Desde el punto de vista de las Pyme permite descontar facturas electrónicas a 30 días, con lo cual podrían ajustar de mejor manera los descalces de corto plazo que pudieran tener. Habrá que ver la tasa que consigan en el mercado pero creo que puede ser muy similar a los cheques de pago diferido. Faltan que se homologue la ley y habrá que ver cómo funciona en los próximos años, pero es un avance en el financiamiento.

Entrevista experto financiero 3 (Daniel Marín):

1. ¿Cuál es su nombre?

Daniel Marín

2. ¿Cuál es su cargo en la empresa?

Soy uno de los socios Fundadores de Option Securities S.A y apoderado legal.

3. ¿Nos podría comentar brevemente su experiencia laboral?

Soy licenciado en economía empresarial y especialista en el Mercado de Capitales local e internacional. Estuve duramente 18 años como Head de Corporate Banking & Financial Institutions en HSBC. Con Option Securities estamos hace 15 años aproximadamente en el Mercado de valores y nos hemos especializado en la estructuración y colocación de Fideicomisos Financieros. Participamos en la colocación de aproximadamente 250 Fideicomisos Financieros.

4. ¿Qué dificultades observa en las Pyme al momento de solicitar financiamiento?

Te puedo comentar que el *management* e informalidad de las Pyme es su principal inconveniente, no logran cumplir con los requisitos que les solicitan al momento otorgar un crédito. Muchas son empresas familiares que funcionan de esta forma durante muchos años y luego es muy difícil reunir y poner en orden esa información. Las Pyme se enfocan principalmente en vender y si bien es importante se olvidan de lo importante de tener la posibilidad de financiar sus proyectos de inversión a tasas competitivas y para esto es necesario tener la documentación lo más en orden posible.

Por otra parte el desconocimiento y la falta de tiempo de los gerentes o fundadores de las Pyme del Mercado de Valores hace que no se financien a través de los instrumentos que ofrecemos. Los invito a que se acerquen a Option Securities hagan sus consultas y nos permitan ayudarlos a buscar la mejor opción acorde a su necesidad de financiamiento.

Otro gran inconveniente de las Pyme es su costo del capital propio, es muy elevado y te diría que incompatible con el desarrollo de nuevos proyectos

5. ¿Suelen aprobar las solicitudes crediticias? En caso contrario, ¿Cuál es el motivo de su rechazo?

En general no hay inconvenientes en los instrumentos que utilizan las Pyme ya que utilizan mayormente las sociedades de garantía recíproca y pasan a ser estas en las que se pone el foco. Son las que otorgan el aval de pago del instrumento, como por ejemplo el cheque de pago diferido.

6. ¿Cree más conveniente el financiamiento convencional o en el mercado de capitales?

Todo depende de para que la quieras utilizar y las oportunidades que el otorgue el mercado. Te puedo decir como ejemplo que el gobierno obligó mediante una ley a los bancos a prestar a tasas inferiores a la inflación, esto es una oportunidad para las Pyme siempre y cuando estén atentas o bien asesoradas. Otro ejemplo es si tenias cuenta en Option Securities hace poco hubo un desfase de tasas y nuestros clientes podían aprovechar esta baja tasa momentánea en el descuento de cheques, por esto te repito que las empresas tienen que perder el miedo a acercarse al Mercado de Valores o a pensar que es solamente para las grandes empresas.

Igualmente hoy en día todo financiamiento es caro, no te puedo decir lo contrario. Tanto el Banco como el Mercado de valores toma de referencia las Lebac, tene en cuenta que es una tasa con muy bajo riesgo de impago y que está muy alta alrededor del 40%. Con lo cual para prestar a un particular o una Pyme la prima de riesgo que voy a pedir es mucho más alta, el costo financiero no baja del 60/70%.

7. De las Pyme que utilizan los instrumentos financieros del Mercado de Valores. ¿Cuál es el más utilizado? ¿Por qué?

Te puedo mencionar 2 instrumentos que se han utilizado mucho en nuestra empresa. Por una parte el descuento de los cheques de pago diferido, se utilizan con gran frecuencia porque generalmente las Pyme tienen un descalce en su capital de trabajo y surgen necesidades de financiamiento. Otro instrumento que utilizan mucho es la obligación negociable simple por su la simpleza en su utilización, ofrece gran ventaja sobre las obligaciones negociables tradicionales, te diría que son imposibles para las Pyme, exige una periodicidad en la presentación de sus balances que es imposible de cumplir.

8. ¿Que instrumento cree más adecuado para cada plazo de financiamiento requerido? (corto y mediano plazo).

Te diría que hoy no existe el mediano plazo y el largo plazo menos. Tenemos poca previsibilidad como para planificar inversiones a largo plazo. En el corto plazo el cheque de pago diferido es una muy buena opción así como el giro en descubierto. Igualmente como te comente antes la tasa es muy alta con lo cual los dos instrumentos hay que manejarlos con la precaución que merecen y teniendo en cuenta que la tasa de referencia es alta.

9. En el contexto económico, ¿que variables macroeconómicas nos podría mencionar que impactan al momento de requerir financiamiento?

Mira es complicada la situación actual, hace poco no pasamos por una crisis del tipo de cambio del dólar y no había precios de referencia, tenias gente que no te quería vender porque no sabían un valor de referencia del dólar. Algunas colocaciones se cayeron o pospusieron por este tema.

La inflación es otro gran inconveniente que tenemos desde siempre, tenemos ciclos de baja inflación y momentos en los que se dispara, obviamente esto afecta a las pymes porque en general son más sensibles al consumo interno y con una inflación descontrolada es lo primero que cae. Actualmente no están pudiendo controlar la inflación, se les escapa y seguirá escapando con la escalada del dólar, acordarte que todavía no tenemos el dato de este mes y ya tenemos una inflación anual proyectada más elevada que la que se tuvo en cuenta para el presupuesto. En este contexto tenes al Banco Central que te sube la tasa de referencia que hoy está en 40%, esto significa que si prestas al Gobierno te pagan un 40% a una tasa segura. Por esto para los particulares van a pedir una prima de riesgo muy alta, ni hablar para las Pyme que en muchos casos no tienen un managment formal para poder evaluarlas, el costo financiero de estos créditos se ubica en el 70% y en muchos casos arriba del 100%. La tasa de giros en descubierto está alrededor del porcentaje que mencioné, las Pyme generalmente utilizan mucho esta forma de financiamiento por los descalces que tienen en el corto plazo entre los cobros y los pagos.

Igualmente creo que el déficit fiscal es un gran inconveniente en este momento, estamos gastando más de lo que ingresa y de alguna forma hay que pagarlo. Tomando deuda para financiar los gastos es lo peor que podemos hacer si no solucionamos el déficit fiscal. En algún momento no vamos a poder pedir más crédito y seguiremos con el déficit. Lamentablemente tiene que bajar la cantidad de planes sociales que hay en este momento, sin entrar en una discusión política es una cuestión de números. No se puede gastar más de la plata que ingresa.

Los costos laborales también es un punto que te puedo mencionar, ya que se ha ido incrementando en los últimos años. Los sindicatos son un gran problema para las Pyme.

9. ¿Nota un incremento en la utilización de los instrumentos financieros del mercado de valores que utilizan las Pyme? Han disminuido los requisitos burocráticos?

Todavía son pocas las pyme que utilizan instrumentos financieros de la bolsa como te mencione antes creo que el desconocimiento y el miedo son factores que influyen en su utilización por esto les diría que no tengan miedo a las sociedades de la bolsa y se acerquen. Es importante que desarrollen relaciones con instituciones para que puedan aprovechar las oportunidades que pueda brindar el mercado.

10. ¿Nota alguna mejora en la formalidad del managment de las Pyme?

No y no es algo en lo que puedan mejorar de un momento a otro, la formalidad en las empresas como llevar los balances al día, hacer informes, liquidar los impuestos. Son tareas que requieren una o varias personas abocadas a esas tareas y son costos que las empresas chicas y medianas no pueden afrontar.

Tendrían que pensar que mejorando el managment pueden tener mejores oportunidades crediticias.

11. ¿Que opinión nos puede brindar sobre la ley recientemente sancionada del Mercado de Capitales y los beneficios potenciales que brinda a las Pyme?

La ley recientemente sancionada falta que se homologue, más allá de eso tenemos un mercado chico tanto en la bolsa como a través de los bancos, comparada con otros países como Estados Unidos.

Es un primer paso para que las Pyme se puedan ingresar al Mercado de valores, descontar las facturas electrónicas es positivo para ellos. Permitiría financiar su capital de trabajo que hoy depende de los plazos de pago de clientes o proveedores.

A la sociedades de bolsa nos va a permitir tener más sinergia con las bolsas del exterior y con esto aprovechar y arbitrar las oportunidades que surjan.

Permitirá capitalizar a las compañías tomando deuda. Hoy en día la deuda de las personas y las Pyme es bajo, muchas utilizan su propio capital para financiar sus proyectos de inversión y esto en muchos casos es insuficiente. Tengo una frase que siempre le digo a mis clientes "Cash is King". Con esto hago referencia a la caja de la empresa ya que siempre es importante para respaldar los movimientos diarios.

Anexo II: Entrevistas a expertos Pyme

Entrevista experto Pyme 1 (Carlos Venier):

1. ¿Cuál es su nombre?

Carlos Venier

2. ¿Cuál es su cargo en la empresa?

Miembro del directorio de la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (C.A.M.E.) y dueño de una Pyme textil hace 52 años

3. ¿Nos podría contar brevemente su experiencia laboral?

Bueno, en principio me parece muy importante destacar que se van a cumplir 52 años desde que tengo Pyme, bastante tiempo. Yo soy técnico textil y cuando tenía 18 me recibí de técnico, tenía experiencia laboral anteriores. En ese momento, los menores de 18 años no podían trabajar pero tuve la suerte de trabajar en la empresa textil más grande de ese momento, Bernalesa, en Quilmes que hoy en día ya no existe. En ese momento había 5500 personas trabajando, para darte una idea de la magnitud, yo tenía 13 años cuando empecé a trabajar en ese monstruo y tuve suerte de que en el año 62 la fábrica empezó un proceso de modernización: modificó toda la tecnología, toda la maquinaria era nueva. Recuerdo que estuve con los ingenieros que vinieron a instalar las máquinas nuevas y yo estaba de asistente como interpretador de planos, entendía inglés y tuve esa suerte de estar con ese grupo de gente. Así que a los 18 me recibí de técnico y empecé ingeniería textil en la UTN, pero a ya a uno le empieza a dar cosquillas y despacito empecé a montar una empresa textil por mi cuenta. En ese momento, yo estuve en desarrollo de nuevos procesos en la fábrica, desarrollamos la mezcla algodón-poliéster (antes era todo de algodón), de ahí nació el poliéster. A mi eso me marcó mucho, empecé a manejar el poliéster y estuve en ese cambio de la tecnología. En la universidad seguí investigando mucho sobre fibras nuevas. Todo esto que estaba experimentando, hizo que empiece con los tejidos de plástico, y ahora hace 51 años que hago tejidos de plástico.

4. Muy interesante la verdad. ¿Hay muchas empresas que se dediquen a esto?

No, somos muy pocos en Argentina y en el mundo, no es algo masivo, es por esto que me gusto y ahí es donde marca la diferencia de Pyme: al no ser masivo, es una industria para Pyme, no tenemos una gran empresa fabricando tejidos de plástico.

5. Y en su experiencia como Pyme, ¿cuál puede observar que han sido los inconvenientes más comunes?

Bueno es decir, estamos hablando de 51 años y por lo tanto de tiempos diferentes, distintas épocas económica, laborales... y a partir del desarrollo de mi empresa. Es

decir, que en cada estamento hubo primero, el desarrollo de mi empresa, el crecimiento, pero también hubo dificultades económicas, dificultades que pasaron las empresas en distintos momentos. Como te digo, la empresa donde yo empecé y aprendí ya no está más, y yo estoy. Entonces puedo contar distintas experiencias de distintos momentos, distintos tiempos, pero la más importante y que más me marcó que fue que yo no era una empresa, era un emprendedor, una Pyme industrial y en ese momento, que yo salía de la adolescencia, decía que industrialmente, adolecíamos de muchas cosas. Ahí aprendí que me tenía que asociar, ahí aprendí que es gremial empresaria, que es lo que hago todavía. Yo siempre decía que mi empresa era tan chiquita que no tenía un montón de cosas y no tenía ni posibilidades de hacerlo, que la única manera era asociarme, empecé a hacer gremial empresaria para unirnos entre varias Pyme que tenemos los mismos problemas.

Los problemas que yo tenía en aquel momento, sacándolos de contexto de la época (que me resulta complicado ya que los problemas se vinculan con el contexto político y económico de un momento). Una Pyme tiene los problemas de que primero y principal, uno tiene que estar muy preparado para hacer distintas cosas, vos no puedes tener personas para todo, uno tiene que hacer todo. Yo a la mañana me vestía de saco y corbata para ser empresario y a la tarde me ponía el overol para ser obrero en la fábrica, uno tiene que pasar por todos esos estamentos. Tenés que hablar con un proveedor que generalmente es una empresa grande, tenes que mostrarte que sos importante, tenés que hablar con los bancos para que te de un cheque, para un descubierto (al principio), despues tenes que comprar maquinas, tenes que ser el gerente financiero, el comprador, el jefe de personal y también el vendedor de la empresa.

Otro problema del financiamiento argentino, es que las entidades no miran el proyecto, miran cuánta plata tiene la empresa, las posibilidades que tienen de que ésta pague. En otros países, como en Brasil miran el proyecto, para qué sirve, ellos te estudian (lo que a vos te viene bien, porque te dicen dónde te equivocaste), se fijan si es viable el proyecto, entonces te ayudan por más que te rechacen un crédito, porque revisan lo que vas a hacer, no como acá que solo miran si les vas a poder devolver la plata, por eso acá hoy hay tantos quebrantos; porque empiezan un proyecto que ellos creen que está bien pero después no tienen la plata para pagar ni siquiera lo que tenían ni los gastos corrientes y terminan perdiendo los bienes

personales, su casa propia porque a vos te hacen firmar garantías particulares, que en cierta manera, si vos no crees en tu proyecto, no puedes pedir que otro te crea. Entonces todos rezongan porque dicen “no, cómo voy a perder mi casa”, significa que no creen en el proyecto, entonces el banquero tiene más dudas todavía. Hoy se está hablando mucho de todo esto, porque de la gente que nos gobierna, hasta el propio ministro de economía tiene la plata afuera y dice que no la va a traer, entonces cómo voy a traerla yo, cómo yo voy a invertir si él mismo tiene la plata y no la pone, esto es tal cual lo que les pasa a las Pyme cuando van a pedir un crédito, no quieren poner la garantía particular, ponen la de la empresa y el banquero es banquero, solo quiere cobrar, lo le interesa tu proyecto.

6. Y hablando del contexto económico, ¿qué variables nos puede nombrar que son las que más afectan a las Pyme? En este momento es la tormenta perfecta (risas). No hay un tema, sino que son todos. Todas las Pyme, todas las del país dependemos del mercado interno, no hay otra alternativa, las Pyme no exportan, entonces si se cae el mercado interno, nosotros nos caemos... y si todavía te abren la importación y tenés que competir con mercados externos que son completamente asimétricos a nosotros, que no tienen nada que ver con nosotros, cuando en Argentina tenemos un 40% de carga impositiva, es decir, yo puedo fabricar el mejor producto hasta la puerta de mi fábrica, cuando lo pasé del otro lado, tengo un 40% de carga impositiva, un flete que a veces es el 100% del valor de mi mercadería porque los fletes son caros y como en Argentina dependo del mercado interno, tengo que mandar al interior, donde hay una gran distancia, se me complica todo.

Hoy estamos muy complicados... el mercado interno se cayó por la falta de consumo, nosotros marcamos hoy que las ventas bajaron un 4% con respecto al mes pasado y esto es un acumulativo por mes, va bajando cada vez más. Esto, con sueldos que están del año pasado, con convenios del año pasado, con convenios divididos del 5% para llegar al 15 y con una inflación del 30%, imaginate que el consumo baja, porque también aumentaron todos los servicios, los insumos aumentaron y en gran parte todos dependemos de los insumos importados, es decir, de materia prima, plásticos, o dolarizados, es decir, acá hay fabricas de plasticos, pero están en dólares y el dólar subió. Encima de todo, el pobre que pudo conseguir

un crédito lo hace a 80%, 60%, el descubierto hoy está 60% y yo te digo que está bien lo que hacen los bancarios, si los bancos les ponen un poco de plata al gobierno, le paga el gobierno 40%, no tiene que hacer ningún trámite, absolutamente ninguno, no tiene que pagar a un oficial de créditos y no cobra el seguro. Para prestarme a mí me tienen que cobrar 80, con el riesgo y todo lo que implica hacerme una carpeta, controlarlo... estamos en una tormenta, porque vos tenes que empezar a sacar activos para pagar el aumento que tenes, los proveedores te bajan los plazos, si antes te daban el 60, ahora te lo pasaron al 30 y después a contado, entonces si no pones la plata no producís. Para colmo tenemos la posibilidad de facturar en dólares... ¿A quién le facturas en dólares siendo Pyme? A nadie. Pero a nosotros sí, porque insumos los tenemos que pagar en dólares.

7. Sí, claro. Y yendo a lo que ud mencionaba respecto los plazos de pago, que a ud. le pagan a plazos más largos. Esto los va ahogando financieramente a ustedes...

Y si, es lo que yo te digo... nosotros compramos a grandes empresas que nos venden como quieren y le vendemos también a grandes empresas que te pagan cuando quieren, que por más que sean grandes empresas y sepas que lo vas a cobrar, en el medio estás vos viendo cómo hacer para cubrir todo.

8. ¿Cómo hacen para financiar estos gastos corrientes? Es decir, ¿cómo llegan a compensarlos?

Y... eso es un gran problema, la verdad que no se llega. Yo tengo una experiencia personal, estuve de este lado del mostrador pero también estuve del otro, fui parte del Banco Provincia, estuve como asesor del directorio y creía que le podía dar préstamos a todo el mundo, pero claro, cuando iba a los gerentes de la línea me explicaban que más del 80% de la gente no querían firmar la garantía, entonces me explicaban que entonces si ellos mismos no creían en sus proyectos, ellos menos. De ahí yo aprendí que uno de los problemas de las Pyme. En la Argentina hay un amplio porcentaje de ventas en negro, la presión fiscal es de 45%, hay muchas Pyme que dicen "yo gano la plata que evado, sino no gano nada, mi empresa no es rentable". Entonces cuando vas a presentar un balance en el banco, dicen "no, este señor viene perdiendo plata hace años y me viene a pedir plata a mí", entonces la

empresa no tiene forma de explicar que en verdad si gana, entonces no somos sujetos de crédito.

Nosotros estábamos bien cuando estaba el BANADE, (Banco Central de Desarrollo), que ponía la plata y era socio en tu proyecto, lo que querían era que te vaya bien para que a ellos les vaya bien y poder cobrar.

9. ¿Qué instrumentos financieros utilizó mayormente con las Pyme?

En las Pyme el instrumento más común es la venta de cheques, el descuento. Es decir, vos tenes cheques que cobraste a 60 días, lo descuentas a los 30.

10. Y en el Mercado de Valores, ¿ha utilizado alguno?

El Mercado de Valores es muy interesante, pero todavía las Pyme no estamos muy acostumbradas, en este momento solo el 1% de las transacciones son a través del Mercado de Valores. Es un tema pendiente que desde CAME lo estamos trabajando, porque se encuentran mejores tasas, es más viable, pero hoy al Mercado de Valores le tenemos que doblar el brazo porque hoy en día solo aceptan cheques de cotizantes en la bolsa, no de cualquier empresa.

11. ¿Y si es con alguna garantía de sociedades recíprocas?

Si, ahí actúan las sociedades de garantía recíproca, pero es un mercado bastante selectivo, no podés llevar un cheque de cualquiera, necesitas una cartera de cheques que realmente sea de primer línea.

12. Y recientemente se sancionó la nueva Ley del Mercado de Valores, ¿ud. cree que fue beneficioso?

Todavía falta reglamentarla, hay que ver cómo se reglamenta... en ese sentido no son como los baqueros, pero son muy parecidos.

13. ¿Les piden menos requisitos?

Si, es menos requisito y más selectivo

14. ¿Ud. piensa que las Pyme no lo usan por la difusión?

Es un poco de difusión y otro poco de que tenés que llevar una carpeta con los balances, tener todo al día, tenés que llevar todo bien hecho y desgraciadamente a la mayoría de las Pyme les cuesta armar una carpeta.

Hay un sistema perverso de desgraciadamente todo empresario argentino respecto de los impuestos. Nos transfieren una cantidad de actividades que tienen que hacer las Pyme (tener un contador, que a su vez tenga gente a su cargo ya que hay muchas cosas por completar en una empresa), y todo hace que se busque la simplificación, porque si tenés que pagarle a un contador por el trabajo bien hecho, no lo podes pagar, entonces viene la simplificación, el contador es un brazo extendido de los organismos de recaudación, es decir, hace todo eso pero nunca le dice lo que tiene que hacer a la Pyme.

Aca, en Argentina el milagro que ocurrió desde 2013 en adelante, fue gracias a las Pyme, las grandes empresas no invirtieron nada. Nosotros, las Pyme duplicamos o triplicamos la producción, porque teníamos un mercado interno infernal

15. ¿Y en ese momento se invirtió más en maquinaria?

Sí y hoy toda esa maquinaria está parada. La industria textil es la que más se perjudicó y fué la que más invirtió, cambiaron como en el 62 (que antes te mencionaba), todas las maquinarias, se modernizó todo en la industria textil, es muy competitiva. Pero no tanto como para competir contra China, donde los costos son bajísimos y un container de China a Buenos Aires sale USD 3000 y tenés que pagar USD 5000 un camión con el mismo contenedor para llevarlo a Salta o a Tucuman. Es decir, tenemos una asimetría infernal y vos no podes ser competitivo.

Te cuento un caso personal: yo tengo un primo en Italia que tiene también una fábrica de tejidos plásticos, la misma que tengo yo acá, con la misma maquinaria, todo igual y yo no puedo llegar al precio que tiene él en Italia (que es caro)

16. ¿Esto dice que es por las cargas impositivas?

Claro, si las cargas impositivas, los costos de logística...

17. ¿Y en el largo plazo, ustedes se financiaron mayormente con capital propio?

Casi siempre sí, muy pocas veces utilicé algún crédito porque son muy caros, es decir, están muy por encima de la rentabilidad. La tasa de interés siempre está por encima de la rentabilidad, entonces es muy difícil pagarlo

18. ¿Es la principal variable que se fija?

Claro, porque después también estás atado a lo que pase con el mercado. Vos nunca sabes qué va a pasar, nosotros si pudiésemos saber de acá a 5 años cuánto va a valer el dólar, es una cosa, saber de acá a 5 años cuánto voy a pagar la materia prima es otro tema, acá no sabemos ni la semana que viene que va a pasar. Mi primo en Italia me preguntaba cómo vivíamos con la inflación, o cómo era el tema del milagro de la Argentina cuando un dólar valía un peso y se paró la inflación, me preguntaba cómo fuimos capaces de hacer eso, pero bueno, lo hicimos porque en este país pasan esas cosas y después estalló porque era insólito, no se pueden manejar las variables económicas así

19. Ud. vió que las tasas del Mercado de Valores eran buenas, es decir, se conseguían buenas tasas, ¿qué cambios cree que se deberían hacer para que las Pyme puedan acceder más fácilmente a esa tasa?

Primero difusión, no es una crítica esto, pero en el Mercado de Valores en Argentina el monto que se maneja es muy chico, para la economía argentina es muy chico y esto es una empresa privada, las acciones valen un montón, la bolsa de comercio no ocurre, es muy poco el movimiento que hay, como todo en Argentina, entonces yo creo que es un poco la mentalidad de la gente que trabaja ahí, es gente muy conservadora, por eso tuvimos que hacer una Ley del Mercado de Valores, ahora una ley los va a obligar a dar créditos a Pyme, pero cuando una ley te obliga, yo no sé hasta cuándo va a dar resultado.

Entrevista a experto Pyme 2 (Héctor Garabal):

1. ¿Cuál es su nombre?

Héctor Garabal

2. ¿Cuál es su cargo en la empresa?

Socio gerente

3. ¿Nos podría contar brevemente su experiencia laboral?

Mi experiencia laboral nace en 1982 en el mercado financiero en una extrabursátil del microcentro porteño, donde comencé como cadete. En el año 1986 me incorporé a la financiera Exprinter donde posteriormente se transformó en Banco Exprinter. Allí desempeñé distintas funciones hasta llegar a ser trader de la mesa de dinero operando trading de pesos y compra/venta de divisas. Posteriormente, en la época de las privatizaciones pasé a operar en el banco acciones de Ypf y telefónicas.

En un momento, fui operador del banco Exprinter en el recinto de la bolsa de comercio, como mandatario de dicha empresa.

En 1995 me incorporé al Banco República donde también trabajé en la función de operador en la mesa de dinero, operando las acciones anteriormente mencionadas.

En 1996 me asocio con un corredor de divisas donde conjuntamente trabajamos con una empresa americana llamada Cantor Fitzgerald, donde operábamos bonos y acciones desde Buenos Aires y Nueva York a distintas partes del mundo.

En el año 1999 me retiré de la parte financiera para realizar emprendimientos privados. En el 2001, me incorporé a la industria alimenticia hasta el día de la fecha.

4. ¿Cuál son los inconvenientes más comunes que ud ha podido observar en las Pyme?

Al principio, cuando éramos más bien una pequeña empresa, el principal problema era que éramos muy pocas personas para muchas tareas, entonces uno tenía que cumplir muchos roles y eso hacía que la eficiencia sea baja, pero después cuando empezás a crecer esos problemas ya van desapareciendo. Los inconvenientes más comunes que tienen las Pymes, a mi criterio, son las propuestas de financiamiento para su expansión, es decir, no nos conviene financiarnos porque es muy caro, las tasas de interés son muy elevadas.

5. ¿Su empresa realiza alguna inversión? ¿Cual? ¿Cómo financia dicha inversión?

Las inversiones las realizamos con recursos propios, y algunas mediante *leasing*.

6. ¿Que necesidad de financiamiento tienen las Pyme?

Por expansión y para el desarrollo de la actividad. Pero es muy difícil en la actualidad poder conseguir dinero a un costo razonable que por su rentabilidad la empresa pueda asumir, por esto también es que decidimos no utilizar estas opciones.

7. En el contexto económico, ¿que variables macroeconómicas nos podría mencionar que impactan al momento de requerir financiamiento (inflación, tipo de cambio, tasa de referencia).

Las tres variables son tasas de referencia, tipo de cambio e inflación, en ese orden.

8. En el contexto político, ¿nos podría mencionar alguna amenaza para las Pyme a la hora de financiarse?

En el contexto político es imprescindible la credibilidad del gobierno de turno, eso impacta directamente en la tasa de interés que dicho gobierno pueda conseguir. En la actualidad y dada la volatilidad existente, hoy es muy difícil conseguir financiación para las Pyme a tasas razonables (a mayor credibilidad menor tasa de interés).

9. ¿En qué variables se fija al momento de evaluar qué instrumento financiero utilizara? (Por ejemplo: tasa de interés, plazo)

La tasa de interés, sin duda es lo que primero se mira para ver si es viable el instrumento o no. En Argentina las tasas suelen ser muy elevadas, entonces muchas veces no es conveniente porque son más altas que la rentabilidad propia del proyecto.

10. Encuentran muchas trabas al momento de solicitar financiamiento? ¿Ha notado que se cumplen con los requisitos que solicitan las entidades financieras?

Nuestra empresa califica ante los requerimientos del banco, pero somos nosotros los que nos limitamos a acceder a dichos ofrecimiento de crédito. Mientras podamos manejarnos con otros métodos, preferimos que así sea.

11. ¿Que instrumentos financieros han utilizado?

Leasing (sólo algunos casos, para maquinaria o logística). Lo vemos muy conveniente porque permite obtener una máquina a un precio realmente conveniente ya que lo financias en varias cuotas.

12. ¿Utilizaron algún instrumento financiero del mercado de valores? ¿Le reportó algún beneficio sobre los instrumentos convencionales?

No. No lo consideramos necesario ya que como primer medida, la política de la empresa es financiarse con capital propio. Estoy al tanto de que las tasas son realmente convenientes si lo comparamos con el mercado bancario por ejemplo, pero la realidad es que el Mercado de Valores todavía para las Pyme se tiene que seguir desarrollando.

13. ¿Cuál es el instrumento que más ha utilizado? ¿ Por qué?

Leasing, siempre que esos instrumentos se dieron a tasas fijas y razonables.

14. ¿Qué instrumento cree más adecuado para cada plazo de financiamiento requerido? (corto y mediano plazo).

El *leasing* por sus beneficios impositivos. Los tiempos promedios son entre 36 y 60 meses.

15. ¿Cuál es el historial crediticio de su empresa? Ha resultado conveniente?

La única experiencia crediticia fue un *leasing* tomado en pesos a tasa fija que fue muy beneficioso para la empresa.

16. ¿Qué opinión nos puede brindar sobre la ley recientemente sancionada del Mercado de Capitales y los beneficios potenciales que brinda a las Pyme?

La desconozco.

Entrevista a experto Pyme 3: (Cesar Hernan Abrudsky)

1. ¿Cual es su nombre?

Cesar Hernan Abrudsky

2. ¿Cual es su cargo en la empresa?

Presidente y director

3. ¿Nos podría contar brevemente su experiencia laboral?

En los últimos 30 años ocupó el cargo de director en 4 empresas distintas.

4. ¿Cual son los inconvenientes más comunes que ud ha podido observar en las Pyme?

Mira, Argentina es un país muy cambiante, pero en la actualidad puedo observar que las principales dificultades se dan en entorno a la financiación:

- Falta de capital de trabajo. Cuando falta capital de trabajo hay que recurrir a financiación. El sistema impositivo argentino te quita de modo exagerado a

través de los impuestos, por los pagos que uno tiene que hacer por pagos de iva y iibb. Esto mismo también pasa con los empleados con las cargas sociales.

Nosotros somos proveedores de grandes empresas, las retenciones que te hacen te van quitando capital de trabajo, como tenes que pagar a cuenta, te genera todo un desequilibrio entre los cobros y pagos que muchas veces te llevan a solicitar financiación.

Muchas empresas requieren importar sus materias primas y en algunos casos el 100%. La mercadería importada está gravada con doble iva y derechos. Esto sin duda afecta el capital de trabajo porque vos tenes que contar con mucho dinero para poder importar. Te queda por el sistema impositivo muchísimo dinero inmovilizado. Esto más el flete te quita posibilidades.

- Licitaciones: cuando lícitas a grandes empresas, te piden un certificado fiscal, si vos no tenes todo al 100% en día, no te otorgan el certificado. Esto te impide poder contratar tanto con el estado como con grandes corporaciones (cuando sos proveedor de ellos).
- Con el acceso al crédito es la misma historia: tenes que tener una cantidad muy grande de elementos, tienen muchos requisitos. Tu carpeta tiene que tener aparte de buenos resultados, todos los impuestos al día, hay que tener una estructura proyecciones de ventas. No es nuestro caso, a muchas empresa esto les representa un gran problema.
- No haber ajuste por inflación, los balances no te permiten ajustar tus gastos de acuerdo a la inflación, entonces a veces tenes ganancias que no son reales y estás pagando impuestos por una ganancia que en realidad no la tenés.
- El cortoplacismo de los instrumentos, casi no hay instrumentos de largo plazo por la gran inestabilidad que hay en el país

Hoy en día lo que cambió en cuanto a la financiación es:

- Ya no hay tasas preferenciales y las tasas que hay son muy altas, entonces esto es una traba muy grande para las industrias que necesitan equiparse.
- Por otro lado, como beneficio hoy está el Finalmpo que son financiaciones a las importaciones, pero la desventaja es que te endeudas en dólares (a plazos de 90/120 días). Si vendes en dolares te conviene porque las tasas en

dólares son muy chicas para las tasas que una empresa en la argentina está acostumbrada.

5. ¿Su empresa realiza alguna inversión? Cual? ¿Cómo financia dicha inversión?
Sí. Compra de maquinarias, capital de trabajo.

Se financia en este orden:

1. Capital propio que se genera no distribuyendo utilidades, hoy en día las Pyme no distribuyen utilidades porque necesitan de ese capital para reinvertir.
2. Créditos bancarios de distintos tipos. Hoy en día está muy limitado por las altas tasas, porque las tasas son mayores que el rendimiento.

Créditos para bienes de capital: *leasing* (normalmente tiene tasas más altas pero impositivamente es conveniente porque se puede deducir de parte de los impuestos). Créditos subvencionados (los usábamos antes) para capital de trabajo. Descuento de cheques (muy poco, no usamos cheques por el tipo de producto que vendemos).

Por ejemplo, licitamos una venta de un banco importante, que licita en pesos por una política del banco que tienen que hacerlo en pesos, pero tardan mucho en adjudicar, por ejemplo 60 días y con la inflación cuando vos cobras, es a veces un 60% menos, entonces deja de ser rentable.

3. Créditos para cap de trabajo: créditos de descubierto en cta cte con acuerdo.
4. En cuanto a la financiación de importaciones y exportaciones: Finaimpo en dólares para importaciones (tiene tasa más bajas, pero hay que devolver los dólares en un solo pago) y prefinanciación de exportaciones en dólares: si la empresa exporta, te dan un porcentaje del valor que vas a exportar para poder fabricar.
5. Diferimiento del iva. Esto es algo nuevo que se usa mucho, porque puedes pagar el iva en vez de todo a fin de mes, en dos cuotas.

6. ¿Que necesidad de financiamiento tienen las Pyme?

Capital de trabajo fundamentalmente

Cumplir con sus obligaciones impositivas

Para bienes de capital

7. En el contexto económico, ¿que variables macroeconómicas nos podría mencionar que impactan al momento de requerir financiamiento (inflación, tipo de cambio, tasa de referencia).

Tasas de referencia, porque afectan el nivel de crédito

Inflación

Tipo de cambio: puede ser directa o indirecto, porque por más que no importes, tu proveedor si, entonces te influye en tus costos

8. En el contexto político, ¿nos podría mencionar alguna amenaza para las Pyme a la hora de financiarse?

Como primer punto, las crisis económicas generan retracción en las ventas, esto va de la mano con la política.

Las tasas de los servicios. En nuestro caso la energía es muy importante, y está muy caro. Esto está ligado a la política, si lo subvencionan o no.

Costo de mano de obra, la gran incidencia política por parte de los sindicatos que hay en esto es impresionante.

9. ¿En qué variables se fija al momento de evaluar qué instrumento financiero utilizara?

Tipo de cambio y tasas en pesos. La inflación también, de alguna manera a veces te perjudica y otras veces te beneficia, te va comiendo la deuda que vos tenías, si vos tomaste deuda en pesos y después viene una devaluación, esa deuda a vos después te termina pareciendo poca.

10. Encuentran muchas trabas al momento de solicitar financiamiento? ¿Ha notado que se cumplen con los requisitos que solicitan las entidades financieras?

En los últimos años ha mejorado (siempre que el contexto de trabajo sea bueno, nuestra empresa no tiene nada en negro), muchas veces las empresas no pueden demostrar sus ventas, entonces los bancos ponen trabas porque ven irregularidades.

En nuestro caso no hay muchas trabas, salvo en momentos de crisis. Igual siempre hay que ir a varias instituciones, nunca una institución te va a suplir las necesidades financieras, por lo tanto hay que trabajar con varias, lo que hace más complicado el

trabajo ya que hay que presentar a mucha documentación, lo que te requiere tener más personal a cargo de esta tarea.

11. ¿Utilizaron algún instrumento financiero del Mercado de Valores? ¿Le reportó algún beneficio sobre los instrumentos convencionales?

Casi nada. Utilicé alguna vez el cheque de pago diferido pero la verdad que muy poco porque no tenemos cheques.

A las Pyme si no cotizan en bolsa les es muy difícil entrar en el Mercado de Valores. Lo que está bueno del Mercado de Valores es el cheque de pago diferido, que es muy similar al factoring, que es una herramienta a nivel mundial muy importante, requerida y conveniente. Es el descuento de facturas y vos las podes descontar. Acá no se usa por dos motivos: no está en el sistema financiero y porque las empresas no aceptan que los pagos sean a otra persona que no sea el acreedor.

12. ¿Cual es el historial crediticio de su empresa? Ha resultado conveniente?

Si, el banco, aunque muy tímidamente da beneficios. Es muy importante mantener el historial crediticio, cumplir siempre.

Cuando hay créditos con tasas preferenciales los suelen dar a sus mejores clientes. Es decir, esto va de la mano de la política del gobierno y del Banco Central: la tasa en el mercado es por ejemplo, del 30%, entonces si compras una máquina con la cual vas a generar más trabajo y emplear más gente, a veces la política del gobierno promueve eso, entonces el Ministerio de Economía a través del Banco Central, que den a determinado rango de Pyme una tasa muy por debajo de el verdadero, por debajo del spread del banco.

13. ¿Que opinión nos puede brindar sobre la ley recientemente sancionada del Mercado de Capitales y los beneficios potenciales que brinda a las Pyme?

La desconozco.