

RESEÑA DE TESIS DE MAESTRÍA

# Análisis de alternativas de financiamiento de las pymes a través del mercado de capitales

Tesis de Maestría en Administración de Negocios  
Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Cuyo  
Mendoza, diciembre de 2019  
63 páginas

## ***Ignacio H. Barbeira***

Abogado (Universidad de Mendoza), magister en Administración de Negocios (Universidad Nacional de Cuyo), magíster en Finanzas (UTDT)  
ignaciobarbeira@hotmail.com

## Introducción

El financiamiento pyme es problemático. Y lo es desde dos puntos de vista: en primer lugar, porque este tipo de firmas afrontan muchas dificultades para acceder a él. En segundo lugar, debido a que la falta de acceso a capital les impide administrar sus recursos correctamente, intentar nuevos proyectos y/o escalar sus operaciones.

Respecto al primer punto, si bien existen algunas divergencias entre los distintos autores respecto a si este fenómeno responde a un problema de oferta o demanda de crédito, hay coincidencias en que efectivamente el financiamiento es escaso. Y los datos que pueden verse en fuentes tan diversas como el Banco Mundial, el Instituto Argentino de Mercado de Capitales o encuestas realizadas entre este tipo de empresas así lo demuestran. Además, si bien con distinta magnitud, es un problema que las aqueja en casi todos los países, independientemente del grado de desarrollo.

La otra coincidencia es en los efectos perniciosos que esta escasez genera al dificultar considerablemente la operación de las firmas, incrementando sensiblemente la probabilidad de que las mismas no sobrevivan.

Este trabajo propone al mercado de capitales local como una alternativa eficiente para solucionar el problema de las pymes a la hora de obtener un financiamiento adecuado y necesario para su desarrollo. A la vez, sostiene que aprovechar esta opción procuraría a tales sujetos económicos el acceso a recursos con mejores condiciones que las habituales –p.ej., capital propio, financiamiento bancario y/u otras fuentes–.

Una idea importante que se intenta transmitir a lo largo del texto es que los diversos instrumentos y plazos que puede utilizar una firma para financiarse (capital o deuda; a través de bancos, del mercado o de programas gubernamentales; a corto, mediano o largo plazo) no son excluyentes, sino que constituyen alternativas complementarias que deben ser utilizadas en base a una adecuada planificación financiera que tenga en cuenta los ciclos y necesidades del negocio.

La otra idea que se considera relevante es que la proyección y administración de los flujos de fondos debe realizarse con la misma dedicación –tanto a nivel estratégico como operativo– con la que se tratan los recursos humanos, la gestión comercial y los procesos productivos, lo que constituye una condición necesaria para lograr diversificar las fuentes de fondeo. De esta manera, se podrán aprovechar los beneficios de cada una y, a la vez, proporcionar a las empresas una probabilidad

mayor de completar sus ciclos de negocios, ya que van a contar con los recursos necesarios para hacerlo, disminuyendo los costos en el proceso.

Se cree, a partir de la revisión realizada sobre bibliografía pertinente, que la evidente subutilización de los instrumentos existentes en el mercado de capitales deriva, en buena medida, de la falta de información adecuada sobre el recurso. Por ello, en este trabajo se ha considerado oportuno realizar un compendio de las ventajas que brindan las herramientas disponibles, así como de los procedimientos necesarios para acceder a ellas, estimando que la información así sistematizada puede ser de utilidad para las empresas, los consultores y los interesados en general.

## Contexto y problema

Las circunstancias en las que tienen que desarrollarse las pequeñas y medianas empresas en la República Argentina son extremadamente complejas, debido, entre otras cosas, a la volatilidad de las condiciones macroeconómicas, al estado cuasi permanente de crisis y al exceso de regulaciones en el orden municipal, provincial y nacional. Todo esto, sumado a la habitual informalidad contable y jurídica de las empresas, dificulta el acceso a un financiamiento variado y razonable para que las firmas puedan desarrollarse y crecer.

Se muestra en el trabajo que la oferta de crédito en el país es excesivamente pequeña –menos del 16 % del PBI–. Además, debido a las usualmente inestables condiciones macroeconómicas, las tasas bancarias están sujetas a mucha volatilidad, a lo que debe sumarse el problema de la selección adversa que sufren las pymes a la hora de solicitar financiamiento. Aun así, el sistema bancario sigue siendo la principal opción a la que acceden las empresas.

Por otro lado, existen también programas gubernamentales de crédito que habitualmente prevén requisitos, procedimientos y tiempos de resolución que dificultan el acceso a ellos por parte de firmas que, en general, carecen de los recursos administrativos para enfrentarlos. Así es que, ante las dificultades que presentan los mercados formales, el financiamiento informal suele constituirse en una opción preponderante.

## Metodología y fuentes

De acuerdo con lo expuesto anteriormente, el primer objetivo de este trabajo es proponer la opción del mercado de capitales como fuente de financiamiento y el segundo, y complementario de aquel, consiste en la descripción del marco normativo del régimen Pyme CNV (Comisión Nacional de Valores), de los procedimientos necesarios para acceder a él y de las ventajas comparativas que ofrecen estos instrumentos frente a las demás opciones existentes en el mercado.

Se utiliza la metodología de estudio descriptiva, que se concreta a través de una investigación bibliográfica y se complementa con métodos de observación documental. Las fuentes principales son las leyes que regulan el mercado de capitales en Argentina y las normas que las reglamentan. A esto se agregan informes estadísticos públicos y privados –en particular los realizados por el organismo regulador– y artículos sobre financiamiento de pequeñas y medianas empresas realizados por organismos internacionales. Se busca, de esta manera, analizar los distintos aspectos del sistema, su evolución y resultados.

Con este desarrollo se cree que queda en evidencia cuáles son las ventajas que proporciona el uso del mercado de capitales, tanto en materia de costos y diversificación de los recursos financieros que se necesitare, como en una optimización de los procesos internos y de la estructura jurídico-contable. Esto redundará, a su vez, en una organización más transparente y eficaz, optimizando la relación entre ingresos y gastos y permitiendo el crecimiento sostenible de las firmas.

## Estructura

En el capítulo inicial se describe la importancia de las pequeñas y medianas empresas en la actividad económica de la Argentina, ya que representan más del 90 % del total de las firmas, siendo además grandes generadoras de empleo. Se detallan también sus características, su relevancia en el sistema productivo, los ciclos de vida, la necesidad y dificultad para conseguir financiamiento y el problema que genera el desconocimiento acerca de las distintas alternativas que ofrece el mercado de capitales.

En el segundo capítulo se analiza el marco normativo del sistema, prestando especial atención a la parte general de la reglamentación, principalmente la ley 27440 de Financiamiento Productivo y la Resolución General 696/17 de la Comisión Nacional de Valores. Asimismo, se realiza una breve descripción del sistema de sociedades de garantía recíproca y se mencionan las acciones que realizan para facilitar el acceso al mercado. Por último, se analizan individualmente los diversos instrumentos: factura de crédito electrónico, cheques de pago diferido, pagarés, valores de corto plazo, fideicomisos financieros y obligaciones negociables.

Finalmente, en el capítulo tercero se formulan las conclusiones, que se exponen con mayor profundidad a continuación.

## Resultados y conclusiones

Se intenta mostrar en el trabajo que el mercado de capitales presenta distintas variantes que pueden usarse tanto para financiar capital de trabajo como necesidades de largo plazo o inversiones en bienes de capital, por lo que se destacan tres elementos que aporta esta fuente de financiamiento.

Una primera ventaja consiste en contar con una amplia y variada gama de fuentes de financiación –tasas, perfiles de deuda, etc.–. Esto tiene, además del beneficio obvio, el valor extra que da cumplir con las exigencias para financiarse en el mercado de capitales o incluso llegar al régimen de oferta pública. Ello se deriva del trabajo previo de ordenamiento del sistema administrativo, financiero, contable y jurídico-societario, necesario para cumplir los requisitos de transparencia e información del mercado, lo que genera procesos de estandarización y reducción de costos por ineficiencias. A lo anterior debe sumarse la mejora en la reputación frente a toda la cadena de valor.

En segundo lugar, estas herramientas son sumamente flexibles. Las colocaciones pueden programarse en los plazos en que las firmas lo requieren y evaluando la demanda de los inversores, lo cual permite que se optimicen las tasas obtenidas y se equiparen los pagos a los flujos de la firma.

El tercer elemento que el mercado ofrece como ventaja es el de contar con una amplia variedad de inversores. Esto implica que se pueden encontrarse perfiles que buscan distintos niveles de riesgo y de plazos, lo que posibilita que compañías en las más diversas situaciones puedan conseguir financiamiento.

Por todos esos beneficios, se considera que este sistema ofrece una interesante oportunidad, ya que ayuda a las pymes a obtener mejores tasas –tanto en bancos como en el mercado de capitales–, impulsando su ordenamiento administrativo durante el proceso. De esta manera, el desafío no debería ser acceder a financiamiento, sino analizar los costos y beneficios de las distintas fuentes, así como los de cada uno de los instrumentos existentes, de acuerdo con la realidad económica de la firma, a fin de poder acceder a cualquiera de ellas, en la medida de las necesidades.

Cierto es que, primero, debe superarse la desconfianza que suelen tener los empresarios a *abrir* la compañía y compartir información. Pero la regulación ha hecho un aporte en este sentido, disminuyendo la periodicidad de publicación en el caso de las pymes y eliminando la obligatoriedad de la calificación de riesgo.

Otro tema importante es el de la difusión, sobre la cual los distintos actores deberían focalizarse. Todos los protagonistas involucrados deberían promover iniciativas que les permitieran expandir el conocimiento de las diversas herramientas, tanto entre pymes como entre inversores, y así lograr atraer nuevos participantes, mejorando el volumen que se opera y la sustentabilidad del mercado.

Finalmente, debe considerarse que utilizar las herramientas analizadas genera acceso a tasas menores, plazos diversos, financiamiento en distintas monedas y menores costos de transacción, lo que permite no solo evitar situaciones de estrés, sino también aprovechar oportunidades de crecimiento. Asimismo, da mayor transparencia y publicidad a las actividades de la firma, simplificando la evaluación de riesgo, todo lo cual puede facilitar la generación de un círculo virtuoso en el que las posibilidades de financiamiento y crecimiento se retroalimenten, generando ven-

tajas para todos los actores involucrados y reduciendo la brecha de financiamiento pyme, con el consiguiente impacto en la productividad y la generación de actividad.

## Bibliografía principal

- BEBZUK, R. N. (2010). *Acceso al financiamiento de las PyMEs en Argentina: estado de situación y propuestas de política*. Santiago: CEPAL.
- CONGRESO DE LA NACIÓN ARGENTINA, Ley 27440 de Financiamiento productivo.9 de mayo de 2018 (Argentina). Recuperado el 24 de septiembre de 2019 de: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/310000-314999/310084/norma.htm>
- CONGRESO DE LA NACIÓN ARGENTINA. Ley 26831 de Mercado de Capitales. 27 de diciembre de 2012 (Argentina). Recuperado el 24 de septiembre de 2019 de <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/205000-209999/206592/textact.htm>
- DUMRAUF, G. L. (2010). *Finanzas corporativas: un enfoque latinoamericano*. Buenos Aires: Alfaomega.
- OCDE [Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos] (2018). *Financiamiento de PYMES y Empresarios: Un Marcador de la OCDE*, p. 3 Recuperado el 23 de septiembre de 2019 de: <https://www.oecd.org/cfe/smes/SPA-Highlights-Financing-SMEs-and-Entrepreneurs-2018.pdf>
- Resolución General 696/2017 [Comisión Nacional de Valores]. Régimen Pyme. Buenos Aires, 15 de junio de 2017, p. 2. Recuperado el 24 de septiembre de 2019 de: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/MarcoRegulatorio>
- STEIN, P., ARDIC, O.P. & HOMMES, M. (2013). *Closing the credit gap for formal and informal micro, small, and medium enterprises*. Washington D.C.: International Finance Corporation.