

Revista

# APORTES

*para el Estado y la  
Administración Gubernamental*



Asociación de  
Administradores  
Gubernamentales



## ESTRATEGIAS DE FINANCIAMIENTO PARA PEQUEÑA Y MEDIANAS EMPRESAS EN EL MERCADO DE CAPITALES

EL AUTOR ES DOCTOR EN ECONOMÍA DE LA UNIVERSIDAD DE YORK, TORONTO; JEFE DE MEDIANAS EMPRESAS ECONOMISTAS DEL FREPASO; PROFESOR TITULAR DEL DEPARTAMENTO DE POSTGRADO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS DE LA UBA.

**Arnaldo Bocco**

### 1. DIAGNOSTICO INICIAL

Desde la aplicación de los ajustes estructurales introducidos en la mitad de los '70s, en la economía argentina, como en la mayor parte de las economías en desarrollo, los productores rurales (farmers), los pequeños industriales urbanos, el comercio minorista o las pequeñas agroindustrias, han sufrido una limitada capacidad de acceso al crédito y un alto costo financiero para ingresar a las corrientes institucionales o bancarias de esa oferta de recursos. Salvo en las etapas expansivas de la economía y de holgado financiamiento internacional movilizados por los organismos internacionales (1), en realidad, el sector financiero y bancario privado por lo general ha sido - y sigue siendo, especialmente después de la liberalización total vigente en la presente década - una incompleta o a veces inadecuada fuente de crédito para estos sectores de pequeños capitales, por dos razones que podríamos sintéticamente enunciar en los siguientes conceptos:

a) El menor tamaño de las unidades de producción de esas firmas, la debilidad de su organización y la escasa sofisticación de su gestión, especialmente la de sus procesos decisorios, los pequeños montos solicitados y la ausencia de indicadores financieros sólidos en sus balances (2), todo lo cual, configura para las instituciones prestatarias, una débil situación patrimonial. O, para expresarlo en otros términos, un frágil respaldo de su capital propio para responder a las exigencias y normas legales o institucionales del renovado sistema financiero.

b) El desigual costo de la evaluación de los créditos, los desembolsos y las pequeñas dimensiones de estas unidades productivas, conspiran contra la reducción de las tasas de interés, cuando a los aspectos presentes se le adicionan los señalados en el punto anterior. Concurren a este problema la insuficiente economía de escala de operaciones del sistema financiero que aumenta los costos por unidad de crédito. Esta tendencia se ha reducido gradualmente luego del efecto tequila.

Por lo anterior, el resultado de la participación de las pequeñas firmas en el sistema institucional se traduce - para los bancos comerciales - en altos costos de transacción para acceder a las corrientes convencionales del financiamiento disponible. A muchas de las pymes (y a veces no tan pymes) les resulta imposible alcanzar las metas de endeudamiento con el sistema bancario que se propusieron, y las inversiones planificadas, se realizan con sistemas de autofinanciamiento, crédito caro o muy limitado o por la agresiva participación de los proveedores de bienes de capital, quienes para colocar su producción se convierten en agentes financieros de sus clientes, o bien, en el caso de empresas extranjeras proveedoras de bienes de capital, acuden a sus propios bancos estatales, quienes se encargan de brindar la asistencia financiera a los clientes locales (3).

Por lo tanto, mirado en términos macroeconómicos, la ausencia de una política estatal consistente de financiamiento privado para el pequeño capital, se traduce en una adversa selección de estrategias de inversión, de técnicas de producción, lo que conduce a una determinación de los precios relativos que se corresponden con la fijación de tasas de interés arbitrarias y, por lo mismo, de reducción de las ganancias empresarias. Finalmente, este proceso conspira contra la formación de un mercado moderno, competitivo, en el que convivan un número amplio de actores industriales o comerciales que intervengan en el proceso de acumulación de capital permitiendo la existencia de grandes o medianas empresas con igualdad de acceso al mercado financiero junto a los pequeños empresarios de esos sectores o ramas de la industria.

Siempre el sistema económico y la teoría económica han tomado al crédito como un anticipo financiero de capitales otorgado a los sectores productivos (la agricultura, la industria, los servicios, el transporte, etc.), incapaces - por lo menos patrimonialmente - o imposibilitados - por sus activos muy escasos - de contar con recursos propios para enfrentar las demandas del mercado y de la competencia. Una política económica ex-ante define la política de financiamiento hacia sectores de pequeñas firmas, o unidades menores, como un mecanismo de translación de capitales líquidos para posibilitar a estos actores económicos --luego del ciclo económico o la rotación de la producción y la acumulación de beneficios de allí logrados-- a formar nuevos capitales habiendo previamente devuelto el anticipo recibido.

Anticipar una masa de financiamiento entre empresas demandantes de tecnología o de fuerza de trabajo, es posibilitar la expansión de la oferta de bienes o servicios a sectores que ingresarán a una competencia desigual de empresarios más grandes, financieramente más sólidos o más agresivos, cuyo resultado atendería contra la supervivencia de los pequeños empresarios más débiles. Proteger con políticas públicas a esta trama socioproductiva no es más que cumplir con el mantenimiento de las bases de la igualdad de oportunidades que la economía de mercado per se no garantiza y muy frecuentemente, una vez desatada la competencia y la formación de procesos inevitablemente concentradores de ingresos y patrimonios o capitales, tampoco permite.

Precisamente, las fallas de mercado, son las que inhiben a los agentes económicos de menores dimensiones a un acceso equivalente a las fuentes financieras, o, a veces, impiden enfrentar un flujo financiero con costos iguales a quienes tienen beneficios crecientes con la formación de economías de escala --y por lo mismo, con costos medios decrecientes-- que conducen a lograr un mejor posicionamiento competitivo. La política pública financiera activa, interviene equiparando a los más pequeños, protegiéndolos de esa competencia en el corto plazo, especialmente, de las inequidades propias de ese funcionamiento de los mercados.

Por lo mismo, al final de este siglo, tanto los países avanzados como los países en desarrollo han procurado ser muy precisos en la combinación de las ofertas de políticas públicas destinadas a garantizar la oferta de financiamiento privado, especialmente de aquél tipo de recursos orientado a permitir la formación de capital en el sector de empresas competitivas y donde existen núcleos dinámicos de pymes innovadoras y agresivas.

Brasil utiliza para este fin sus bancos públicos (por ejemplo, el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social, BNDS), los cuales no sólo financian con recursos domésticos la inversión de capitales en las industrias domésticas, o en aquellas empresas dedicadas a la exportación, sino que, especialmente, en este último caso, destina parte de su oferta de créditos y servicios financieros a promover la exportación de bienes manufacturados por las pequeñas industrias transfiriendo recursos para ampliar la oferta de bienes industrializados con penetración en la economía mundial.

Chile, por otra parte tiene un sistema bancario que - después de la crisis de 1982 - se revela como uno de los más rígidos en materia de supervisión por parte del Banco Central. A pesar de la rigidez de estos controles, su política de estímulo a la inversión "soportada" con créditos orientados a las empresas de menor envergadura (estén ellas localizadas en la agroindustria, en los servicios o la construcción), es de central importancia en la política económica de corto plazo. Esta decisión posibilita la ampliación de la base de corriente de inversiones modernas, aumenta la masa de recursos destinados a prefinanciar las corrientes del comercio exterior, estimula las inversiones en tecnologías y equipamiento como fundamentos explicativos del crecimiento de la productividad, y por lo mismo, convoca a una permanente modernización de los sistemas de gestión de esas empresas, cuyos agentes económicos se adaptan a condiciones de apertura y competencia acompañados por las políticas estatales.

Cuando nos referimos a estos temas, estamos señalando que la oferta financiera es amplia y generosa, no

es retórica de gobierno ni es parte de discursos de políticas públicas. Son relevantes los recursos destinados a cumplir con estos objetivos de inversión y por lo mismo, a garantizar mecanismos fluidos de empleo productivo (permanente en los servicios y la industria, temporarios en la agroindustria y los servicios del transporte y las exportaciones). siempre existe crédito, financiamiento, líneas de apoyo externo, combinando la participación de bancos privados con la acción comercial de los bancos de propiedad pública.

## **2. INSTITUCIONES FINANCIERAS, INSTRUMENTOS Y MERCADO**

Los intermediarios financieros juegan dos roles centrales en el sistema capitalista. En primer lugar, administran el dinero de los depositantes o inversores de su ahorro en cuentas bancarias o en fondos de inversión; y en segundo, tienen la misión de colocar en forma de crédito o asignaciones especiales, el dinero que les fuera entregado por sus clientes. La intermediación financiera es una actividad en la que el dinero administrado por las instituciones debe ser colocado para garantizarle una tasa de retorno a los inversores de fondos institucionales que son parte del capital y patrimonio del banco, al menos cercana a la que se obtuvo por la actividad a la que se prestó a otros agentes o clientes.

La clave del financiamiento está en el modelo de operaciones del sistema financiero y de las políticas seguidas por los bancos. La esencia del financiamiento está centrada en que, a medida que la economía crece, se expande la acción financiera del sistema bancario y con el desarrollo y expansión de los mercados y la economía, crece la acción de las instituciones en relación a la demanda de crédito.

A medida que crece la demanda de crédito, en equilibrio, con el crecimiento de la economía debería reducirse la tasa de intermediación - los costos del sistema - y la masa de recursos debería estar disponible para los tomadores de crédito a una tasa cercana a la tasa de interés internacional.

La mejor política seguida por la acción de gobierno con respecto al mejor desenvolvimiento del sistema económico, es lograr de él una mayor eficiencia funcional, de modo que a medida que se perfeccionan la acción de los agentes en su relación con el propio sistema, disminuya el riesgo global. Y con él, se reduzcan los costos de intermediación, los riesgos económicos y por último, las tasas de interés.

Para James Tobin (4) existen cuatro componentes que determinan la eficiencia del sistema bancario y financiero:

- a) La transparencia en la información disponible, que fluye a lo largo de toda la economía y entre los agentes económicos, que impide a unos pocos beneficiarse con la disposición de la iniciativa que permite la disposición de información anticipada;
- b) Valuación adecuada de los activos financieros en manos del sistema, para que el valor presente de esos activos en el mercado represente adecuadamente el flujo de fondos futuros descontado;
- c) Seguridad y protección, derivada de la solidez institucional contra procesos de inestabilidad local o internacional, que puedan poner en riesgo la solidez de las instituciones;
- d) Por último, eficiencia funcional se refiere a la óptima combinación para administrar los mecanismos de pago utilizando las carteras del sistema movilizándolo el ahorro en favor de la inversión.

Las políticas públicas y gubernamentales en materia de financiamiento del desarrollo son diversas a lo largo del desarrollo capitalista. Europa, especialmente Alemania, Francia, Italia o Dinamarca, por citar casos más bien clásicos, desde el siglo XVIII han procurado que los bancos, como financiadores del crecimiento participen activamente en las operaciones de la economía real, tanto en el corto como en las de largo plazo. En Alemania han participado desde siempre siendo funcionales a los diferentes modelos de industrialización que se produjeron desde fines del siglo XIX (combinando el uso de sus recursos financieros, tanto para promover el comercio como las inversiones).

Una situación semejante encontramos en otras economías, como el caso de Japón. A pesar de lo complejo del sistema y los cambios violentos entre guerras o en el presente, la fuerza del sistema financiero estuvo relacionada con la fortaleza del proceso de inversiones en las actividades modernas, en la administración del excedente agrícola --que comienza con la Revolución Meiji en 1868-- en inversión de capital en la industria con alta productividad y fuerte penetración en el comercio mundial. En Estados Unidos, los bancos

tuvieron y tienen un rol más activo en el comercio - local o internacional - y el financiamiento de las inversiones está ligado mucho más estrechamente al comportamiento que exhibe el mercado de capitales.

En los años recientes, el fuerte crecimiento del ahorro doméstico ocurrido especialmente desde 1990 a esta parte, sumado al vertiginoso crecimiento de la economía y a la nueva modalidad de gestión gubernamental (con B. Clinton cayó considerablemente el déficit fiscal y el valor de los bonos del Tesoro, usualmente una forma de protección y refugio de los ahorristas ante la inestabilidad de la economía o la política), dio paso a las inversiones de los administradores de los expansivos fondos de inversión o de pensiones, en los diferentes segmentos del mercado de capitales, tanto interno como aquellos que empiezan a expandirse en los países en desarrollo.

Esta tendencia moderna de reproducción de instrumentos financieros, se expande por otros mercados aumentando el rol del financiamiento público, multilateral o privado por fuera del sistema bancario, dando paso a la emisión de nuevos instrumentos financieros que sostienen la expansión de la economía con un costo del dinero sensiblemente menor que el que se cobra por medio del crédito convencional y con disponibilidad instantánea. Nace a fines de los '90s un mercado de capitales global más agresivo, penetrante, que busca diversificar su riesgo y persigue el objetivo de multiplicar sus inversiones en diferentes ramas y sectores de la economía. Este acceso se motoriza desde los servicios a la industria, los Estados nacionales, como tomadores de financiamiento para las inversión pública, hasta los Estados locales - los municipios - quienes ya acceden a los fondos de largo plazo suministrados por agentes financieros que operan desde los mercados externos.

### **3. LA NUEVA DINAMICA , DE LA ECONOMIA MUNDIAL**

Por lo mencionado asistimos, al final del siglo XX, a un enorme proceso de cambios en la política monetaria global que tendrá efectos sobre el comportamiento de los sistemas financieros de las economías emergentes. Y ese cambio que incluye al sector empresario, debe ser tomado en consideración por las políticas gubernamentales.

El problema de fondo se expresa en un escenario en el cual, los países industrializados y una porción del mundo en desarrollo (el Este de Europa, y en mucho menor medida América latina), que en estos años pasados exhibieron un alto nivel de crecimiento, se desenvuelven en un mundo que expresa dos movimientos - económicos, financieros, estructurales - simultáneos y consecuentes:

a) Expansión económica acelerada, con profunda incorporación de tecnología y, por lo mismo, crecimiento vertiginoso de la productividad, con creación masiva de bienestar expresado en la expansión de la oferta de bienes dado por la creación de nuevas empresas. Este ciclo genera una caída del desempleo abierto de la fuerza laboral, un crecimiento del consumo interno aunque en proporciones menores a la expansión de la economía, un aumento neto del ahorro doméstico de las familias y de las empresas, y por último, especialmente en el caso de EEUU, una retribución marginal creciente a los nuevos empleados que siguieron ingresando al mercado de trabajo, especialmente aquellos que lo hicieron en forma masiva en los últimos dos años. Estas economías (especialmente EEUU y Canadá) lograron una expansión productiva sin inflación que se ubicó por encima de las expectativas más optimistas presentadas por los principales analistas internacionales.

b) En segundo lugar, la creciente masa de ahorro en manos de los fondos jugó a favor de la consolidación del modelo de internacionalización de capitales financieros. El retroceso marcado de las crisis fiscales y la disminución de los déficits públicos ocurridos en estas mismas economías -v. gr. EEUU, que tenía una previsión presupuestaria de 150 mil millones de dólares de déficit, concluyó 1997 con un saldo negativo en las cuentas públicas de apenas 23 mil millones de dólares- son un indicador de la fortaleza que expresa el crecimiento en los centros.

Todo lo anterior, debe ser visto en secuencia simultánea con las políticas de ajuste que el G7 le impuso a la Europa Unida después de los acuerdos de Maastricht, proceso que promueve condiciones de déficits fiscales no superiores a 3% del PBI y elimina de los mercados de capitales a los gobiernos tomadores de ahorro privado, liberando también importantes excedentes financieros que operan a escala mundial.

Este esquema internacional produce una oferta excedente de capitales líquidos, antes destinados a financiar

los esquemas públicos de las economías industrializadas, que desde 1996 se ve incrementado por los nuevos hábitos culturales y los instrumentos financieros que expanden el ahorro doméstico y que, administrados por fondos de inversión agresivos y de dimensiones incalculables, avanzan sobre las economías emergentes hasta convertirse en sus reales agentes financieros. Los intermediarios en el mercado de capitales participan aceitando las relaciones entre capital-dinero y capital-productivo, hasta el momento de la disrupción, y allí imponen conductas que afectan a la economía real.

Una observación transparente de estos tiempos, en que los medios de comunicación internacional describen con crudeza la acción del sistema financiero internacional, fue señalada por un gran inversor en una ronda de negocios donde señalaba, ante un calificado auditorio: "Señores, lo que sobra es dinero, lo que falta son buenos proyectos de inversión" para describir la soberanía financiera emergente, motor expansivo de un modelo de comportamiento que hace incompatible su búsqueda de maximización de renta financiera con la tasa de acumulación productiva de las economías industrializadas.

Según estimaciones privadas, la masa de ahorro de las familias y de las empresas, administrada por los fondos financieros crece en los EEUU en 250 mil millones de dólares mensuales. Y, como si esta inyección no fuera suficiente para describir su poder y capacidad de veto, los propios fondos estiman que en 5 años la totalidad del capital líquido llegará a 15 trillones de dólares americanos, el doble del PBI de esa nación, lo que pone en evidencia las dimensiones de este liderazgo.

Qué objetivos busca este actor en el contexto de un mercado global, donde el grueso de los sectores más atractivos y dispuesto a retribuir su espíritu rentseeking está en los mercados emergentes? Sin dudas, la competencia existente entre los captadores de esa masa de ahorro, persigue el propósito de garantizar a sus colocadores, la tasa de retorno por unidad de capital más alta posible.

Pero, como ocurrió básicamente en América Latina durante la crisis del tequila, ese riesgo aumenta cuando los desajustes internacionales ponen a prueba a los administradores y sus colocaciones, y, ante la más mínima de las oscilaciones macroeconómicas, una aparente debilidad de los sistemas financieros o una visible fragilidad de los sistemas políticos (inseguridad jurídica, reelecciones v. gr. Indonesia), vuelven a reciclarse en sus países de origen resguardados en carteras de mayor calidad, a costa de percibir intereses más bajos.

El superdólar, que dibuja la tendencia de un proceso de recomposición de los valores que expresan los activos productivos a escala mundial en los años recientes (precio de las empresas medido por el valor de mercado de las acciones, de la tierra o de las propiedades) y la consecuente deflación de precios que paga el sistema de comercio e intercambio por las commodities (petróleo, cobre, trigo o leche) trae un riesgo aparente que será negativo para las economías en desarrollo, dependientes en su sistema de comercio exterior de la colocación de este tipo de bienes. En la medida que crece la diferencia entre las canastas de monedas en comparación con el superdólar, la pérdida de competitividad del comercio exterior de aquellos países - cuyas divisas se encuentran gobernadas por la moneda de los EEUU -, traerá como secuela inexorable un deterioro de los precios reales de las exportaciones produciendo, más tarde, un cambio en los precios de los activos a partir de un riesgo cierto que se desprende de un eventual escenario de deflación internacional.

Este escenario posterior a la crisis de los países de Asia, comienza a ser visto como un camino posible en los próximos tiempos. La desestabilización internacional y los desajustes derribaron todos los pronósticos más optimistas en economías centrales que, como la norteamericana, había generado más de 350 mil puestos de trabajo mensuales y después de varios años, había cerrado el ciclo económico de 1997 con un crecimiento del PBI de casi 4%.

Si la economía mundial supera los desajustes post-crisis del Asia, y vuelve a recuperarse el comercio y los flujos de inversiones internacionales como parece indicarlo el comportamiento de los programas de reformas que seguirán estas economías --más las propuestas de Brasil--, el riesgo de crisis financiera puede disiparse. Si, esa tendencia se consolida, el papel del mercado de capitales, volverá a ocupar el centro de la escena en el financiamiento de las economías emergentes, y, como es sabido, el Mercosur, es una fuente de proyectos atractivos para inversores directos (de Europa y de EEUU o Canadá, por citar los ejemplos de las iniciativas más agresivas registradas en estos tiempos en la región), lo que puede ser una amenaza para pymes como un estímulo si se moderniza el mercado de capitales, sugestivamente atrasado en materia de políticas gubernamentales, iniciativas privadas de reformas, acción de los actores involucrados y reformas al sistema jurídico e institucional que permita que los fondos disponibles no se

destinen sólo a los megaproyectos y puedan ser motorizados en favor de las empresas de menor tamaño.

#### **4. LA ARGENTINA DE HOY Y LAS POSIBILIDADES DE LAS POLITICAS FINANCIERAS DEL GOBIERNO**

En Argentina, estos problemas se enfatizan por las restricciones del mismo sistema de crédito agregado para las empresas de mediano o reducido tamaño, los cuales no pueden - con sinceridad - ser tratados al margen del pasado reciente: inflación, hiperinflación, la convertibilidad y los tremendos cambios estructurales que presenta la economía real. Los índices financieros de nuestra economía, si se los compara con países de desarrollo relativo semejante ( moneda / PBI ) son extremadamente bajos, y cuando se trata de ver con mayor detalle los cambios ocurridos a lo largo del período iniciado en 1991, la crisis provocada por el denominado efecto tequila y la recomposición y reordenamiento del propio sistema financiero llevado a cabo desde diciembre de 1994, han producido una mayor escasez de recursos para el segmento de las empresas de menores dimensiones. Las firmas industriales pequeñas o el comercio y los servicios, han debido enfrentar costos crecientes en el valor del financiamiento.

En un contexto dinámico y global, signado simultáneamente por los ajustes y el incremento de la competitividad, las empresas pequeñas argentinas están atrapadas entre sus necesidades de ponerse a tono con los nuevos tiempos y la debilidad de su management y las limitaciones de su capital propio para enfrentar dichos escenarios. Las grandes empresas han resuelto este dilema con una combinación de concentración de actividades e inversiones, mediante adquisiciones y fusiones de empresas, acompañado de una significativa y amplia corriente de inversiones extranjeras que financió dichos procesos así como la reestructuración de las empresas sobrevivientes (5).

El enorme crecimiento de los volúmenes financieros presentes en los mercados de capitales, con la correspondiente diversificación de oferta a la medida de las empresas fue canalizada principalmente a las grandes empresas. El boom de ingresos financieros del período 1991-1993 benefició en mayor medida a aquellas empresas con mayor gimnasia para acceder a localización de recursos financieros, independientemente de su eficiencia productiva (6). Con este proceso, y la dinámica de crecimiento de la economía financiera a escala mundial, creció en volumen y alternativas el financiamiento para las empresas más grandes (especialmente las de servicios públicos privatizados). Motivado principalmente por un mercado globalizado que generó una demanda creciente de títulos y papeles emitidos por las economías emergentes, por parte de inversores institucionales o particulares extranjeros, muchos de los recursos también fueron aportados por residentes argentinos con inversiones financieras en el exterior, que habían fugado en la fase de desestabilización e inflación.

En este contexto, algunas pymes - muy pocas, para las necesidades de financiamiento de los sectores con gran inserción de estas empresas - pudieron obtener financiamiento barato mediante el régimen especial de ON para pymes reglamentado tardíamente a fines de 1993, cuando la entrada masiva de capitales estaba comenzando su proceso de declinación. Con el efecto tequila aún ese pequeño espacio fue cercenado.

Actualmente, el financiamiento obtenido por las empresas medianas o pequeñas es muy desventajoso respecto de la forma de allegar recursos financieros de las grandes empresas. La desventaja principal reside en el diferencial de tasas de interés entre la tasa activa del sistema bancario convencional, 18-24% en dólares/pesos a las que se financian habitualmente las PYMES, y el retorno implícito de los papeles privados emitidos por grandes empresas, 8-11% anual.

Aún cuando la Argentina tuvo acceso a fuentes internacionales de recursos, provistos por los organismos multilaterales de crédito, muchos de estos ingresos tomados a tasas preferenciales por la banca local nunca fueron destinados al sector pyme. Tres grandes bancos argentinos tomaron recursos del BID y del Bco. Mundial (CFI), pero pasado el tiempo, esos fondos, que hubieran posibilitado tener recursos con bajas tasas de interés, no llegaron hasta las pymes y se duda que algún día lleguen a ellas.

Las implicancias que tiene este hecho son:

- 1) La adopción por parte de pequeños y medianos establecimientos de estrategias de autofinanciamiento.
- 2) Exigencias de tasas de retorno más altas para este tipo de empresas. Los pequeños y medianos establecimientos se encuentran con escasez de recursos financieros para destinar, tanto a su capital de trabajo como a nuevas inversiones. Independientemente de su competitividad productiva, las PYMES tienen

serios problemas de rentabilidad a raíz de pasivos financiados a tasas de interés reales muy altas.

La posibilidad de estas empresas para hacer frente a nuevas inversiones que les permitan el reequipamiento, la obtención de adecuados standards de calidad, la mejora de sus recursos de gestión y la disposición de liquidez suficiente para aumentar sus escalas de operaciones, se ve seriamente comprometida a raíz de la restricción financiera citada.

Aún con esa desventaja competitiva muchas de las empresas de este segmento han podido sobrevivir mediante una combinación de inversiones pequeñas que han permitido un rápido aunque insuficiente actualizamiento tecnológico y la captura de oportunidades de mercado, tales como su conversión a proveedores de empresas más grandes del mismo mercado en el actúan o el trabajo con escaso nivel de rentabilidad empresarial (mark up).

Estas estrategias son insuficientes para suplir la brecha financiera pero ayudaron a paliar la situación de aumento de la competencia en el marco de la restricción de recursos post-tequila.

## **ALTERNATIVAS**

Muchos países en proceso de desarrollo de América latina, Asia o Africa, reconoce el banco Mundial, han experimentado situaciones semejantes y las autoridades financieras y económicas han resuelto los problemas con soluciones muy variadas. A veces muy creativas. Además de las medidas macroeconómicas, que incluyen créditos directos, leyes que controlan las tasas de interés colocándoles un techo a las magnitudes que toma el costo del dinero, subsidios explícitos o implícitos, disminución de los impuestos aplicados a los créditos tomados por las pymes, han llegado a la creación de bancos rurales o destinados a financiar directamente a las pymes (como el caso del Banco Sol, en Bolivia; o el Grameen Bank en Blagadesh) financiados por la emergencia de fondos internacionales provistos con fuentes privadas que acompañaron a la cooperación multilateral o bilateral.

En nuestro país, seguramente la debilidad del programa económico y el tremendo efecto de la salida de capitales expresado como fuga de depósitos a partir de 1994, aún cuando ese drenaje de recursos se detuvo y luego se revirtió, las fuentes de financiamiento para las pequeñas empresas no se modificó. Por el contrario, como lo expresaran altas autoridades del BCRA en diferentes oportunidades y escenarios, la oferta de crédito por la acción directa de las políticas gubernamentales para el sector no se modificará y la masa de recursos financieros dependerá de la conducta de los agentes involucrados más que de un mayor activismo de las políticas macroeconómicas.

En este contexto parece imprescindible alterar drásticamente el sistema de hands-off (manos afuera) que adoptó la propuesta que se desentiende de la demanda de inversiones y reconversión de las pymes y se debe encarar una política amplia y abarcadora que persiga el objetivo explícito de la reducción del diferencial de tasas, actualmente existente entre los costos financieros de las grandes empresas y las Pyme. El medio es la promoción de instrumentos de financiación alternativos para pequeños y medianos establecimientos. Los instrumentos propuestos son:

- 1) La colocación de deuda privada, especialmente Obligaciones Negociables.
- 2) La colocación de deuda mediante securitización de garantías hipotecarias [letras con garantía hipotecaria)
- 3) La utilización de cupos brindados por organismos financieros internacionales.
- 4) La formación de sociedades de garantías recíprocas.
- 5) La formación de sociedades de capital de riesgo (venture capital).

Para la utilización de dichos instrumentos las empresas Pyme deben reunir una serie de requisitos comunes a saber:

- 1) Un cambio en la cultura empresarial. La mayoría de las Pymes posee un management - por lo general muy conservador respecto de estas nuevas alternativas financieras, ya que tiene miedo a la pérdida de control de sus empresas. La mayor parte de los decision-makers de estos establecimientos privados tiene una cultura

muy centralizada y paternalista.

2) Mejora en la gestión y producción de información. Una de las grandes ventajas competitiva de aquellas empresas que han sido exitosas en la localización de recursos financieros es su capacidad para producir rápida y eficientemente la información que sirva para el convencimiento de los operadores financieros internacionales. Para el cumplimiento de ambos propósitos es necesario producir un shock externo través de programas masivos de capacitación, asesoramiento e información sobre administración, gestión y financiamiento que les permita un mejor acceso a las nuevas alternativas financieras.

Desde el lado de la oferta también deben darse algunos requisitos para poder explotar la potencialidad de este mercado, a saber:

1) Cambios en los comportamientos de los operadores. la mayoría de los operadores financieros albergan prejuicios sobre las Pymes lo que les ha impedido mantener un contacto fluido y, por tanto, establecer políticas institucionales especialmente dirigidas a este segmento de mercado.

2) Adaptación de los instrumentos a las empresas. Así como existe un régimen especial de obligaciones negociables deberían poder adaptarse los instrumentos financieros para proyectos de inversión y reestructuración de empresas Pymes. Los requisitos esenciales para el desarrollo de los instrumentos son mayor plazo, mejor cobertura de riesgo e introducción de plazos de gracia con requisitos especiales de garantía.

El mercado de obligaciones negociables surgió como alternativa de financiamiento y reducción del costo financiero de grandes empresas a raíz de las altas tasas de interés con tipo de cambio fijo, que ofrecía el sistema financiero convencional.

Las empresas que ya poseen un antecedente (background) suficiente en la captación de recursos financieros utilizaron la colocación de estos títulos representativos de deuda con dos propósitos fundamentales: reconvenir pasivos ya existentes y encarar proyectos de inversión.

Para los bancos la emisión de obligaciones negociables también se constituyó en un negocio rentable, ya que, por un lado reducían los riesgos de exposición de su cartera, mientras que, por otro, distribuían sus costos fijos en un mayor número de operaciones mediante la generación de departamentos de banca de inversión. Por otro lado, el sistema bancario halló una fuente suplementaria de rentabilidad en las operaciones con ON, garantía de emisión (underwriter), asesoramiento en la presentación de proyectos y operaciones financieras convencionales de compra - venta de títulos.

Los altos costos de emisión constituían una barrera de entrada para las Pymes. En efecto, los gastos de emisión y colocación de títulos de deuda que incluían:

a) Los gastos inherentes a la presentación de los proyectos de inversión,

b) La calificación de riesgo,

c) La presentación de los títulos (show -room) y, por último,

d) Los gastos de garantía, fueron una importante barrera de entrada para PyMEs sin capacidad financiera ni experiencia en estos negocios.

Debido a ello, la Comisión Nacional de Valores implementó un régimen especial de Obligaciones Negociables para PyMEs. Las principales ventajas que éste ofrece son: a) exención del estudio de calificación de riesgo, b) colocación de inversores institucionales, lo que reduce los costos de garantizaci3n y c) la simplificación de trámites y formularios de presentación de modo de reducir el riesgo de la falta de experiencia de las pequeñas y medianas empresas en el negocio financiero.

Para los bancos y otras entidades financieras, el segmento Pyme puede ser un mercado interesante ya que puede servir para reestructurar deuda de clientes a los que ya les han otorgado crédito, lo que mejora la calidad de cartera de los bancos, al mismo tiempo que, para los inversores locales e internacionales que actúan en el mercado de capitales puede ser una oportunidad importante para la mejora de la rentabilidad de su cartera aún a costa de mayor riesgo promedio.

La experiencia de un limitado número de empresas (que no superan la docena y existen más de 500 mil pymes que podrían financiarse con estos procedimientos novedosos) que han adoptado este régimen tuvieron una reducción de costos financieros de magnitud, aunque las tasas de colocación fueron más altas que las correspondientes al segmento convencional alcanzado un promedio de 14%; anual.

Para que el actual régimen se expanda y se constituya en una fuente de financiamiento alternativo real hacen falta dos requisitos: a) Una mejora en la categorización de pymes, ya que la actual (reglamentada por la resolución 91 / 93 de la Secretaría de Comercio e industria) restringe demasiado la calificación de pyme segmentado el mercado solo a pequeñas empresas y b) Una participación mayor de las bolsas del interior del país quienes son los intermediarios naturales del régimen.

Desde el punto de vista de la colocación este instrumento debería ser promovido para que lo suscriban los inversores locales especialmente las AFJP. La principal ventaja para éstas es el posible aumento de la rentabilidad de la cartera, en tanto que, el principal inconveniente es el incremento del riesgo promedio, cosa especialmente importante para el investment grade de los principales fondos de pensión nacionales.

Las letras con garantía hipotecaria son instrumentos que pueden ser muy rentables para aquellas pymes que cuentan con importantes activos hipotecarios, al mismo tiempo que le brinda al inversor financiero o directo (otra empresa) un menor riesgo de exposición habida cuenta de la existencia de una garantía real de un monto muy superior al préstamo. Quienes están utilizando estos instrumentos son las pymes ubicadas en el sector agrario y agroindustrial para el financiamiento de capital de trabajo y de algunas pequeñas inversiones.

Este mercado se está desarrollando a raíz del impulso de varias AFJP que tienen su centro en el interior del país quienes ya han suscripto varias de estas emisiones.

Con respecto a las líneas de crédito de organismos internacionales el perfil de oferta cubre dos alternativas básicas: 1) líneas de financiamiento a proyectos de inversión sin ninguna condicionalidad previa (líneas del Bid-Banco Mundial) y 2) líneas de financiamiento atadas a la compra de equipamiento de origen de la entidad financiera generalmente provenientes de países de la Comunidad Económica Europea. En ambos casos, el requisito indispensable es el aval de una entidad financiera local.

La ventaja competitiva principal que tienen estas líneas de crédito es su baja tasa y su largo plazo de repago que, en muchos casos, se ve muy atenuada por el alto costo de intermediación del banco local. La restricción fundamental de estos préstamos es que no pueden utilizarse ni para reestructuración de deudas ni para capital de trabajo, lo cual segmenta demasiado el propio mercado - objetivo.

Las sociedades de garantía recíproca constituyen una forma especial de alocación de recursos financieros en la cual cooperan varias empresas del mismo mercado, mediante un instrumento legal que es la cesión mutua de garantías.

La ventaja competitiva principal de este tipo de instrumento es posibilitar el acceso a muchas empresas que, por si solas no podrían alcanzar un préstamo. La principal desventaja de este tipo de operatorias es que en general los montos otorgados no alcanzan las expectativas financieras de las propias empresas.

## **UN ENFOQUE ALTERNATIVO: COMPAÑÍAS LOCALES DE CAPITAL DE RIESGO CON RESPONSABILIDAD SOCIAL.**

Una alternativa novedosa y atractiva para inversores externos, especialmente para los organismos multilaterales de crédito, lo constituye el concepto de capital de riesgo con responsabilidad social; (CLCR). Definimos una CLCR como una compañía de derecho privado, creada para invertir sus recursos en pequeños y medianos emprendimientos de una cierta localidad o región. Los beneficiarios directos de la inversión serán pequeños o medianos empresarios con capacidad potencial de crecimiento. La gestión de la empresa será como la de cualquier emprendimiento privado, debiendo rendir cuentas a los accionistas - propietarios. El desempeño de la sociedad deberá aspirar a cumplir los siguientes dos objetivos:

a) Capitalizar y asistir emprendimientos económicos locales que mejoren las oportunidades de desarrollo de nuevos y mejores negocios y

b) Asegurar un retorno económico suficiente para recuperar lo invertido, cubrir gastos de operación y sostener un prudente proceso de acumulación.

Los recursos de la CLCR se originan en su propio capital y en el endeudamiento en que esta incurriese. El capital propio podría conformarse con aportes de accionistas privados (sean estos de origen local, nacional o internacional), de agencias internacionales y de organismos multilaterales de crédito. En este sentido, la estructura de capital podría responder a muy diversas combinaciones. En general, sería conveniente un mayor protagonismo del capital local, especialmente si pudiera surgir de diferentes suscriptores. Sin embargo, una asociación con capital nacional e internacional podía resultar de suma importancia en términos de acceso a contactos, información sobre tecnología, oportunidades de mercado y participación en redes o sistemas más amplios de comercialización. La participación de agencias públicas descentralizadas y de organismos internacionales, puede servir para generar confianza como aportaciones iniciales cuando la CLCR estuviera en proceso de creación.

El endeudamiento de la CLCR deberá contemplar el plazo y la naturaleza de sus colocaciones. Inversiones de mediano plazo y con incertidumbres de realización exigen suma prudencia en el tipo y nivel de endeudamiento en que se incurre. Será siempre necesario conciliar los vencimientos de deudas con el giro de la cartera de inversiones. En algunas circunstancias podrían recibirse recursos en fideicomiso; esto es, recursos cuya propiedad no es transferida sino que son entregados para ser administrados por la CLCR. En este caso la sociedad no asume el riesgo, pero se compromete a aplicar los recursos de acuerdo a ciertos criterios previamente convenidos. Como compensación los propietarios de fideicomiso podrían recibir un porcentaje de los recursos en efectivo o cierta proporción de acciones de las compañías en las que el fideicomiso hubiera invertido.

La CLCR operará en base a dos mecanismos complementarios. Uno es el aporte de capital propio o administrado (fideicomiso). A través de él la sociedad se convertiría en socia de los emprendimientos en los que invierta. El segundo mecanismo consiste en la provisión de contactos, información relevante de mercados o asistencia técnica especial complementando los conocimientos que ya disponen los empresarios escogidos. De este modo la CLCR no aportaría sólo capital, de ser preciso, complementaría su aporte con asistencia tecnológica o de gestión. Ofrecería la orientación táctica y estratégica necesaria para solucionar problemas identificados con estrangulamiento para el desarrollo de las empresas.

La gestión de la CLCR deberá regirse por los principios generales de cualquier iniciativa privada. Su dirección deberá ajustarse a estándares apropiados de profesionalismo y eficiencia comercial. Deberá rendir cuentas ante los accionistas quienes tomarán las decisiones necesarias, incluyendo la remoción o ajuste de los niveles de dirección. La planta de personal estará compuesta por un equipo mínimo integrado por un gerente general y uno o varios gerentes de proyecto, según las necesidades. Las demás funciones requeridas (legales, auditorías, consultorías especializadas, etc.) serán encaradas a través de contrataciones específicas de acuerdo con los requerimientos de las oportunidades de inversión. La compensación de los administradores y personal técnico debe estar basada en su desempeño. Recibirán un salario base de mercado y un conjunto de bonificaciones ligadas con los resultados de la sociedad. Esto puede expresarse en un porcentaje de las ganancias o en cierta cantidad de acciones de las compañías en las que se ha invertido.

Los recursos de la CLCR se orientarán hacia pequeños y medianos emprendimientos económicos. La clave del éxito de toda CLCR consiste en identificar proyectos que requieran una inversión inicial relativamente pequeña pero que posean un alto crecimiento. Estos emprendimientos pueden ser nuevos o bien pueden ser la continuación de otros ya en curso, el resultado de iniciativas individuales o grupales y su área de acción puede estar en los sectores: agropecuario, agroindustrial, manufacturero, comercio exterior o servicios. Los beneficiarios del capital de riesgo invertido serán personas o empresas de recursos financieros insuficientes pero aptas para conducir un emprendimiento exitoso al contar con el apoyo ofrecido por la CLCR. Podrán ser pequeños o medianos empresarios que, individualmente o a través de asociaciones económicas, proyecten desarrollar sus emprendimientos a una escala mayor.

La CLCR evaluará las posibles inversiones teniendo en cuenta el mérito económico y financiero de cada una de ellas, su potencial de crecimiento autosostenido, el monto de capital de riesgo a comprometer, el carácter y el historial de la empresa que desea asociarse, las necesidades en el largo plazo de capital para el proyecto y la disponibilidad de otras fuentes de financiamiento. Normalmente, la CLCR procurará no adquirir un porcentaje mayoritario de las compañías en las que invierta. Su participación tenderá a fijarse entre el 20% y el 49% del capital accionario y ninguna inversión específica deberá comprometer más de un

10% del capital total de la CLCR. Asimismo, debería prestarse particular atención a la diversificación de riesgo mediante la gestión prudente y equilibrada de proyectos nuevos y en operación.

Una alternativa posible, es que al inicio de las operaciones, los recursos se inviertan en colocaciones de corto plazo en el mercado financiero. A medida que la sociedad fuese identificando oportunidades de inversión (tasas internas de retorno de entre 30% y 40%), los recursos se transferirán para estos fines. Un margen de 10% /20% del activo de la sociedad podrá mantenerse en colocaciones de segura y rápida liquidez.

La CLCR se plantea como una iniciativa autosostenida, esto es, como una empresa capaz de funcionar en el contexto del mercado utilizando con eficiencia sus recursos (capital propio y endeudamiento) de modo de acceder a un razonable proceso de acumulación. El sustento de su rentabilidad vendrá dado por una combinación de factores: a) la existencia de personas física o jurídicas en disposición de suscribir el capital de la sociedad, b) el acceso a endeudamiento complementario, c) una gestión eficiente asentada en metodologías apropiadas de identificación y apoyo a emprendimientos económicos con potencialidad de crecimiento, y d) el desempeño de las empresas en que se hubiera invertido.

## **ARGENTINA: LA IMPORTANCIA DE CONTAR CON NUEVAS ESTRATEGIAS DE GENERACIÓN DE NEGOCIOS**

Para apoyar los proyectos de inversión que tienen un potencial de crecimiento insuficientemente aprovechado, se precisan estrategias innovadoras de desarrollo. Estas deben contemplar tanto la construcción de nuevas combinaciones de inversores que usualmente no se generan de manera espontánea, como así también la aplicación de organismos originales que movilicen la inversión hacia los sectores que presenten buenas oportunidades de expansión y tasas de retorno adecuadas, pero que necesitan aproximaciones especiales para dar frutos.

Creemos que la implantación de CLCR puede ser una poderosa herramienta al alcance de la iniciativa privada para complementar la acción tradicional de las instituciones bancarias especializadas en el crédito a pequeños y medianos emprendimientos. Si bien no puede afirmarse que la implementación de este tipo de empresas sea una condición suficiente de nuevas oportunidades de inversión en nuestro país no existen dudas de que estas iniciativas resultan un instrumento necesario para aprovechar el principal stock de capital de que dispone la Argentina: el capital humano. No sólo son necesarios programas de reentrenamiento laboral y empresarial para ampliar las oportunidades de elección presentes y futuras del empresariado argentino; resulta indispensable, también contar con un adecuado ritmo de generación de nuevas oportunidades, de negocios. Es la relación existente entre generación de empleo productivo, generación de ingresos, aumento en la calidad de vida y sentar las bases de nuevas y mejores oportunidades de negocios, la que define la demanda por el proyecto.

Las compañías locales de capital de riesgo poseen la particularidad de integrar, en una original gestión empresaria, las mejores acciones e instrumentos de:

- a) El espíritu innovador del empresario,
- b) El sentido de responsabilidad por el propio destino del propietario de una empresa,
- c) Los contactos y la habilidad en el manejo de las técnicas administrativas de las corporaciones,
- d) La racionalidad del cálculo económico para la toma de decisiones de inversión de las compañías de capital de riesgo tradicionales,
- e) La idoneidad y experiencia en el manejo de los recursos humanos y financieros del sistema bancario especializados en pequeños y medianos emprendimientos, y
- f) La promoción orientadora de agencias multilaterales y bilaterales.

## **POSIBLE PERFIL DEL PROYECTO DE UNA CLCR**

Dado que la originalidad y el éxito de este proyecto reside no sólo en el acceso a recursos financieros, sino también en la posibilidad de contar con:

- a) Un nuevo impulso al espíritu de empresa,
- b) Asistencia técnica,
- c) Información sobre oportunidades de mercado,
- d) Contactos con clientes y proveedores.
- e) Consejos comerciales y
- f) Asesoramiento empresarial; se ha puesto particular atención en la definición del perfil de los actores sociales involucrados.

Sin dudas, este enfoque, no resuelve enteramente el problema de financiamiento de las iniciativas pymes, mas bien posibilita su acceso a corrientes de ahorro privado (Fondos de Inversión, AFJPs, etc.), que de otro modo marchan a colocaciones especulativas o bien, a activos financieros externos. Una democratización del mercado de capitales posibilita modernizar las inversiones en la pequeña y mediana empresa y permiten al mismo tiempo, disciplinar la conducta de actores económicos que deben desenvolverse en mercados exigentes cada vez más competitivos.

El déficit de normas y reglamentaciones que presenta la legislación argentina constituye una restricción importante para la implementación de políticas activas.

La ingeniería institucional necesaria para el proyecto debería concentrarse en un proyecto de ley que incluya:

- a) Modificaciones en la calificación de las Pymes según resolución de la Secretaría de Industria de modo de ser menos restrictivas.
- b) Modificaciones en la reglamentación de la ley de Obligaciones Negociables.
- c) Modificaciones en el tratamiento impositivo a proyectos de inversión en las Pymes.

Y lo mas importante, modificaciones en la regulación y tratamiento para Pymes por parte de los organismos encargados de regular los diferentes mercados financieros tales como el Banco Central, la Comisión Nacional de Valores y las Bolsas de Comercio, que incluya --por ejemplo-- políticas de encajes diferenciales o sistemas de premios para entidades que financien Pymes.

---

(1) Un caso concreto lo revela la decisiva participación del BID a fines de los 1960s, hasta bien entrada la década de los 1970s, con la oferta de financiamiento liquido y tasas de interés bonificadas para la inversión en maquinaria agrícola y tractores en la región pampeana, política e institución a quien se debe, posiblemente como a ningún otro organismo internacional, el profundo proceso de modernización agrícola operado desde allí y desde bien temprana la década de los '70s, hasta la evolución que exhibe a esta altura de la presente etapa de expansión el mismo sector cuyos rasgos estructurales son bien diferentes a los que presenta en este momento. El financiamiento internacional y el local, motorizados por bancos estatales (Banco Nación, Banco Nacional de Desarrollo, los Bancos de Provincia) eran los encargados de movilizar los recursos crediticios en favor de las inversiones en capital, maquinaria y equipo que luego, especialmente en otros sectores de la economía. terminaron desvirtuando la política que los originó. Volveré sobre el tema.

(2) Después de las reformas financieras introducidas por el Banco Central (BCRA) al aplicarse el modelo de Convertibilidad, en 1991, se modificaron las relaciones entre el sistema bancario y el organismo supervisor del crédito. Se aplicaron normas internacionales (más ligadas con el modus operandi de los bancos en los países desarrollados, con bancos internacionalizados y con mercados de capitales expandidos por el creciente ahorro de los particulares y de las empresas). Más tarde, en los últimos días de 1994, ocurrió el denominado efecto tequila. Desde esa etapa, se profundizaron las exigencias de la institución supervisora del sistema financiero y las disposiciones internacionales --llamadas normas de Basilea, por su origen y diseño--, pasaron a convertirse en una fuerte restricción para el acceso fluido de las firmas pequeñas al crédito.

(3) Muchas veces esta salida auspiciosa para las pymes argentinas termina siendo una solución para su futuro como actores económicos. Pero, si miramos las operaciones en términos globales, el comprador local en muchas oportunidades paga precios muy por encima de los industriales locales - sólo que el extranjero le financia su compra por lo general con crédito a largo plazo. Aquí hay dos pérdidas, si lo miramos en términos de la formación del excedente económico: a) la pyme compradora traslada al proveedor externo el sobreprecio que a veces comparten con el banco extranjero (o maximizar la ganancia de la industria internacional), y b) se pierde una operación industrial local, con lo que una empresa que opera en el mercado doméstico no realiza su producción por falta de financiamiento, lo que reduce su valor agregado y debilita la comercialización de bienes de capital producidos localmente. Hay muchos ejemplos en este sentido, mencionaré entre otros la provisión de cadenas de frío para la industria de alimentos y bebidas, la comercialización de máquinas y equipamiento para la fabricación de productos lácteos (fuertemente influidos por tecnología europea que comercializan con financiamiento de bancos tipo Eximbanks, como el de EEUU o el de Japón, pero de propiedad del Estado, como son los programas de subsidio a las exportaciones de España, Italia, Holanda, Francia, Alemania o Dinamarca; además de los dos antes mencionados), fideos, industria de la carne, vitivinicultura, envases de frutas, etc. Todos, sectores fuertemente influidos por la existencia de pymis muy competitivas pero con una dotación de capital y patrimonio propio débil, condicionado.

(4) Tobin. James, *Financial Markets and Economic Activity*, 1967

(5) El proceso de concentración de muchas ramas industriales y del sector servicios y una significativa corriente de inversiones provenientes desde el exterior, con adquisiciones, fusiones de empresas locales o con el desembarco de firmas internacionales, han modificado y condicionado la competitividad de las empresas pymes locales, de gestión familiar, muchas de ellas radicadas en el interior del país y por lo general de capital nacional. Aunque este tipo de empresas representan un tipo un universo más complejo y heterogéneo de lo que los especialistas e investigadores siempre han definido como empresas pymes, lo señalado refleja en buena medida el cambio vivido por un universo de productores y empresarios a partir del momento de apertura y mayor inserción de la economía a la economía internacional.

(6) Los sectores que pudieron colocar mayor cantidad de deuda privada fueron los servicios financieros y la industria petrolera cuyo grado de competitividad es mas bajo que la media mundial. En tanto, algunos sectores tales como la industria de alimentos prácticamente no tuvieron colocaciones de gran envergadura.. Cfr Rojze, Adrián. La evolución del mercado de capitales desde el plan de Convertibilidad. Revista del Centro de Estudios Bonaerenses, Julio 1994.