



Maestría en
ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
Acreditada y categorizada A (Res. CONEAU 129-2020)
Reconocimiento oficial y validez nacional del título (Res. ME 2198/19)



**UNL • FACULTAD DE
CIENCIAS ECONÓMICAS**

Maestría en Administración de Empresas

Mención Finanzas

Apalancamiento financiero para PyMEs del país de los últimos años

Alumno: Lic. Azar Borzino, Mauro Esteban

Directora: Mg. Inés Gervasoni

Santa Fe, abril 2025

Agradecimientos

Comenzar es fácil para muchos, pero terminar es un logro de pocos. Aunque a todos les entusiasma colocar la primera piedra de una obra, poco sentido tiene iniciar algo si no se lleva hasta su final. Esta ha sido la filosofía que me ha acompañado durante estos largos meses de perseverancia, manteniendo firme la esperanza a pesar de las dificultades del camino. Como en toda gran obra, habría sido imposible llegar a la culminación sin el apoyo académico y emocional de tantas personas.

Por ello, quiero expresar mi sincero agradecimiento a todos aquellos que, de una manera u otra, hicieron posible no solo la realización, sino la conclusión de este proyecto. En primer lugar, a mi directora de tesis, quien no solo aportó su conocimiento y experiencia, sino que también supo alentar e impulsar este trabajo en los momentos en que parecía estancarse. Un agradecimiento especial al equipo de PROCIT, que, desde el inicio, con el “Taller de Trabajo Final”, hasta el cierre, con la innovadora propuesta del “Taller: Avances en el Trabajo Final del MBA”, me ofrecieron orientación y ánimo constantes para seguir adelante.

No puedo dejar de mencionar a mi familia, que siempre valoró el esfuerzo y la dedicación puestos en alcanzar esta meta. Por último, agradezco a mis compañeros y amigos, quienes colaboraron con sus consejos y facilitando las entrevistas.

Finalmente, a Dios ofrezco todo el esfuerzo invertido en este camino de la maestría. Con este trabajo coloco la última piedra, como la dovela central que sostiene el arco de este hito académico.

Contenido

Agradecimientos.....	1
Índice de cuadros	4
Índice de gráficos.....	5
Índice de Anexos:.....	7
Resumen	8
1. Introducción.....	10
1.1 Perfil de la empresa	11
1.2 <i>Definición del problema</i>	11
1.3 <i>Formulación y Justificación</i>	14
1.4 <i>Objetivos</i>	14
1.4.1 Objetivo General	14
1.4.2 Objetivos específicos	15
1.5 Metodología	15
1.5.1 Alcance	15
1.5.2 Tipos de diseño	16
1.5.3 Fuentes de información.....	16
2. Marco conceptual	18
2.1 Estructura de capital.....	19
2.1.1 Índice de endeudamiento	21
2.1.2 Índices de cobertura.....	22
2.2 Ratios de Rentabilidad	23
2.2.1 El ROA y el ROE	23
2.2.2 El Valor Actual Neto	24
2.2.3 La Tasa interna de Retorno.....	24
2.3 Apalancamiento financiero	25
2.3.1 Riesgo de la empresa PyME	27
2.4 El escudo fiscal	27
2.5 Inflación.....	30
2.5.1 La fórmula de Fisher	33
3. Contextualización	34
3.1 PyME	35
3.2 Mercado crediticio para PyMEs en Argentina	38
3.2.1 Los problemas de información y el crédito a las PyMEs.....	38
3.2.2 SGR como facilitador.....	39

3.2.3 Acceso al crédito.....	41
3.2.4 Nivel de endeudamiento del entramado PyME.....	45
3.2.5 El papel del estado.....	47
3.2.6 Financiación bancaria.....	48
3.2.7 Financiación por el mercado de valores.....	50
4. Desarrollo aplicado.....	54
4.1 Información del caso aplicado “La Celia”.....	55
4.2 Determinación de variables.....	57
4.3 Análisis de alternativas de financiamiento.....	60
4.4 Justificación del endeudamiento elegido.....	61
4.5 Composición del pasivo.....	63
4.6 Grado de endeudamiento óptimo.....	64
4.7 Riesgos de la empresa:.....	69
4.8 Análisis económico: en relación con los niveles de endeudamiento.....	69
4.9 Escudo fiscal:.....	71
4.10 Ratios de rentabilidad:.....	71
4.10.1 Supuesto capital propio.....	72
4.10.2 Supuestos con endeudamiento.....	73
5. Conclusiones.....	74
6. Bibliografía.....	79
7. Anexos.....	82

Índice de cuadros

Cuadro 1.1 Desarrollo financiero por país.....	12
Cuadro 2.1 FODA del apalancamiento financiero.	25
Cuadro 2.2 Distribución de las ventas, el empleo y el crédito en Argentina. Total, de empresas con deuda bancaria; datos a diciembre de 2009.....	26
Cuadro 2.3 Ejemplo 1 de endeudamiento.	28
Cuadro 2.4 Ejemplo 2 de endeudamiento.	28
Cuadro 2.5 Rentabilidad sobre capital invertido.	29
Cuadro 2.6 Flujo de fondos sin y con inflación.	32
Cuadro 3.1 Porcentaje de PYMES sobre el total del sector empresarial.	35
Cuadro 3.2. Porcentaje de las PyMEs por sector económico.	37
Cuadro 4.1 Períodos de análisis de La Celia.	55
Cuadro 4.2 Estado de Situación Patrimonial y de Resultados sin deflacionar 2018-2022.	55
Cuadro 4.3 Comportamiento de variables bajo análisis.	57
Cuadro 4.4 Inflación histórica y proyectada para deflacionar flujos.	58
Cuadro 4.5 Porcentaje de variación de las ventas para cada escenario.	59
Cuadro 4.6 Flujos deflacionados 2023-205 para los diversos supuestos de estructura de capital en el escenario moderado.....	60
Cuadro 4.7 ROA e interés real de endeudamiento.....	62
Cuadro 4.8 Crédito bancario prendario.	64
Cuadro 4.9 Crédito bancario capital de trabajo.	64
Cuadro 4.10 Ratios de endeudamiento y cobertura de pago.	68
Cuadro 4.11 ROE anual por escenario y supuesto de estructura de capital.....	72

Índice de gráficos

Gráfico 2.1 Variación interanual de precios al consumidor entre enero de 1944 y mayo de 2018	30
Gráfico 2.2 Variación interanual de precios al consumidor 2017-2022.....	31
Gráfico 3.1. Empleo PyMEs sobre el total.....	36
Gráfico 3.2. Aportación de PYMES al PIB del país (porcentaje sobre el PIB)	37
Gráfico 3.3 PyMEs asistidas por año, sector y tamaño.	40
Gráfico 3.4 Tipo de acreedor que recibe el aval de la SGR.	40
Gráfico 3.5 Tipo de garantías otorgadas.....	41
Gráfico 3.6 Factores que potencian la oferta de crédito para PyMEs.....	42
Gráfico 3.7 Factores que restringen la oferta de crédito para PyMEs.	42
Gráfico 3.8 Factores que potencian la demanda de crédito en las PyMEs.....	43
Gráfico 3.9 Factores que restringen la demanda de crédito en las PyMEs	43
Gráfico 3.10 Distribución del financiamiento PyME.....	44
Gráfico 3.11 Evolución de la cantidad de empresas con financiamiento del sistema financiero argentino por tamaño y tipo de persona.	44
Gráfico 3.12 Proporción: crédito PyME/crédito total personas jurídicas (*).....	45
Gráfico 3.13 Financiamiento de MiPyMEs con el sistema financiero argentino discriminado por tamaño de empresa.....	46
Gráfico 3.14 Distribución de las empresas MiPyMEs por sector económico y tamaño con financiamiento.	46
Gráfico 3.15 Stock préstamos PyME en millones de pesos constantes – variación interanual real.....	47
Gráfico 3.16 Fuentes de financiamiento de las inversiones de las PYMES industriales en Argentina.....	49
Gráfico 3.17 Tasa nominal anual de los principales instrumentos PyME e IPC.....	50
Gráfico 3.18 Evolución del financiamiento PyME en el mercado de valores en los últimos 10 años.	51
Gráfico 3.19 Monto e instrumentos del financiamiento PyME. Acumulado Enero – Junio.	51
Gráfico 3.20 Evolución de las tasas de interés nominales por instrumento PyME en el mercado de valores.	52
Gráfico 3.21 Evolución de las tasas de descuento PyME en el mercado de capitales (MDC) vs productos bancarios.	53
Gráfico 4.1 Diferentes hipótesis de estructura de capital consolidada 2023-2025.....	57
Gráfico 4.2 financiamiento del activo.	66

Gráfico 4.3 Cobertura de intereses y servicio total de deuda.	66
Gráfico 4.4 Estimaciones de volumen de ventas por escenario.	70
Gráfico 4.5 Estimaciones de inflación por escenario.	70
Gráfico 4.6 Diferencial de impuestos a las ganancias.	71
Gráfico 4.7 ROA y ROE del año 2025 por escenario.	72
Gráfico 5.1 ROE	76
Gráfico 5.2 Comparación tasas de interés y de inflación acumulada.	76
Gráfico 5.3 Estructura de capital.	78

Índice de Anexos:

Anexo 1: crédito base histórica rodado 2018-2021	83
Anexo 2: crédito base histórica capital de trabajo 2020-2022	84
Anexo 3 Flujos 2018-2025 sin deflacionar supuesto con ambos créditos, escenario moderado.	85
Anexo 4 Flujos 2018-2025 deflacionados supuesto capital propio, escenario moderado.	86
Anexo 5 Flujos 2018-2025 deflacionados supuesto con crédito prendario, escenario moderado.	87
Anexo 6 Flujos 2018-2025 deflacionados supuesto con crédito prendario y de capital de trabajo, escenario moderado.	88
Anexo 7 Flujo de crédito para rodado 2023	89
Anexo 8 Flujo de crédito para capital de trabajo 2024	90
Anexo 9 Escudo fiscal	91
Anexo 10 Encuesta realizada en diciembre del 2022 al gerente de una PyME de la ciudad de Santa Fe del rubro materiales para la construcción.	92
Anexo 11 Encuesta realizada en mayo del 2023 al gerente de una PyME de la ciudad de Santa Fe del rubro elaboración y distribución de productos alimenticios.....	94
Anexo 12 Encuesta realizada en diciembre del 2022 al gerente de sucursal de un banco de capital privado.....	96
Anexo 13 Encuesta realizada en mayo del 2023 al responsable de la Sucursal Santa Fe de Garantizar SGR.	98

Resumen

El presente trabajo se centra en la realidad de una PyME argentina, siendo su alcance replicable al sector PyME, ya que comparten muchas características en común, como así también las mismas dificultades, en su mayoría porque se encuentran insertas en un mismo macroentorno que es la realidad social y macroeconómica argentina, que a su vez se ve afectada por el contexto mundial. Por tanto, el análisis y la propuesta de valor son replicables tanto a PyMEs comerciales como a las manufactureras o de servicios.

En primer lugar, se plantea: ¿cuál es la función de las finanzas de empresas?, ¿cuál es su valor agregado? De hecho, muchos comerciantes con años de experiencia podrían argumentar que han tenido éxito en sus negocios sin haber estudiado finanzas corporativas y sin usar indicadores de gestión, es decir con la libreta de almacenero. En este trabajo se buscará entender la función que cumplen y el valor que aporta el análisis financiero en la toma de decisiones de la PyME.

También es normal escuchar que un comerciante afirme estar perplejo por el hecho de que el negocio va muy bien porque vende cada vez más, pero por otro lado ve que cuenta cada vez con menos dinero disponible. Esto nos lleva a un concepto muy sencillo de entender, pero de gran utilidad para el análisis de un negocio, que es el del **flujo de efectivo**. Este sencillo concepto nos lleva a plantearnos su diferencia con el estado de resultados y a entender que en un contexto de crecimiento es habitual una mayor necesidad de capital de trabajo, el cual se puede obtener de la reinversión de utilidades o del apalancamiento financiero, tema que será abordado en el presente trabajo de modo tanto teórico como aplicado.

Un empresario, no solo debe guiarse por el hecho de estar obteniendo ganancias con su capital invertido, sino que debe contrastarlo con el dinero que podría estar ganando con otras alternativas. Es el principio del **costo de oportunidad**, que Dumrauf (2013) explica de la siguiente manera:

“El inversor, en general, cuenta con una serie de alternativas con riesgos y rendimientos asociados. Cuando usted elige invertir dinero en un activo, inmediatamente se crea un costo de oportunidad, la chance de invertir en otra alternativa de riesgo y rendimientos comparables. ¿Qué determina el rendimiento que usted espera de un activo? Su costo de oportunidad, es decir, el retorno al que usted renuncia por invertir en un activo determinado desechando otra inversión con riesgo similar.” (p. 17)

En la Argentina desde hace más de una década se convive con una alta inflación y con una alta carga impositiva. Estos son dos aspectos que ningún buen administrador puede ignorar y que debe buscar gestionar de manera eficiente. Como afirma Dumrauf (2013): *“la inflación distorsiona tanto los rubros del balance general como los del estado de resultados.”* (p. 39), además debe tenerse en cuenta que la inflación puede generar tanto ganancias como pérdidas según la posición de activos y pasivos con que se encuentre la empresa.

En Argentina, según informa la web www.gpsempresas.produccion.gob.ar (2023), el 83% de las empresas son de la categoría Micro, el 16,8% PyMEs y el 0,2% son grandes. “La Celia” es una PyME pequeña, que será analizada en este trabajo. Realiza actividad comercial dedicada exclusivamente al mercado interno al igual que la gran mayoría de las PyMEs del país. Así mismo en Argentina, como informa la citada web, alrededor del 30% de las empresas se dedican a la actividad comercial y, por tanto, manejan inventario, cuentas por cobrar y cuentas por pagar; están expuestas a la inestabilidad económica del país, a los constantes cambios regulatorios y a los efectos de la alta inflación.

Todos estos conceptos ayudan a ver que, si bien las finanzas se mueven dentro del sentido común, el hecho de conocer cómo funcionan e interactúan los diversos factores y el hecho de poder medirlos, permiten al empresario tomar mejores decisiones y sacar el mayor provecho posible para generar valor.

1. Introducción

1.1 Perfil de la empresa

“La Celia”, es una distribuidora de cortes vacunos envasados, que inició su actividad a comienzos de 2017 en la ciudad de Santa Fe. Está configurada como explotación unipersonal y cuenta con tres empleados. La empresa básicamente compra a grandes frigoríficos y acopiadores, los cuales tiene puesta su atención principalmente en la exportación, pero también atienden en mayor o menor medida al mercado interno a través de distribuidores.

El valor agregado de “La Celia” radica en comprar por volumen a los grandes frigoríficos y hacer la venta y distribución a los comercios de la ciudad de Santa Fe y alrededores. Tanto con proveedores como con clientes los plazos de pago y cobro son diversos, resultando en promedio mayores los plazos de clientes que los de proveedores. Esta diferencia implica un capital de trabajo, el cual fluctúa con el nivel de ventas. A esto se suma el elevado inventario promedio para garantizar la calidad del servicio, que acrecienta el capital de trabajo inmovilizado.

El mercado de cortes de carne envasada y menudencias congeladas incluye tanto productos de rotación continua como productos con una, marcada estacionalidad tanto en invierno como en verano. Esto genera una oportunidad de compra a contra estación, la cual implica un costo financiero que debe ser tenido en cuenta.

“La Celia” terceriza el almacenamiento pagando el servicio de frío a una empresa proveedora de dicho servicio. Siendo este un costo variable, le permite una menor estructura y una mayor flexibilidad para aumentar o disminuir el inventario según las necesidades.

Hasta el presente “La Celia” financia sus operaciones mayormente con capital propio, cuenta proveedores y un crédito prendario utilizado para la compra del vehículo de reparto. En 2020 tomó un préstamo para capital de trabajo a 36 meses.

El presente trabajo toma como base histórica los datos de La Celia de los años 2018 a 2022 y se propone ofrecer distintos supuestos de estructura de capital para los siguientes tres años (2023 a 2025).

1.2 Definición del problema

“La Celia”, al igual que gran número de PyMEs comerciales argentinas, enfrenta el desafío de requerir recursos para apalancar su crecimiento. Esto es porque el crecimiento requiere un mayor capital de trabajo propio de la dinámica del negocio, donde el plazo de

mercadería en inventario más cuentas por cobrar es mayor al plazo de cuentas por pagar a proveedores. Un escenario de crecimiento continuo y de fondeo con capital propio, requeriría la constante reinversión de resultados o aportes de capital, para financiar el aumento de capital de trabajo.

En la Argentina además se presenta el fenómeno de una alta inflación lo que potencia aún más la necesidad de aumentar el capital de trabajo a la hora de reponer inventario. Este impacto es aún más significativo cuando el inventario almacenado es menor a las cantidades a reponer, por lo que el traslado en el ajuste de precios no alcanza a amortiguar la pérdida de capital de trabajo invertido.

A todo esto, se puede agregar aspectos, como la falta de previsibilidad para conseguir disponibilidad de los distintos productos que se comercializan por diversos factores como ser la estacionalidad, la exportación, la falta de producción por factores macroeconómicos o climáticos, las regulaciones sobre el sector, etc. Esta falta de previsibilidad se puede disminuir contando con un mayor inventario, pero surge nuevamente el problema de la financiación de ese mayor stock.

Como podemos ver en el cuadro de la Fundación Observatorio PyME en su informe de junio de 2019 (www.observatorioPyME.org.ar, 2023), el desarrollo financiero argentino es sumamente pequeño con relación al tamaño del mercado, dato que llama la atención si lo comparamos con países como Chile, Brasil o México por no mencionar países con un mayor nivel de desarrollado económico.

Cuadro 1.1 Desarrollo financiero por país.

País	Crec. Anual. Promedio PBI real per cápita (1980-2015)	Habitantes por cada sociedad naciente*	Var. Anual. Promedio del Índice de Desarrollo Financiero (1980-2015)	Var. Anual. Promedio de la Intermediación Bancaria** (1980-2015)
Argentina	0.9%	2,326	0.3%	-1.2%
Australia	1.8%	67	3.2%	4.7%
Chile	2.9%	125	2.9%	2.1%
Colombia	1.9%	500	2.9%	1.3%
Corea del Sur	5.4%	435	2.6%	3.6%
Perú	1.3%	410	1.8%	4.2%
Malasia	3.5%	422	4.0%	2.7%
Brasil	1.1%	347	3.5%	2.0%
México	0.9%	1,064	2.2%	0.7%

Fuente: Fundación Observatorio PyME, 2019 (extraído de <https://www.observatoriopyme.org.ar/novedades-financiamiento%2C-desempe%C3%B1o-pyme-y-desarrollo-productivo> en enero 2024).

Esto repercute de manera negativa sobre todo para las pequeñas empresas que deben financiarse únicamente con recursos propios. Es por este historial y sumado a la baja

capacitación en materia financiera de quienes gestionan las pequeñas empresas, que la Argentina tiene uno de los índices más altos de mortandad PyME (www.observatorioPyME.org.ar, 2023).

Si tenemos en cuenta que en la Argentina el 83% de las empresas son de tamaño micro, como se mencionó en el resumen, este análisis es particularmente preocupante. Por este motivo y por los continuos reclamos del sector, es que, en los últimos años, los distintos gobiernos han buscado con mayor o menor acierto, la manera de desarrollar un mercado financiero favorable y al alcance las PyMEs.

Si bien en la Argentina, las PyMEs son el principal motor de la economía, al ser individualmente pequeñas en relación con el mercado, tienen poco poder para incidir en el mismo de modo individual y por tanto deben adaptarse a los constantes cambios de escenarios. Otro limitante para la pequeña empresa es la falta de recursos y herramientas disponibles para potenciar su crecimiento. Si añadimos que, por su idiosincrasia propia, muchas PyMEs se centran únicamente en su actividad principal, descuidando otras áreas claves como ser la planificación financiera, esto conduce a tomar malas decisiones que merman el potencial del negocio y su crecimiento.

Según sigue diciendo el citado informe de la Fundación Observatorio PyME (www.observatorioPyME.org.ar, 2023), el 68,1% de la estructura de financiamiento de las PyME manufactureras, se financian con capital propio, y el 17,7% con crédito bancario. En el presente trabajo se profundizará sobre las herramientas financieras disponibles para PyMEs y su aplicación al caso de estudio para luego analizar su impacto sobre la rentabilidad.

Un conocimiento profundo tanto del mercado en el que la PyME se encuentra inserta, como de la teoría financiera para la toma de decisiones, es de vital importancia para la subsistencia y desarrollo de las empresas. En especial en contextos de alta complejidad y cambiantes como lo es el de la Argentina. Abordar estos temas permitirá mostrar como convertir dificultades en oportunidades de crecimiento y diferenciación a partir de una estrategia que integre todos los factores y herramientas presentes en el entorno y actividad de una PyME.

Como puede observarse en este breve panorama, las dificultades que enfrenta “La Celia” son las mismas que acontecen a miles de PyMEs a lo largo y ancho del país, por lo que la propuesta de valor que se plantea dar mediante el conocimiento del mercado crediticio y una fundamentada toma de decisiones mediante el análisis financiero es aplicable al menos a todas las empresas que presenten un modelo de negocios con similares características. En el presente trabajo se abordará la

problemática de modo descriptivo y analítico desde la perspectiva de esta pequeña empresa y su entorno.

1.3 Formulación y Justificación

Como ya bien se mencionó las PyMEs tienen poca capacidad de modificar las variables del mercado en el que están insertas, por esto cobra especial relevancia, que las mismas desarrollen la capacidad de adaptarse a los cambios y oportunidades que el contexto ofrece.

A través del presente trabajo se analizará de modo aplicado, como el apalancamiento financiero puede ser una oportunidad para el desarrollo y sostenibilidad de las PyMEs en el actual contexto de la Argentina.

En torno a este abordaje se buscará adentrarse en la toma de decisión de las PyMEs en materia financiera, en el nivel de endeudamiento de estas y en el nivel de conocimiento de las herramientas financieras existentes.

Un aspecto que ya es estructural en la Argentina desde hace dos décadas por no ir más lejos es la inflación. Esta realidad, a pesar de estar muy instalada en la mente de los argentinos, sigue siendo desconocida por muchos en cuanto a su impacto en las variables del negocio. En cualquier análisis económico financiero que se realice, no puede dejarse de tener en cuenta y analizar su impacto en las demás variables, para una adecuada toma de decisiones.

Para una PyME comercial, como lo es la del presente caso de análisis, el capital inmovilizado es una variable con fuerte impacto en materia financiera. En un contexto inflacionario e inestable como lo es el de la Argentina, sería correcto ver al inventario como una variable dentro de un abordaje integral en la realidad del negocio. Es por esto por lo que la planificación financiera, no puede dejar de analizar el impacto de estas variables en los diversos componentes del activo y pasivo y en como repercuten en la rentabilidad del negocio.

1.4 Objetivos

1.4.1 Objetivo General

Analizar diversas alternativas de financiamiento para la PyME que permita la selección de aquella o aquellas que genere/n mayor rentabilidad.

1.4.2 Objetivos específicos

- Analizar la estructura de endeudamiento de las PyMEs y sus factores.
- Describir las principales herramientas de financiación disponibles en el mercado para PyMEs.
- Analizar comparativamente la rentabilidad del negocio financiado con capital propio vs el aprovechamiento de las herramientas financieras descritas en base al estado de situación patrimonial y el flujo de fondos histórico y proyectado.
- Analizar el impacto del apalancamiento financiero en relación con el contexto inflacionario y la rentabilidad del negocio.
- Definir la mezcla de equilibrio entre capital propio y ajeno.

1.5 Metodología

1.5.1 Alcance

En el presente trabajo se pretende mostrar el impacto en las distintas variables del negocio financiando únicamente con capital propio, versus una estrategia integral con apalancamiento, haciendo uso de las principales herramientas financieras en el actual contexto argentino. Para esto es útil observar algunos indicadores y su variación al incluir la financiación.

Se pretende tener un conocimiento de cuáles son las herramientas financieras para PyMEs en la Argentina y entender mediante un análisis comparativo el impacto sobre la rentabilidad al utilizarlas dentro de una planificación financiera integral. Las más utilizadas y por tanto las que se analizarán en este trabajo son:

1. Créditos bancarios para inversión productiva (largo plazo).
2. Créditos bancarios para capital de trabajo (mediano plazo).
3. Descuento de cheques (corto plazo).

Si bien se analizará una empresa en concreto, para tener una perspectiva más clara del problema planteado y su propuesta de valor, se pretende enriquecerlo con información del sector tanto en cuanto al grado de utilización de estas herramientas como de los motivos que influyen en la adopción o no de las mismas. Para esto se analizará información del sector tanto desde los oferentes como de los demandantes y se indagará en el proceso de toma de decisiones de las PyMEs.

Para el análisis con indicadores financieros se asumirán los datos históricos de los últimos 5 años de la empresa y 3 años proyectados a los cuales se le aplicarán los diversos escenarios.

1.5.2 Tipos de diseño

El presente trabajo se propone desarrollar una investigación de tipo aplicada. Al definir como objeto de estudio las herramientas financieras disponibles en la actualidad para una PYME concreta ubicada en la Argentina, y el impacto de la utilización de estas; el tipo de diseño adecuado para este abordaje es el descriptivo.

1.5.3 Fuentes de información

En lo que respecta a las herramientas financieras para PYMES en la Argentina, se utilizarán fuentes de información secundarias externas, principalmente las de fuentes oficiales de público alcance.

Para el análisis interno se utilizarán fuentes de información secundarias internas como ser toda la información de gestión de la distribuidora "La Celia". A los fines de la confidencialidad, los datos de la empresa tomados de base para la proyección no son reales, tan solo buscan ser representativos de la realidad de la PyME.

Para el análisis descriptivo del sector se utilizarán fuentes de información primarias cualitativas y secundarias externas.

En cuanto a las cualitativas se harán:

- Dos entrevistas en profundidad a PyMEs comerciales para conocer el grado de conocimiento de las herramientas financieras a su alcance, el impacto que podrían tener en sus organizaciones y los motivos por las cuales las utilizan o no.
- Por el otro extremo se entrevistará a las instituciones que brindan estas herramientas, con las cuales podremos tener las distintas miradas del sector.
 - Entrevista a un banco de capital privado.
 - Entrevista a la principal SGR del país.

Como sería difícil obtener resultados representativos del grado de penetración de estas herramientas en el sector PYME argentino mediante encuestas de propia elaboración, acudiremos a información de organismos tanto públicos como privados que, con los recursos apropiados, ya han abordado esta investigación, la cual nos permitirá dimensionar la relevancia del presente trabajo y que junto con la información recabada mediante las

entrevistas, nos permitirá entender en profundidad la situación del sector en el ámbito bajo análisis.

2. Marco conceptual

En esta sección se desarrollan de manera sintética y en la medida que son aplicables a los fines del presente trabajo los principales conceptos de las finanzas que se utilizarán en la parte aplicada.

En la bibliografía los conceptos de las finanzas se desarrollan en mayor medida teniendo como parámetro de aplicación a las grandes empresas, pero al ser las PyMEs el campo de estudio de este trabajo, se buscará explicar los conceptos del modo que se aplican a este tipo de empresas, que difieren en gran medida de las grandes corporaciones de capitales públicos.

2.1 Estructura de capital

Según Ross, Westerfield, Jordan (2018), cualquier emprendedor que quiera comenzar con un negocio debe hacerse tres preguntas básicas:

- 1. ¿Qué clase de inversiones de largo plazo debe hacer? Es decir, ¿en qué líneas de negocios estará o qué clase de edificios, maquinaria y equipo necesitará?*
- 2. ¿En dónde obtendrá el financiamiento de largo plazo para pagar su inversión? ¿Invitará a otros propietarios o pedirá dinero prestado?*
- 3. ¿Cómo administrará sus operaciones financieras cotidianas, como cobranza a clientes y pagos a proveedores? (p. 2).*

Estas preguntas pueden parecer muy básicas, pero para un correcto diagnóstico y una acertada toma de decisiones, representa un valor agregado para la rentabilidad y sustentabilidad.

La estructura de capital más adecuada entre capital propio y deuda depende de varios factores como el tamaño de la empresa, su capacidad de endeudamiento, la estabilidad del mercado y la rentabilidad esperada. En las empresas que cotizan en bolsa, la estructura óptima de capital es aquella que maximiza el precio de las acciones. En resumen, la estructura que maximiza el precio es también la que reduce al mínimo el llamado “costo promedio ponderado de capital” (CPPC) (Brealey, Myers, Allen, 2010).

En general, el capital propio es más costoso que la deuda en términos relativos, ya que los accionistas pretenden una rentabilidad mayor que los prestamistas financieros. Esto es lógico desde el punto de vista que el capital propio no tiene un plazo predeterminado y no genera intereses ni obligaciones financieras, es decir que implica una opción más estable de financiamiento. Por otro lado, la deuda con terceros tiene un plazo establecido y genera intereses y obligaciones financieras.

Esto lleva a que las empresas que cotizan en el mercado busquen un nivel de endeudamiento que maximice el valor de las acciones al apalancarse con capital de terceros a un menor costo que el capital propio hasta el grado que ese endeudamiento no implique un riesgo asociado que generaría el efecto inverso.

A diferencia de estas, las PyMEs son empresas cerradas, por no cotizar en el mercado y por tanto no tiene que centrar su atención en calcular el costo del capital propio sino buscar maximizar el beneficio total y sobre el capital invertido.

Es importante tener en cuenta que una estructura de capital adecuada puede variar según el tamaño, la antigüedad, la situación financiera y económica de la empresa, del mercado y del macroentorno. La multiplicidad de factores que influyen para determinar la estructura de capital más conveniente para cada momento concreto hace necesario contar con criterios que faciliten la buena toma de decisiones.

Entre los factores que determinan la estructura de capital adecuada, en primer lugar, está la naturaleza de la PyME en cuestión. Si se trata de una empresa de servicios predominará un porcentaje elevado de personal sobre capital inmovilizado, por lo que las necesidades de financiamiento pasarán más por el flujo de dinero que tenga la misma. En el caso de una empresa comercial e industrial, a la dinámica del flujo de fondos se suma la necesidad de financiar el capital inmovilizado por los bienes de capital e inventarios que exigen financiamiento de largo plazo.

A su vez influirá el grado de madurez de la organización. Las que se encuentran en fase de crecimiento habitualmente requieren una mayor inyección de fondos para financiar los nuevos proyectos, por el contrario, una organización madura, ya se encuentra capitalizada y hasta podría comenzar a tener excedentes de dinero para los que deberá elaborar una política de inversión.

En cuanto al origen de los fondos para financiarse según el ya citado estudio realizado en la ciudad de Bahía Blanca refleja que el 49 % de las empresas encuestadas tiene como principal fuente de financiamiento el capital propio. Seguido de un 37% representado por los pasivos operativos y solo un 14% de pasivos financieros (Briozzo, Santillán Salgado 2014).

Desde un análisis teórico, cabría preguntarse cuál es la estructura de capital más favorable en términos de riesgo y beneficio. De este modo se podría tener un criterio objetivo para la toma de decisiones en materia de financiación. Para eso en el próximo apartado analizaremos las ventajas y desventajas del apalancamiento

financiero. El análisis de estas variables ayudará a determinar un nivel razonable de endeudamiento que terminará configurando la estructura de capital de la organización.

Si bien el endeudamiento cuenta con ventajas impositivas que potencialmente aumentan la rentabilidad del negocio, la contraparte es el riesgo asociado al nivel de endeudamiento, que puede llevar al incumplimiento de pagos con sus consiguientes costos, y en el peor de los casos con la quiebra por insolvencia. Por ende, es de mucha importancia definir un criterio de hasta qué punto es razonable y aconsejable endeudarse.

Una manera es medir mediante diferentes ratios el endeudamiento y encontrar los porcentajes adecuados para la empresa en cuestión según sus circunstancias particulares y de su entorno.

Ahora bien, para las PyMEs esta tarea es algo distinta a la de empresas de mayor tamaño donde el acceso al crédito es algo más estándar y asequible. Las grandes empresas pueden definir la composición de la estructura de capital que maximice el valor de las acciones y realizarlo mediante emisión de obligaciones negociables al valor dado por el mercado, entre otras alternativas. En el caso de las PyMEs, en especial las pequeñas, el acceso al crédito es una variable restringida con diversos costos y condiciones. Estos factores llevan a que en las PyMEs el modo más adecuado de proceder es definir que costo está dispuesta a asumir para tomar deuda y hasta qué grado desea endeudarse. Una vez definidas estas variables dependerá de las opciones disponibles en el mercado que cumplan con sus exigencias.

2.1.1 Índice de endeudamiento

“El índice de endeudamiento suele calcularse como la proporción que representa el pasivo total en relación con el patrimonio neto o al activo total” (Dumrauf, 2013 p. 60).

- Endeudamiento sobre patrimonio neto = Pasivo total / patrimonio neto.
- Endeudamiento sobre activo total = Pasivo total / Activo total.

No existen valores predefinidos que establezcan si es o no adecuado un nivel de endeudamiento de por sí. Tampoco por este motivo el valor pierde relevancia. Simplemente debe ser analizado en el contexto de cada empresa. Ciertamente a mayor endeudamiento, mayor es el riesgo y viceversa, pero una vez más, es necesario analizar en su conjunto a la compañía para concluir si es un nivel adecuado o no de endeudamiento.

En cuanto a cómo profundizar ese análisis, las variables de estudio son múltiples. Entre las más elementales podemos mencionar el análisis de la composición del pasivo y la capacidad de generar flujos de la empresa en cuestión. (Bryan, 2016).

No es lo mismo un pasivo que genere obligaciones de pago en el corto plazo, que uno que lo haga en el mediano o largo plazo. Estos últimos implican un menor riesgo al permitir un mayor tiempo para la generación de los flujos para dichos pagos.

Esta medición puede obtenerse con la proyección de los flujos de fondos y el cálculo del correspondiente coeficiente de endeudamiento para cada período. Como habitualmente los compromisos de pago están predefinidos, el riesgo se debe medir en la probabilidad de ocurrencia de la generación de flujos positivos.

2.1.2 Índices de cobertura

Con el fin de definir si el nivel de endeudamiento de una compañía es adecuado, un factor aún más indicativo que el índice de endeudamiento es la capacidad de esta para cubrir con sus ingresos los intereses y pagos de capital. Dumrauf ofrece dos indicadores al respecto (2013). Uno de ellos para medir cuantas veces puede pagar la empresa los intereses de deuda y otro aún más indicativo que incluye el pago de capital del período, por lo que nos muestra cuan capaz es la empresa de pagar sus deudas en el período analizado. Este indicador por debajo de 1 nos dice que la empresa no es capaz de cumplir con la totalidad de los compromisos de pago de ese período, por el contrario, mientras más elevado sea, mayor es la probabilidad de que la empresa pueda hacer frente a sus obligaciones. Siendo el beneficio operativo de la compañía el llamado “EBIT” (Earnings Before Interest and Taxes), es decir el beneficio antes de intereses e impuestos, el indicador se calcula de la siguiente manera:

- Cobertura de intereses = $EBIT / \text{intereses}$.
- Cobertura del servicio total de deuda =
$$\frac{EBIT}{\text{intereses} + \frac{\text{Pagos de capital}}{(1-t)}}$$

Sumado al análisis de estos índices, es necesario analizar la naturaleza de la empresa para estipular la probabilidad de ocurrencia de los escenarios planteados. No es lo mismo una compañía con ingresos estables que una con ingresos volátiles. La empresa con ingresos estables asume un menor riesgo de insolvencia al endeudarse. Por el contrario una organización que por su naturaleza tiene ingresos más inciertos y volátiles debería ser más exigente con sus ratios de endeudamiento y tener una estructura de capital más conservadora.

2.2 Ratios de Rentabilidad

Una característica común a todos los índices de rentabilidad contables es que en el numerador tenemos siempre una medida de resultado, ya sea el resultado operativo, el resultado neto, etc., y en el denominador siempre tendremos una medida del capital. A veces se utiliza como medida del capital el activo total, otras veces el patrimonio neto y otras veces una medida más ajustada como el capital invertido o empleado. (Dumrauf, 2013. P. 67)

Analizaremos tanto el ROA (Return On Assets, retorno sobre los activos) como el ROE (Return On Equity, rendimiento sobre el patrimonio neto). También el VAN (Valor Actual Neto), que es una de las principales herramientas utilizadas para analizar si un proyecto agrega o destruye valor. Y por último la TIR (Tasa interna de Retorno).

2.2.1 El ROA y el ROE

El ROA (Return On Assets, retorno sobre los activos) como su nombre lo indica, busca medir el rendimiento obtenido sobre los activos. (...) Normalmente se lo conoce como el porcentaje de rentabilidad que representa la utilidad neta sobre el activo total. (Dumrauf, 2013. P. 67)

Esta medida de rentabilidad no discrimina el origen de capitales que financian el activo, ni tampoco discrimina cuan afectada está la utilidad neta por resultados no operativos. Existen otras variantes de este índice que pueden arrojar indicadores según la información que se pretenda analizar.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Activo total}}$$

Otra medida de rentabilidad ampliamente extendida entre analistas y directivos es el ROE (Return On Equity, rendimiento sobre el patrimonio neto). El ROE nos dice el porcentaje de rendimiento que representa la utilidad neta sobre el patrimonio neto. (Dumrauf, 2013. P. 68)

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Patrimonio neto}}$$

Esta es de especial interés para los dueños o accionistas, ya que mide la rentabilidad de su dinero invertido en el negocio en un período determinado. Esta variable puede ser estudiada y comparada con otras alternativas que el dueño del capital tenga a disposición (costo de oportunidad).

La práctica más habitual es calcular estas ratios tomando la información que arrojan los balances y por ende se suele calcular esta ratio sobre el patrimonio neto final del período. Más allá de su facilidad, desde el punto de vista del análisis financiero esta forma de medición tiene algunas desventajas, ya que PN final incluye la utilidad neta de ese mismo período y por ende no es propiamente el retorno generado en el período por el capital inicial, sino por el capital final utilidad incluida.

A su vez cuando la empresa acude al endeudamiento para financiar la operatoria, suele obtener los ingresos de este a inicios del período, los cuales va amortizando, resultando ser el pasivo final más reducido que el de inicio del período.

Por estos motivos, para obtener información más adecuada al análisis que se pretende hacer, se debe evaluar cuál es el momento más representativo dentro de un período para tomar el valor del PN y con este calcular el ROE. En este sentido lo importante es saber que variables están afectando la medición que se quiere hacer y adecuar la información para que la misma sea lo más precisa posible. Además de la práctica habitual de considerar el PN final, otras posibilidades son considerar el PN inicial o un promedio entre ambos, por mencionar algunas alternativas.

2.2.2 El Valor Actual Neto

Es una de las principales herramientas utilizadas para analizar si un proyecto agrega o destruye valor. *“El Valor Actual Neto (VAN) se define como el valor que resulta de la diferencia entre el valor presente del flujo de caja esperado y el desembolso inicial de la inversión.”* (Dumrauf, 2013. P. 316). Por tanto, si el flujo resultante es positivo, se concluye que el proyecto agrega valor y por el contrario si es negativo, destruye valor.

Para el cálculo de este índice, es determinante la calidad de la información proyectada, ya que, si se parte de flujos inconsistentes, la información que dará el índice no tiene ningún valor. La otra variable para determinar es la tasa de descuento a utilizar, que debe ser la renta mínima esperada para el proyecto. Por tanto, si el descuento de flujos a la tasa mínima esperada menos la inversión inicial se mantiene en valores positivos, entonces el rendimiento del proyecto supera esa tasa. La tasa debe tener en cuenta tanto el riesgo propio del proyecto como los rendimientos esperados en el mercado para proyectos del mismo rubro, que por tanto consideran e incluyen el riesgo sistemático de ese mercado.

2.2.3 La Tasa interna de Retorno

“La Tasa interna de Retorno se define como aquella tasa que iguala el valor presente del flujo de fondos esperado con el desembolso inicial de la inversión.” (Dumrauf, 2013. P.

320). Este índice está en relación con el anterior, ya que parte del mismo flujo de fondos, pero en lugar de utilizar una tasa propia, se busca la tasa que haga confluir a cero al flujo proyectado. Es decir, en este índice, solo se determina el flujo de fondos con la correspondiente inversión inicial. Luego la tasa resultante se podrá comparar con la esperada y definir así la conveniencia o no del proyecto en cuestión.

Una de las principales ventajas de este índice es que trabaja en términos relativos y no con números enteros como el VAN, por tanto, hace posible poder contrastar el resultado con cualquier otro valor representado también en términos relativos, es decir en porcentajes.

2.3 Apalancamiento financiero

El apalancamiento financiero es el procedimiento por el que una organización utiliza fuentes de financiación externa para invertir en el negocio y así obtener una mayor capacidad operativa lo que redundará en un mayor beneficio potencial o para sustituir la utilización de capital propio y así aumentar la rentabilidad sobre el mismo. La contrapartida es que, así como aumenta el beneficio potencial, también aumenta el riesgo de la empresa. Para expresarlo en términos sencillos: si el flujo esperado no ocurriese, en un caso de capital propio, impactaría en la posibilidad de realizar retiros por parte del propietario, pero en un caso de apalancamiento con plazos de deuda con vencimientos fijos, que además incluyen intereses, se podría caer en un incumplimiento de pagos, aumentando el riesgo de quiebra de la empresa.

El apalancamiento financiero tiene la ventaja principal de posibilitar una inversión más allá de la alcanzable con recursos propios, a su vez tiene ventajas impositivas en cuanto que los intereses pueden ser deducidos de la base imponible del impuesto a las ganancias, lo que se conoce como escudo fiscal, que en la práctica termina reduciendo el costo asociado al endeudamiento. La financiación tiene un costo neto, el cual debe ser compensado por la mayor generación de ganancias que el mismo facilite, de lo contrario se volvería perjudicial. A esto último, se lo conoce como el riesgo asociado.

Cuadro 2.1 FODA del apalancamiento financiero.

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> - Aumento del capital disponible - Escudo fiscal - Mayor potencial de generar ganancias sobre el capital invertido. 	<ul style="list-style-type: none"> - Expansión del negocio. - Mejora en la competitividad. - Escudo inflacionario. - Programas subsidiados con tasas preferenciales.

Debilidades	Amenazas
- Aumento de riesgo asociado (insolvencia).	- Contexto macroeconómico.
- Dependencia de la deuda.	- Vicisitudes del sector.
- Carga administrativa.	- Aumento de los intereses.
	- Restricciones de los prestamistas.

Fuente: elaboración propia.

En 2019 solo el 11% de las pequeñas empresas manufactureras, tenían pensado solicitar crédito para capital de trabajo y solo el 8% para bienes de capital (www.gpsemillas.produccion.gob.ar, 2023). Los porcentajes son similares para la mediana empresa. Esto lleva a preguntarse si realmente las PyMEs aprovechan las posibilidades que el mercado financiero ofrece para potenciar el crecimiento y desarrollo de las empresas. A este respecto también cabe destacar que como afirma Ross (2018):

La deuda actúa como una palanca en el sentido de que al utilizarla aumentan mucho tanto las ganancias como las pérdidas. De esta manera, el apalancamiento financiero incrementa la recompensa potencial para los accionistas, pero también acrecienta el potencial de que surjan problemas financieros y de que la empresa quiebre. (p. 23)

En la Argentina según informa Bebczuk (2011) al año 2011 solo el 32,7% de las empresas formales accedían al mercado de crédito, lo que nos lleva a ver el bajo o nulo grado de apalancamiento financiero de las mismas. Dato que asciende a 39,9% en 2016 según un informe del BCRA (<https://biblioteca.produccion.gob.ar/document/download/604>, 2017).

Cuadro 2.2 Distribución de las ventas, el empleo y el crédito en Argentina. Total, de empresas con deuda bancaria; datos a diciembre de 2009

Tramo de empleados	Empresas (en % del total)	Ventas totales (en % del total)	Cantidad de empleados (en % del total)	Monto de deuda en créditos (en % del total)	Deuda sobre ventas (en %)	Deuda sobre empleados (en miles de US\$)
0-9	67,50%	6,60%	5,00%	14,20%	11,90%	17,9
10-20	12,90%	5,10%	6,50%	5,30%	5,70%	5,2
21-50	10,50%	9,60%	11,90%	9,20%	5,30%	4,8
51-100	4,50%	9,40%	11,20%	8,00%	4,70%	4,5
100-200	2,40%	10,40%	12,00%	10,70%	5,70%	5,6
201-500	1,40%	13,70%	15,70%	14,50%	5,80%	5,7
501-1.000	0,50%	11,00%	10,90%	11,20%	5,60%	6,4
1	0,30%	34,20%	26,90%	26,80%	4,30%	6,2
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	5,50%	6,2

Fuente: Bebczuk (2011). Políticas de financiamiento para PyMEs. P. 13.

Según nos muestra la precedente tabla, dentro de las empresas que sí toman crédito y segmentando por cantidad de empleados, podemos observar como la mayor parte del crédito es absorbido por las pocas y grandes empresas, mientras que en el basto mundo de empresas con bajo número de empleados absorben un monto de deuda muy inferior. Este dato no debe llevarnos a concluir precipitadamente que las empresas de menor tamaño se encuentran menos apalancadas, ya que si observamos el porcentaje de deuda sobre ventas vemos que es mayor en estas que en las grandes. Esto se debe a que las grandes concentran también el mayor volumen de ventas. En definitiva, para ver el grado de apalancamiento de una empresa debemos observar principalmente la proporción de deuda en relación con el capital propio.

2.3.1 Riesgo de la empresa PyME

Existen tanto los riesgos endógenos como los exógenos. Los primeros se refieren a los riesgos que provienen de las características de la propia empresa mientras que los exógenos se refieren a los cambios del contexto como puede ser una crisis económica en el país o en el sector. Naturalmente las empresas se centran en los riesgos endógenos que son los que suelen estar a su alcance y le permiten una mayor consistencia para superar las dificultades provenientes del contexto.

2.4 El escudo fiscal

En cuanto a los impuestos Dumrauf (2013) explica que:

En Finanzas, casi todas las decisiones involucran impuestos. El Estado es como un comensal más que toma una porción del pastel que representan las ganancias de la empresa. Existen numerosas situaciones en que los efectos impositivos de las decisiones financieras pueden crear valor. Una de las más importantes se refiere a la decisión de la estructura de capital, donde la deuda ofrece claras ventajas impositivas, ya que la legislación permite la deducción de los intereses como un gasto del período. Sin embargo, no puede hacerse lo mismo con los dividendos, de forma tal que hay una clara ventaja impositiva en la decisión de financiarse con deuda. (p. 40)

En el sentir común de la gente y también en el de muchos empresarios PyMEs, el endeudamiento es visto como un mal necesario, en cuanto se consideran únicamente sus costos. Se pone el foco en el interés que el tomador deberá pagar sobre el capital recibido y su consiguiente pérdida de rentabilidad. Desde una mirada global, esto no es siempre

así. El endeudamiento involucra múltiples variables, las que deben ser analizadas en conjunto para determinar la conveniencia o no del crédito.

Para entender con claridad estos conceptos, los mismos se pueden observar en el análisis de las ratios que la contabilidad y finanzas tradicionalmente utilizan. Estos son la rentabilidad antes de intereses e impuestos, la rentabilidad antes de impuestos y la rentabilidad final.

Cuadro 2.3 Ejemplo 1 de endeudamiento.

	Capital propio	Apalancamiento
Capital propio	\$ 1.000	\$ 900
Préstamo	\$ 0	\$ 100
Rentabilidad antes de intereses e impuestos	\$ 200	\$ 200
Intereses de deuda	\$ 0	\$ 10
Rentabilidad antes de impuestos	\$ 200	\$ 190
Impuestos 30%	\$ 60	\$ 57
Rentabilidad final	\$ 140	\$ 133

Fuente: elaboración propia.

Cuadro 2.4 Ejemplo 2 de endeudamiento.

	Capital propio	Apalancamiento
Capital propio	\$ 1.000	\$ 1.000
Préstamo	\$ 0	\$ 100
Rentabilidad antes de intereses e impuestos	\$ 200	\$ 220
Intereses de deuda	\$ 0	\$ 10
Rentabilidad antes de impuestos	\$ 200	\$ 210
Impuestos 30%	\$ 60	\$ 63
Rentabilidad final	\$ 140	\$ 147

Fuente: elaboración propia.

El ejemplo 1 pareciera darle la razón al común sentir popular de que el endeudamiento genera una pérdida de rentabilidad, pero en este ejemplo para ser equitativos, habría que considerar que con el apalancamiento se están sustituyendo fondos propios, los cuales, a su vez, pueden ser invertidos fuera del negocio y generar una rentabilidad adicional que debe ser sumada a la generada con el apalancamiento. En cuanto al escudo fiscal podemos apreciar que la diferencia de \$10 entre la rentabilidad antes de impuestos de la opción de capital propio vs apalancamiento, se reduce a \$7 en la rentabilidad final por tomar una menor base imponible en el caso del apalancamiento para el cálculo del impuesto, por

lo que ese recupero de \$3 es lo que se denomina escudo fiscal. También podemos decir que para un mismo activo total se generó un impuesto menor y una rentabilidad sobre capital propio mayor.

Por el contrario, en el ejemplo 2, el capital propio invertido es el mismo y el financiamiento se suma a este, permitiendo una inversión total mayor que termina redundando un mayor volumen de negocio y por ende mayor rentabilidad. En este ejemplo podemos apreciar que para un mismo capital propio invertido todas las ratios de rentabilidad son superiores en el apalancamiento, debido a que la rentabilidad del negocio es mayor a la del costo del dinero tomado en préstamo. Si bien la rentabilidad de \$10 antes de impuestos del capital propio vs apalancamiento, se reduce a \$7 por ser mayor la base imponible, sigue siendo superior a la rentabilidad sin apalancamiento, es decir la rentabilidad sobre el capital propio aumentó. El escudo fiscal lo vemos en que el costo de la deuda de \$10 se ve en parte amortiguado por la reducción de \$3 en el impuesto pagado que este interés genera ($\$10 \times 30\%$), por lo cual el costo diferencial de la deuda termina siendo de \$7.

Para completar este análisis vale la pena observar otra ratio que mide la rentabilidad sobre el capital invertido, que, al ser un porcentaje, facilita la comparación en términos relativos.

Cuadro 2.5 Rentabilidad sobre capital invertido.

Ejemplo 1	Capital propio	Apalancamiento
Capital propio invertido	\$ 1.000	\$ 900
Rentabilidad final	\$ 140	\$ 133
Rentabilidad / capital invertido	14,00%	14,78%
Ejemplo 2	Capital propio	Apalancamiento
Capital propio invertido	\$ 1.000	\$ 1.000
Rentabilidad final	\$ 140	\$ 147
Rentabilidad / capital invertido	14,00%	14,70%

Fuente: elaboración propia.

Esta es una ratio de gran relevancia, ya que es la que determina la rentabilidad de los accionistas y por tanto es el indicador que se busca maximizar sin comprometer la sustentabilidad del negocio.

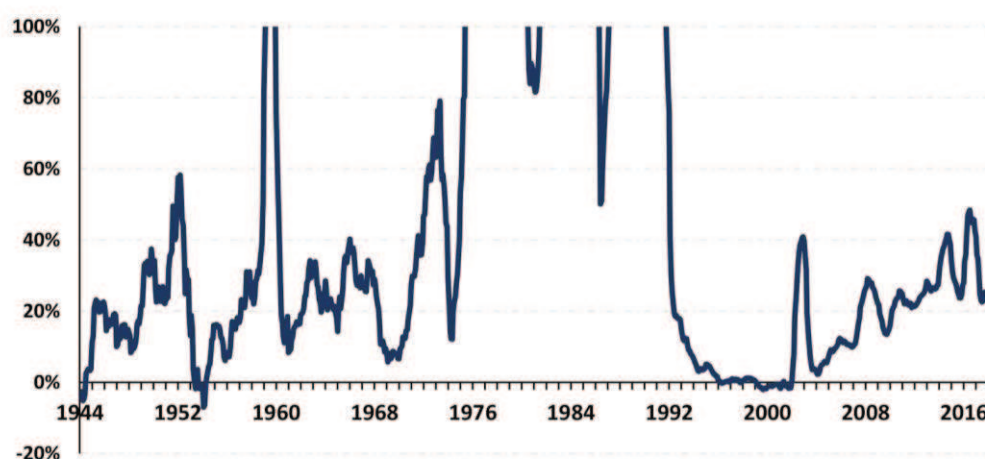
Para comprender esto con mayor facilidad se debe mirar también el indicador de rentabilidad sobre activo total. A diferencia del anterior este indicado mira la capacidad de generación de ingresos de todo el activo del negocio, es decir de todo el capital invertido, tanto propio como ajeno sin distinguir el costo de cada uno.

2.5 Inflación

Tal como la define Miguel Braun y Lucas Llach (2018), “la variación de los precios, expresada por lo general en términos porcentuales, se llama inflación (cuando la variación de los precios es hacia la baja se habla de deflación).” (p. 39) A su vez “diremos que un país sufre de inflación crónica cuando, durante varios años, la tasa de Inflación se ubica por encima del 100% anual.” (p. 490)

En los siguientes dos gráficos podemos observar que la inflación es un tema de constante actualidad en la Argentina, tal vez más que en cualquier otra parte del mundo. La Argentina ha pasado por largos procesos inflacionarios e hiperinflacionarios en su historia y en la actualidad se encuentra inmersa una vez más en esta dinámica de suba general de precios, lo cual la hace cada vez más difícil de erradicar por estar las expectativas inflacionarias fuertemente arraigadas en la sociedad.

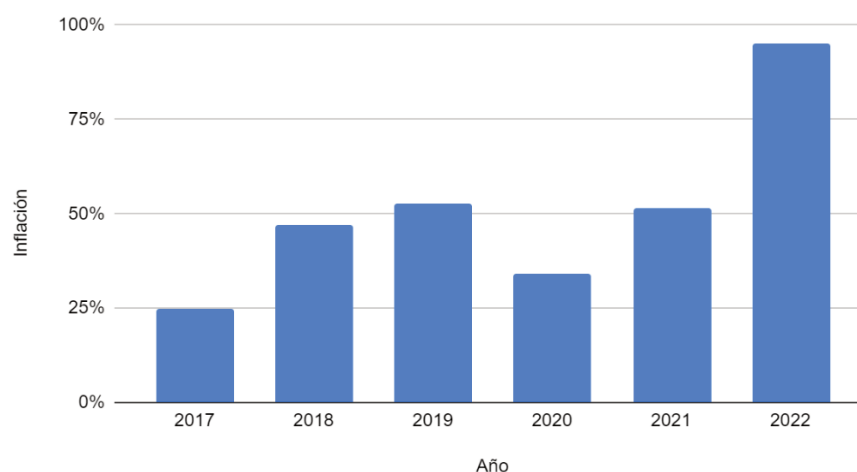
Gráfico 2.1 Variación interanual de precios al consumidor entre enero de 1944 y mayo de 2018



Fuente: UEPE CAC en base Indec y Graciela Bevacqua.

Nota: se determinó un máximo de 100% en el eje de coordenadas para una mejor representación gráfica.

Gráfico 2.2 Variación interanual de precios al consumidor 2017-2022.



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

En un contexto inflacionario se hace necesario observar el comportamiento de los activos y pasivos de la empresa en relación con la dinámica inflacionaria. Es decir, debe identificarse en qué proporción con relación a la inflación mantienen su valor actual. Por ejemplo, el dinero en efectivo o en cuenta corriente sin capitalización, de por sí estaría perdiendo valor en proporción directa a la inflación por lo que esa parte de los activos se estarían depreciando. A diferencia de estos, los bienes de uso o de cambio suelen mantener su valor constante. Por el lado de los pasivos, los mismos también se depreciarían en caso de no estar indexados a la inflación, lo cual redundarían en un mayor incentivo para endeudarse bajo estas condiciones en especial si es a tasa fija o mejor aún, en cuenta corriente con proveedores en caso de que no se indexen los saldos. Aunque en estos contextos los plazos de cobranza tienden a achicarse justamente por esta razón.

En la Argentina es un tema de gran relevancia ya que es una realidad desde hace más de 20 años y que a pesar de la intención de los gobiernos de reducirla, por el contrario, viene teniendo una dinámica creciente. Incluso los planes de reducirla proyectan que la baja sería gradual año a año, por lo que en todos los escenarios es una variable a tener en cuenta.

Desde el punto de vista económico y financiero, la inflación no es determinante en sí misma para los resultados, sino que la misma puede tener un efecto favorable o adverso según como interactúe con las demás variables del negocio. Esto no depende únicamente de la habilidad del empresario sino también del poder de negociación o de determinación de variables con que cuente. Especialmente las PyMEs se enfrentan habitualmente a múltiples restricciones económicas sobre las que no tienen poder de influencia, como ser la fijación de precios y tasas.

En un supuesto de toma de deuda a tasa fija. Al igual que en el ya explicado escudo fiscal, bajo estas condiciones podemos hablar de un escudo inflacionario donde la inflación disminuye el costo real de la deuda.

Supongamos un caso hipotético de una empresa con un ingreso estable en términos reales, en donde su activo se capitaliza al nivel de la inflación y genera una rentabilidad constante sobre el mismo. En un caso así, con contexto inflacionario y deuda a tasa fija, tendremos un ingreso creciente en términos nominales y un costo de deuda que por la inflación irá reduciéndose.

Para verlo en términos numéricos se propone el siguiente ejemplo:

- Capital propio de \$5.000 (en el supuesto con inflación se indexa).
- Préstamo de \$5.000.
- Amortizable en 5 períodos.
- Tasa de interés 30%.
- Sistema de amortización alemán.

Cuadro 2.6 Flujo de fondos sin y con inflación.

Supuesto sin inflación						
Período	0	1	2	3	4	5
Inflación	0%	0%	0%	0%	0%	
Rentabilidad neta		5000	5000	5000	5000	5000
Amortización de capital		1000	1000	1000	1000	1000
intereses de deuda		1500	1200	900	600	300
cuota total		2500	2200	1900	1600	1300
% de cuota sobre rentabilidad neta		50%	44%	38%	32%	26%

Supuesto con inflación						
Período	0	1	2	3	4	5
Inflación	30%	30%	30%	30%	30%	
Rentabilidad neta		6500	8450	10985	14281	18565
Amortización de capital		1000	1000	1000	1000	1000
intereses de deuda		1500	1200	900	600	300
cuota total		2500	2200	1900	1600	1300
% de cuota sobre rentabilidad neta		38%	26%	17%	11%	7%

Fuente: elaboración propia.

En ambos supuestos, las cuotas del préstamo son iguales por ser a tasa fija. Mientras que el rendimiento, siguen el ritmo de la inflación, lo cual redundará en una licuación del préstamo

y por ende un menor peso de la deuda en el flujo de efectivo. Este efecto también se observaría en las ratios de rentabilidad. A este fenómeno se lo llama escudo inflacionario.

2.5.1 La fórmula de Fisher

Un modo más sencillo de ver el impacto de la inflación en las tasas de interés es utilizando la fórmula de Fisher, que, al descontarle la inflación a la tasa de interés nominal, obtiene la tasa de interés real. La ecuación se expresa como:

$$tasa\ real = (1 + tasa\ nominal) / (1 + inflación) - 1$$

3. Contextualización

3.1 PyME

Se considera PyME a toda empresa que no es grande y se encuadra en los límites definidos por cada país. Los principales criterios utilizados para este encuadre son los de facturación y cantidad de empleados.

La web oficial del gobierno argentino (www.argentina.gob.ar, 2023) define como micro, pequeña o mediana empresa a aquella que realiza sus actividades en el país, en los sectores de servicios, comercial, industrial, agropecuario, construcción o minero. Puede estar integrada por una o varias personas y su categoría se establece de acuerdo con la actividad declarada, por el criterio que le corresponda.

Según cual sea el sector en el que la empresa se encuadre por la actividad que desarrolla, es que se la considerará en alguna de las tres categorías de PyME (micro, pequeña, mediana) con el criterio de ventas totales anuales o cantidad de empleados según cuál de los dos criterios corresponda a cada sector.

Para tener noción de la importancia del sector PyME, en Argentina el 83% de las empresas son de la categoría micro, el 16,8% pequeñas y medianas y tan solo el 0,2% son grandes (www.gpsemillas.produccion.gob.ar, 2023). Estos porcentajes pueden variar según la evolución de los criterios que las enmarcan y el momento en que se tome la medición, pero a grandes rasgos tanto en la Argentina como en la mayoría de los países de la región, podemos afirmar que alrededor del 98% del tejido empresarial está conformado por PyMEs.

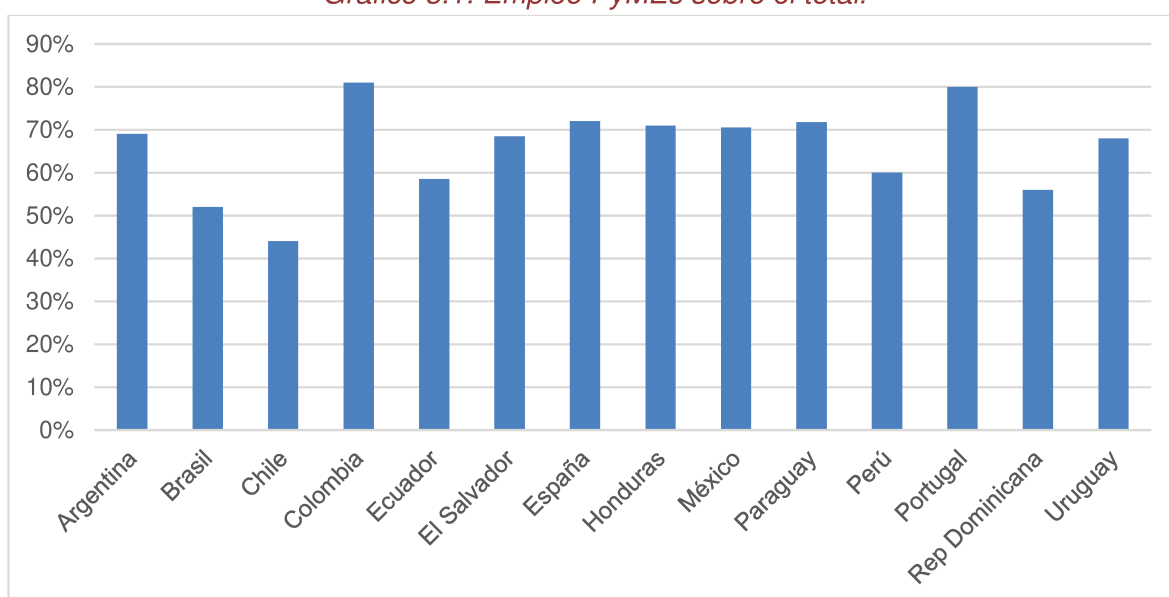
Cuadro 3.1 Porcentaje de PYMES sobre el total del sector empresarial.

País	Porcentaje
Argentina	98,08%
Bolivia	98,00%
Brasil	98,10%
Chile	98,40%
Colombia	96,00%
Ecuador	99,52%
El Salvador	99,30%
España	99,90%
México	99,80%
Nicaragua	99,34%
Paraguay	99,00%
Perú	99,50%
Portugal	99,90%
República Dominicana	97,70%
Uruguay	99,45%

Fuente: Ignacio Orueta (2017). La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica (p. 39).

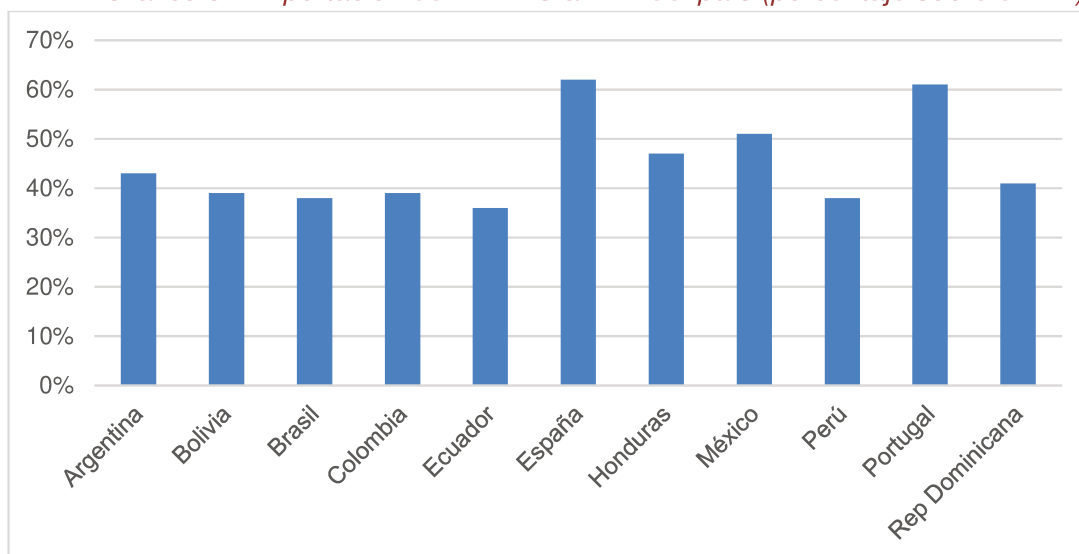
En cuanto a la generación de empleo, las PyMEs siguen ocupando un lugar preponderante siendo las principales generadoras de empleo tanto en Argentina como en la mayoría de los países de la región. Pero a la hora de analizar el aporte de las PyMEs al PBI vemos que los porcentajes bajan notablemente. El aporte de las PyMEs al PBI podría ser mayor en la media no únicamente de que se promueva la creación de más PyMEs, sino de políticas que faciliten y promuevan el crecimiento de estas, como ser el financiamiento, la seguridad jurídica, políticas laborales adaptadas, etc. De todo esto podemos concluir que potenciar el crecimiento de las PyMEs tiene una gran trascendencia para la generación de empleo y para el crecimiento de la economía, lo que debería llevar a políticas públicas que incentiven y faciliten el crecimiento y productividad de estas.

Gráfico 3.1. Empleo PyMEs sobre el total.



Fuente: Ignacio Orueta (2017). La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica (p. 48).

Gráfico 3.2. Aportación de PYMES al PIB del país (porcentaje sobre el PIB)



Fuente: Ignacio Orueta (2017). La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica (p. 49).

A la hora de analizar la composición del universo de las PyMEs, con la siguiente tabla se observa que las PyMEs se concentran mayormente en los rubros de comercio y servicios. En la Argentina el mayor porcentaje corresponde al rubro servicio, seguido de comercio y muy por debajo el sector industrial. A la hora de analizar la estructura de capital y el acceso al crédito, el rubro al que pertenece cada PyME cobra particular importancia ya que suele estar asociado a similares características en cuanto a necesidades de bienes de capital y otros factores de importancia para el análisis. Se ahondará en este aspecto cuando se analice la estructura de capital.

Cuadro 3.2. Porcentaje de las PyMEs por sector económico.

País	Comercio	Servicios	Industria
Argentina	28,10%	46,64%	9,75%
Brasil	53,40%	24,50%	22,50%
Chile	32,70%	21,70%	27,60%
Colombia	57,00%	38,00%	12,00%
Ecuador	37,00%	41,00%	8,00%
España	23,96%	57,06%	6,20%
Honduras	53,70%	24,10%	14,90%
Nicaragua	17,94%	33,24%	32,95%
Paraguay	54,00%	35,00%	11,00%
Perú	39,00%	38,00%	16,00%
Rep. Dominicana	41,80%	40,20%	18,00%

Fuente: Ignacio Orueta (2017). La financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica (p. 51).

Por la relevancia que el sector PyME tiene según los números propuestos, podemos concluir que dicho sector merece una especial atención, lo cual en ocasiones contrasta con la realidad donde no se encuentran los suficientes incentivos laborales, financieros y fiscales que podrían impulsar el desarrollo del sector. A esto se suman las dificultades propias de las pequeñas empresas como son la alta informalidad, la asimetría de información y la falta de profesionalización en la gestión de estas.

La falta de profesionalización en las pequeñas empresas es muy habitual. Un estudio realizado en la ciudad de Bahía Blanca refleja que el 57% de las PyMEs no cuentan con un profesional en ciencias económicas en su plantilla sino solo con el asesoramiento de un contador externo (Briozzo et al., 2014).

Como se analizará en los próximos apartados la toma de decisiones en cuanto a la gestión financiera de una PyME puede tener un alto impacto en su rentabilidad y por consiguiente en su eficiencia y sustentabilidad agregando así un mayor valor.

3.2 Mercado crediticio para PyMEs en Argentina

3.2.1 Los problemas de información y el crédito a las PyMEs

Debemos entender que el universo de las PyMEs abarca realidades muy diversas en espacial las denominadas microempresas tienen un nivel de formalidad y estructura muy reducido a diferencia de PyMEs de mayor tamaño que ya suelen contar con información contable y estructura más sólida para enfrentar los requisitos de los oferentes de crédito. A su vez las PyMEs suelen ser más vulnerables al contexto macroeconómico entre otros factores porque cuentan con menos herramientas que las grandes empresas para superar las crisis.

A diferencia de las grandes empresas las PyMEs suponen un mayor riesgo para los proveedores de crédito por la asimetría de información propia de las PyMEs, las cuales cuentan con menor información dura en relación con las grandes empresas que están mayormente reguladas a este respecto. Estas por su lado buscan ocultar el riesgo propio para acceder a mejores condiciones. Por otro lado, los oferentes de crédito buscan garantías sobre la información suministrada o garantías reales. Cuando esto no es suficiente los plazos, montos y tasas terminan reflejando esa asimetría siendo en muchos casos inviables o insuficientes económicamente para las PyMEs.

Esta encrucijada puede ser solventada por intervenciones del estado con líneas de crédito de tasa subsidiada, o mediante diversos mecanismos como ser las Sociedades de Garantía

Recíproca que, si bien agregan un intermediario más, con los costos que ello supone, logran reducir considerablemente la asimetría y por tanto compensan su costo de intermediación con las mejores condiciones a las que abren acceso.

3.2.2 SGR como facilitador.

Como informa la web del gobierno argentino:

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) tienen como objetivo facilitar el acceso al crédito a las MiPyMEs, otorgando garantías que mejoran sus condiciones de financiamiento en las entidades financieras, mercado de capitales, organismos públicos y proveedores. Cuando una MiPyME recibe una garantía de una SGR, puede negociar con los acreedores un crédito, cheque o pagaré a una mejor tasa, tanto para inversiones productivas o capital de trabajo (<https://www.argentina.gob.ar>, 2023).

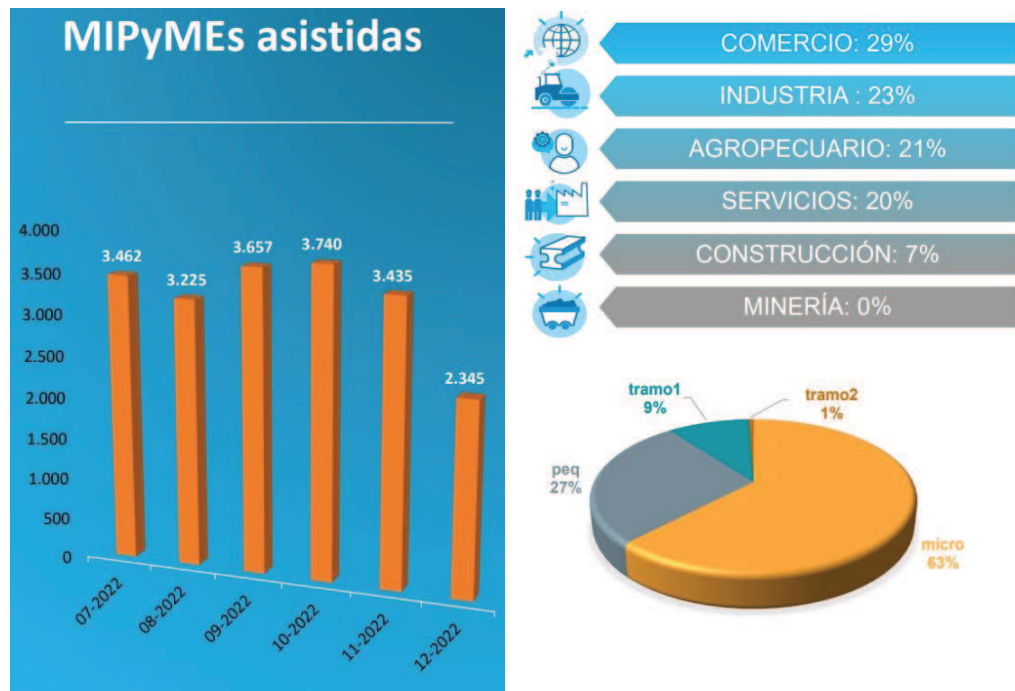
Como se pudo constatar en la comunicación personal con Garantizar SGR (anexo 13), las mismas se conforman por los aportes de los socios protectores, quienes, cumpliendo los requisitos establecidos, tienen un beneficio fiscal ya que pueden deducir de ganancias los aportes que realicen. Por tanto, la figura de las SGR es un claro caso de cooperación público-privada en beneficio de las PyMEs. En la práctica el resultado es que se les permite a las PyMEs acceder al mercado crediticio con menores costos debido a que el acreedor cuenta con el aval de una entidad de alta calificación crediticia y por tanto exige una menor tasa. A su vez la SGR mediante la inversión de los fondos recibidos por los aportantes y la diversificación, logra reducir de manera considerable el riesgo sumado de todas las PyMEs a las que otorga avales generando así un círculo virtuoso que integra a las PyMEs en el mercado crediticio con tasas viables para su desarrollo y capacidad de pago.

Según el informe a diciembre de 2022 sobre el Sistema de Sociedades de Garantía Recíproca en Argentina (www.argentina.gob.ar, 2023), existían un total de 45 SGR autorizadas a funcionar. Y se otorgaron avales por un monto de más de \$332 mil millones para el mismo año, lo que representa un crecimiento del 51% respecto del mismo período del año anterior.

También aumentó la cantidad de PyMEs asistidas en el transcurso del año en un 37% respecto del mismo período del año anterior. El total de PyMEs asistidas en 2022 ascendió a 21.440, de las cuales el 58% (12.450) son nuevas PyMEs. En cuanto a los sectores que acceden a las SGR vemos en primer lugar al comercio seguido por el sector industrial y agropecuario. En cuanto al tamaño de las PyMEs asistidas es de destacar que el 63% son

micro PyMEs, lo que denota la importancia de las SGR en la inclusión financiera de este segmento (www.argentina.gob.ar, 2023).

Gráfico 3.3 PyMEs asistidas por año, sector y tamaño.

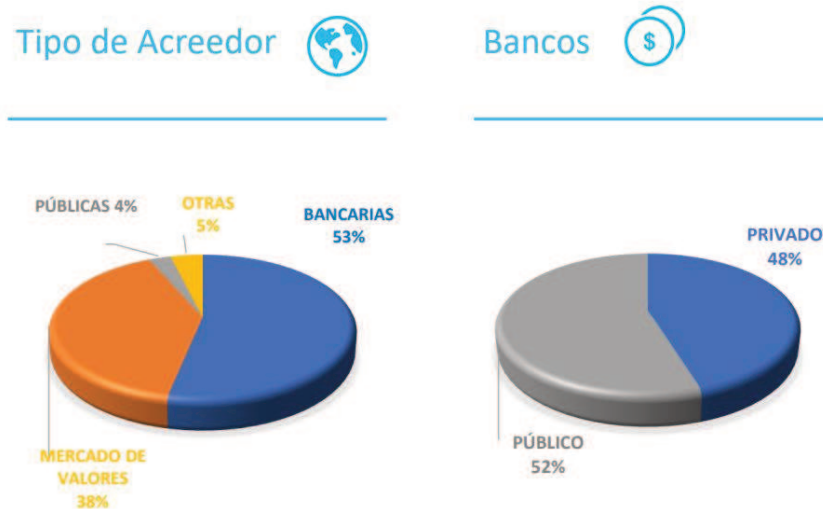


Fuente: Informe diciembre 2022 Sistema de Sociedades de Garantía Recíproca en Argentina (extraído de https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_sgr_12-2022_1.pdf en octubre 2023).

En el siguiente gráfico podemos observar como el principal canal por el que se concretan estos créditos son las entidades bancarias seguidas del mercado de valores.

Gráfico 3.4 Tipo de acreedor que recibe el aval de la SGR.

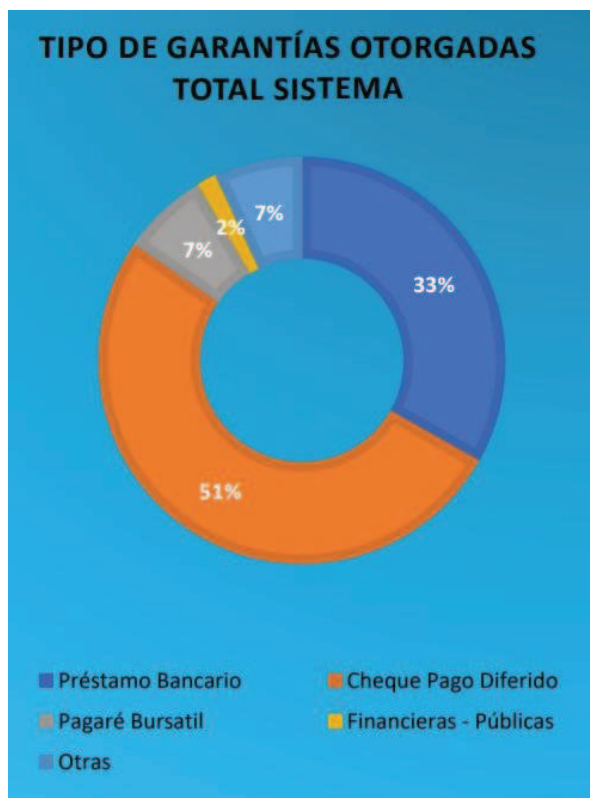
Fuente: Informe diciembre 2022 Sistema de Sociedades de Garantía Recíproca en Argentina (extraído de



https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_sgr_12-2022_1.pdf en octubre 2023).

En cuanto al tipo de crédito que mayormente se dirigen los avales de las SGR vemos como principal destino los descuentos de cheques de pago diferido, siendo estos créditos de corto plazo. Seguido de crédito bancarios tradicionales que apuntan al mediano plazo.

Gráfico 3.5 Tipo de garantías otorgadas.

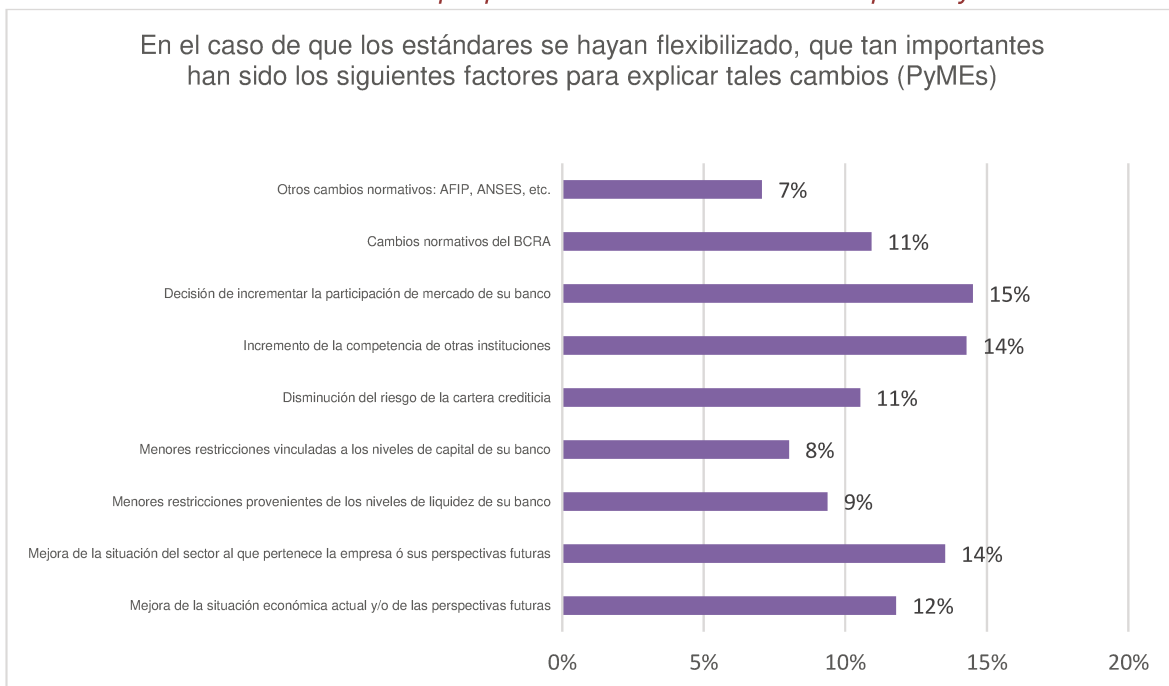


Fuente: Informe diciembre 2022 Sistema de Sociedades de Garantía Recíproca en Argentina (extraído de https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_sgr_12-2022_1.pdf en octubre 2023).

3.2.3 Acceso al crédito.

El mercado de créditos, al igual que en cualquier otro rubro, podemos distinguir al menos dos grandes partes. Por un lado, los oferentes y por otro lado los demandantes. Luego el intercambio entre ambas resultará de la combinación de múltiples variables de ambos lados o externas. En lo que respecta al mercado en cuestión con respecto a las PyMEs, el Banco Central de la República Argentina realiza una encuesta trimestral a los bancos en la que observamos por el lado de la oferta que los principales motivos para flexibilizar los estándares crediticios se encuentran la mejor situación del sector al que pertenecen las PyMEs demandantes, la mayor competitividad entre los oferentes y el objetivo de aumentar la participación de mercado entre los oferentes de crédito.

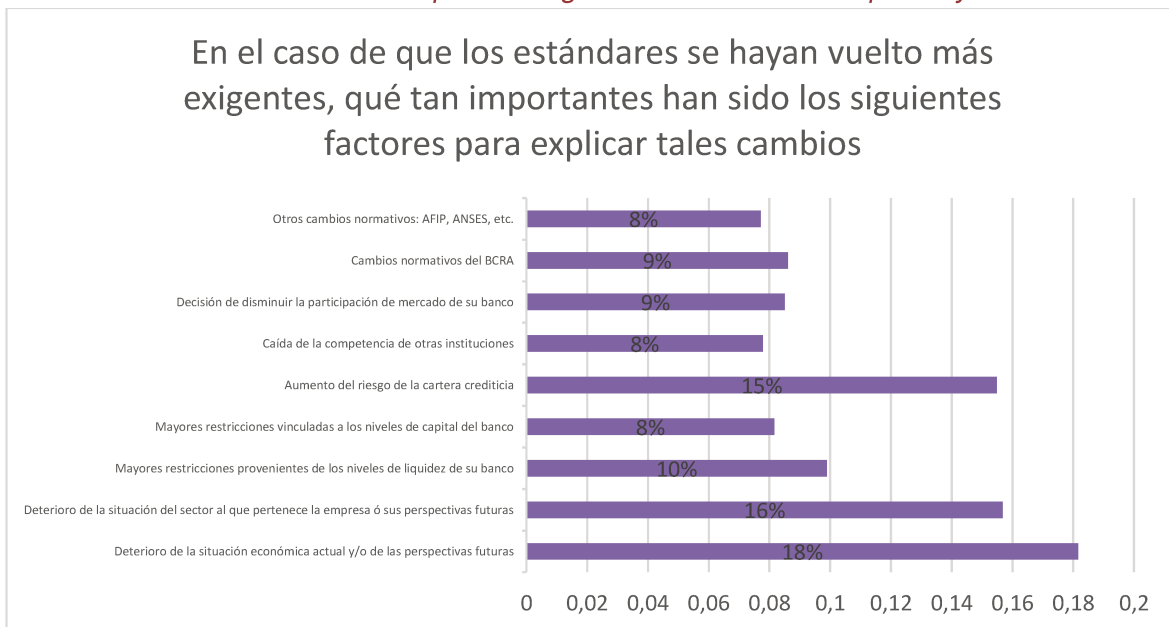
Gráfico 3.6 Factores que potencian la oferta de crédito para PyMEs



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA (extraídos de https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Encuesta_de_condiciones_crediticias.asp en abril 2024).

A la hora de restringir los estándares, los factores más relevantes han sido el deterioro de la economía y del sector con el consiguiente aumento de riesgo.

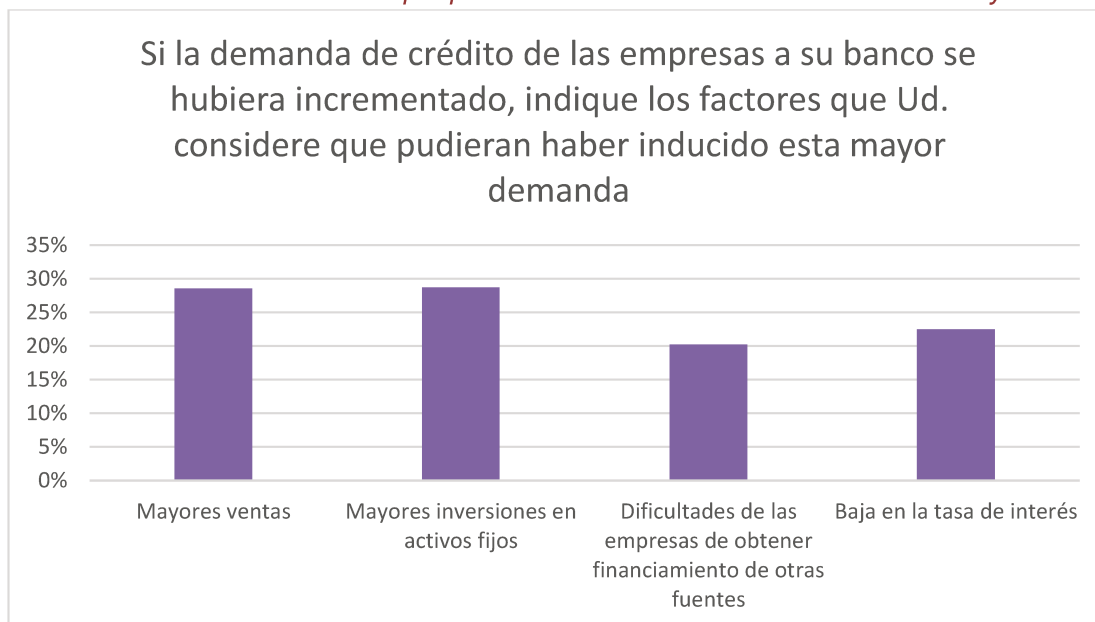
Gráfico 3.7 Factores que restringen la oferta de crédito para PyMEs.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA (extraídos de https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Encuesta_de_condiciones_crediticias.asp en abril 2024).

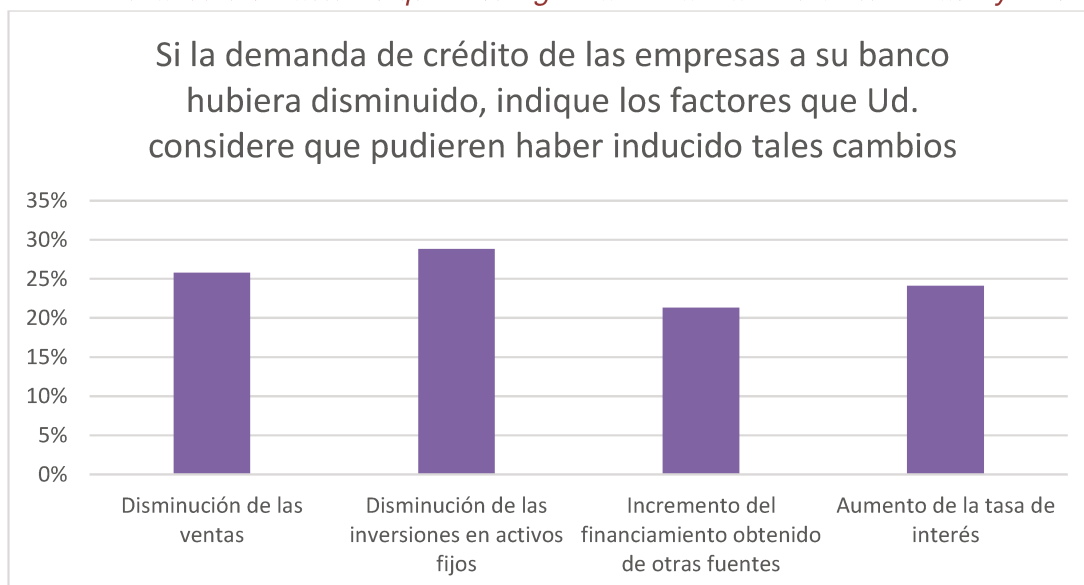
En relación con los principales factores internos de las empresas que afectan en la demanda de créditos destacan la inversión en activos fijos y el comportamiento de las ventas de estas.

Gráfico 3.8 Factores que potencian la demanda de crédito en las PyMEs.



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA (extraídos de https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Encuesta_de_condiciones_crediticias.asp en abril 2024).

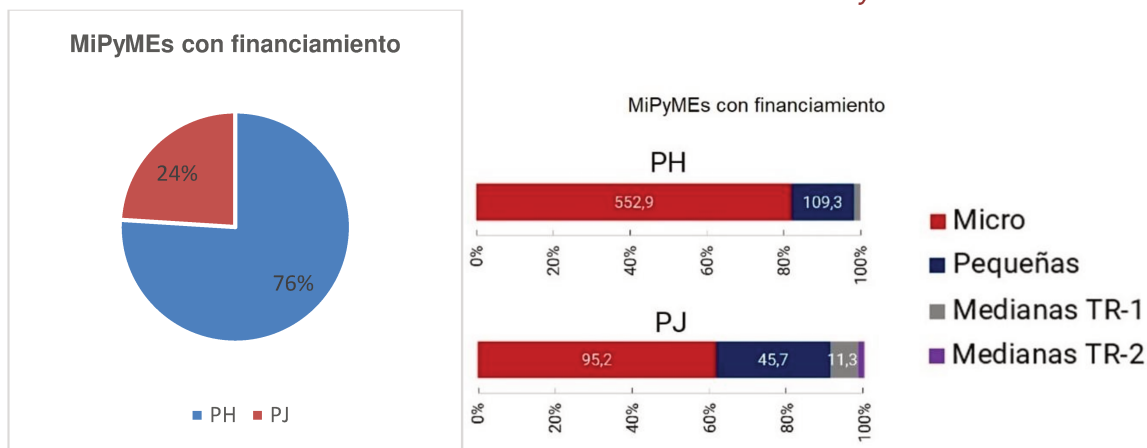
Gráfico 3.9 Factores que restringen la demanda de crédito en las PyMEs



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA (extraídos de https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Encuesta_de_condiciones_crediticias.asp en abril 2024).

Según el informe de inclusión financiera del BCRA, hacia diciembre de 2021 el total de empresas con certificado MiPyME ascendía a 1,6 millones de las cuales 829.000 contaban con financiamiento (52% del total). Del total con financiamiento según muestran los gráficos, las dos terceras partes pertenecen a personas humanas y en torno al 90% a las categorías micro y pequeña empresa.

Gráfico 3.10 Distribución del financiamiento PyME.

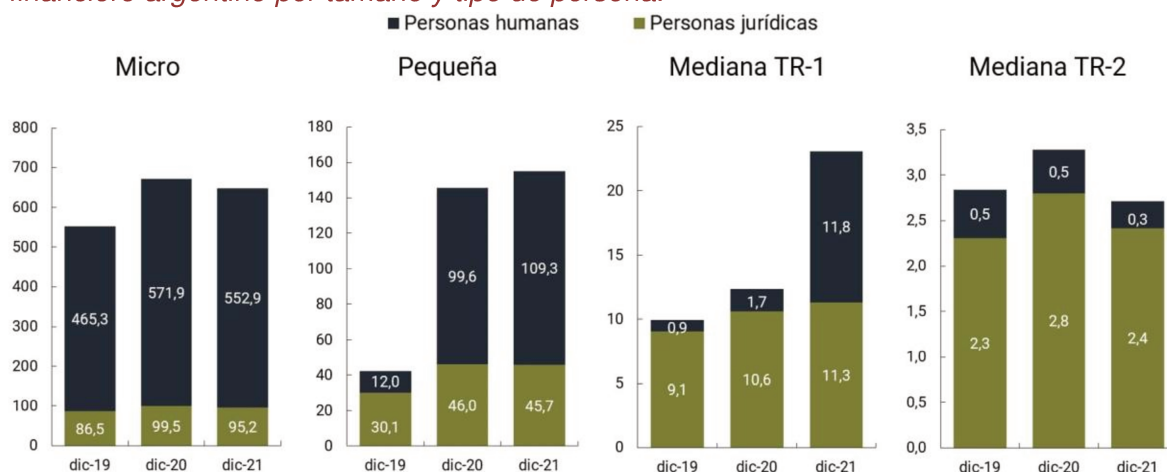


Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA (extraídos de

https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Encuesta_de_condiciones_crediticias.asp en abril 2024).

Aún más relevante es analizar la tendencia del aumento de créditos especialmente en las categorías pequeñas y medianas desde el 2019, especialmente por personas humanas. En la categoría micro, el aumento también es significativo en números absolutos.

Gráfico 3.11 Evolución de la cantidad de empresas con financiamiento del sistema financiero argentino por tamaño y tipo de persona.



Fuente: Banco Central de la República Argentina (extraídos de

https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Encuesta_de_condiciones_crediticias.asp en abril 2024).

A pesar de que las PyMEs como ya se ha mencionado enfrentan mayores obstáculos que las grandes empresas para acceder al crédito, en los últimos años, este segmento ha superado a las grandes empresas en la proporción de créditos en moneda nacional, alcanzando el 54% del total de estos créditos hacia fines del 2022.

Gráfico 3.12 Proporción: crédito PyME/crédito total personas jurídicas (*)



(*) Para la realización del cálculo se consideró solamente el financiamiento en moneda nacional.

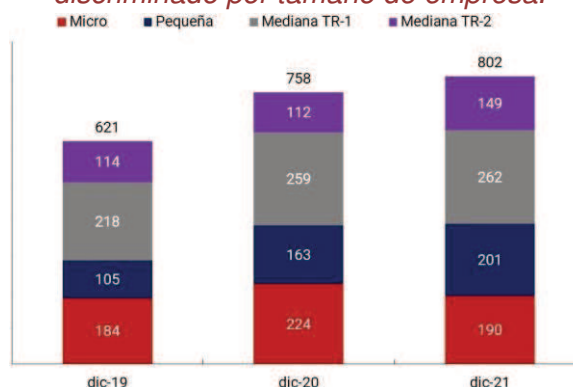
Fuente: Departamento de Estudios Económicos de ADIMRA en base a BCRA (extraído de <https://www.adimra.org.ar/informes-y-comunicados> en abril 2024).

3.2.4 Nivel de endeudamiento del entramado PyME.

Analizando el crédito desde otra variable como ser los saldos en pesos de los créditos otorgados, vemos como las categorías micro y pequeñas pierden el amplio protagonismo que representan en el análisis por unidad de negocio. A su vez como indica el citado informe la mayor parte del saldo de financiamiento de las MiPyMEs está concentrada en personas jurídicas, cuya participación se ubicó en torno al 78% en los últimos 3 años (<https://www.adimra.org.ar>, 2024).

A su vez, teniendo en cuenta que el total del saldo de financiamiento es sobre el 52% de las empresas con certificado MiPyME y teniendo en cuenta el promedio de ventas de cada categoría, podemos concluir que el financiamiento representa una proporción baja en relación con los ingresos de las PyMEs.

Gráfico 3.13 Financiamiento de MiPyMEs con el sistema financiero argentino discriminado por tamaño de empresa.



Saldo en miles de millones de pesos.

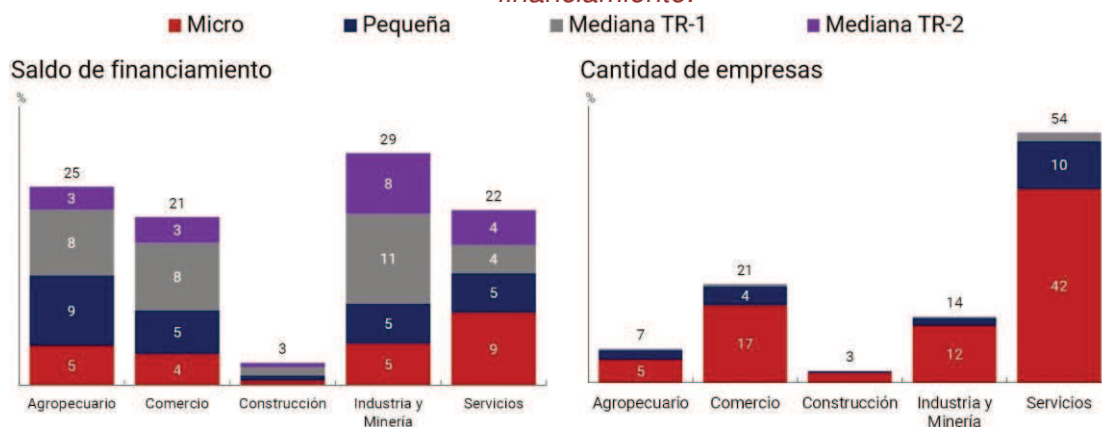
Fuente: Banco Central de la República Argentina (extraídos de

https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Encuesta_de_condiciones_crediticias.asp en abril 2024).

Analizando en su conjunto las variables del presente apartado, podemos confirmar que, si bien el acceso al crédito aumenta de modo positivo sobre todo el sector PyME, por otro lado, vemos que la cuantía de dichos créditos sigue mostrando una baja preponderancia especialmente para las categorías de la base de la pirámide que representan la mayor cantidad de unidades económicas.

Analizando el saldo financiado por sector y la cantidad de PyMEs que conforman cada sector, podemos notar que el sector agropecuario junto con industria y minería absorben el 54% del financiamiento representando solo el 21% del total de empresas. Esto puede explicarse por la mayor necesidad de inversión en activos fijos que estos sectores tienen. Elemento que a su vez facilita el acceso al crédito por ser bienes que pueden representar garantías para los oferentes de créditos.

Gráfico 3.14 Distribución de las empresas MiPyMEs por sector económico y tamaño con financiamiento.

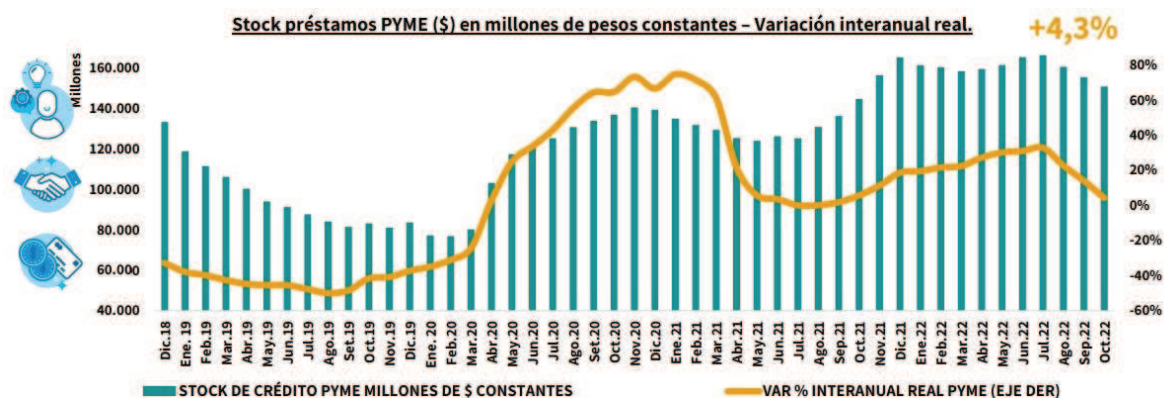


Fuente: Banco Central de la República Argentina (extraídos de

https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Encuesta_de_condiciones_crediticias.asp en abril 2024).

En el siguiente gráfico podemos ver la evolución del crédito en moneda constante, lo que confirma la tendencia creciente del financiamiento a PyMEs.

Gráfico 3.15 Stock préstamos PyME en millones de pesos constantes – variación interanual real.



Fuente: Departamento de Estudios Económicos de ADIMRA en base a BCRA e INDEC (extraído de <https://www.adimra.org.ar/informes-y-comunicados> en abril 2024).

3.2.5 El papel del estado

La PyMEs de menor tamaño y que están en sus primeros años de vida, si bien por estos factores tienen importantes necesidades de financiamiento, paradójicamente estos mismos motivos son las que las dejan fuera del acceso al crédito por parte de las entidades oferentes. Justamente donde se generan las principales asimetrías de información, es donde el estado debe intermediar con programas de incentivos para reducir la brecha y dar mayor acceso al crédito del referido sector PyME.

Como acción concreta se destaca la disposición de Banco Central de la República Argentina, que bajo la Comunicación A 7140 del 15 de octubre de 2020 dispuso que los bancos debían destinar un porcentaje de sus depósitos a créditos con tasas por debajo de las de mercado y que favorecieran la producción. Así es que a dos años de su creación la Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva otorgó \$3.585 miles de millones a más de 350.000 MiPyMEs. Un 86% para capital de trabajo y 14% para los denominados proyectos de inversión. Según informa el BCRA, desde su creación esta línea a bancarizado a más de 15.000 empresas (www.bcra.gob.ar/default.asp, 2024).

A nivel agregado el saldo en pesos de financiamiento bancario a PyMEs (personas jurídicas) fue incrementándose, hasta ponderar a septiembre de 2022 casi 20% del saldo total al sector privado, el 5,6% del activo del sistema financiero y representar 1,7% del PIB (www.bcra.gob.ar/default.asp, 2024).

En esta medida podemos destacar como el estado ha favorecido el otorgamiento de créditos a tasas muy convenientes para las PyMEs. Como contra punto podemos decir que, si bien favorece el acceso al crédito, la medida no resuelve el problema de los bajos montos de los créditos, ya que eso queda a criterio de cada entidad y la medida no resuelve la asimetría de información y por tanto la baja calificación a la que acceden las PyMEs, en especial las de menor tamaño.

3.2.6 Financiación bancaria

Como indica Orueta en su publicación sobre la escasa financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los agentes financieros en Iberoamérica (2017), en la Argentina hacia el año 2014:

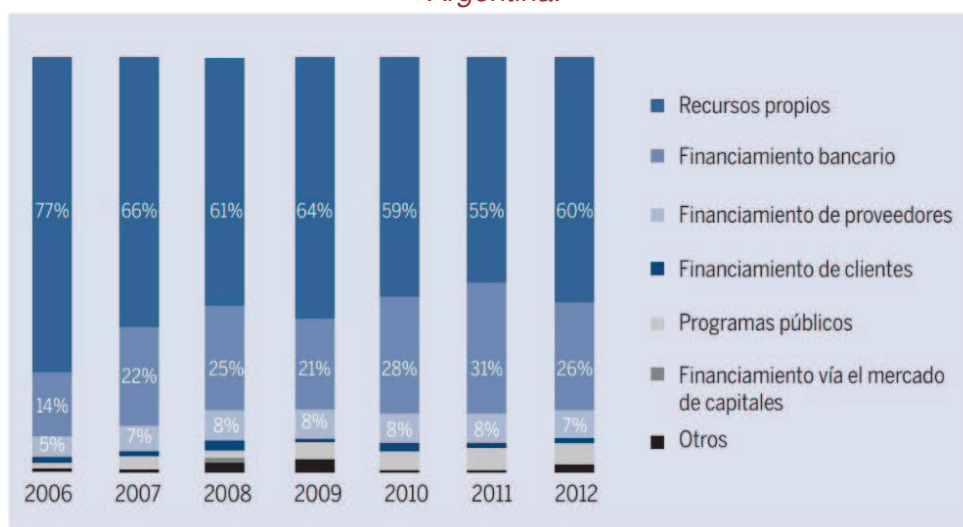
La principal fuente de financiamiento de las PYMES industriales son los recursos propios (el 63% del monto total de inversiones es autofinanciado), seguida del financiamiento bancario (explica el 27% de las inversiones) y, en menor medida, el financiamiento por medio de programas públicos (4%) y el de proveedores (3%).

Según indica el mismo informe hacia el año 2015 el 15% del financiamiento privado estaba representado por las PyMEs.

El predominio de capital propio es un signo de lo sacrificado que es para las PyMEs financiarse, teniendo que hacerlo en su mayoría con la reinversión de utilidades, implicando esto en muchos casos un techo muy bajo para el crecimiento y desarrollo de estas.

El siguiente gráfico muestra que, en la Argentina, el crédito proporcionado por las entidades oferentes de financiamiento está cubierto en mayor medida por el sector bancario y muy incipientemente por el mercado de capitales.

Gráfico 3.16 Fuentes de financiamiento de las inversiones de las PYMES industriales en Argentina.



Fuente: Encuesta Estructural a PYMES industriales, 2007-2012. Fundación Observatorio PyME. Argentina (Extraído de <https://www.observatoriopyme.org.ar/novedades-/necesidades-y-fuentes-de-financiamiento-de-las-pyme-industriales-en-abril-2024>).

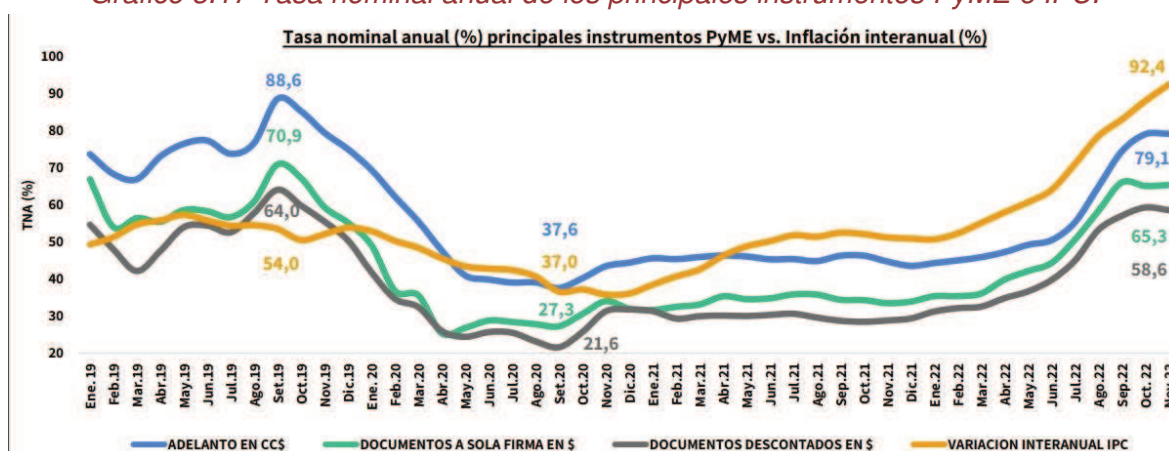
En lo que respecta al financiamiento bancario, que representa la principal fuente de financiamiento para las PyMEs luego del capital propio, en noviembre del 2022 según informa ADIMRA en su informe de financiamiento PyME de diciembre de 2022, el 78,6% del total de montos financiados por bancos a PyMEs estuvo concentrado en tres instrumentos (www.observatorioPyME.org.ar, 2024):

- Descuento (cesión) de documentos (\$ 170.521 millones): 42,9%. Mismo nivel que noviembre del 2021.
- Adelanto en cuenta corriente: 18,1% (\$ 72.144 millones). + 1% interanual a precios constantes.
- Préstamos a sola firma: 17,6% (\$ 70.098 millones). - 30% interanual a precios constantes.

En base a esta información podemos concluir que agotada la capacidad de autofinanciamiento de las PyMEs con recursos propios más el financiamiento que obtienen de su operatoria con clientes y proveedores la variedad de recursos es bastante reducida y se concentra en estos tres instrumentos bancarios, de los cuales los dos primeros son financiación de corto plazo. Si bien el crédito de corto plazo suele ser más costoso, a partir de mediados del 2021 presentan tasas por debajo del nivel de inflación, lo que los hace más atractivos. En este sentido el problema para las PyMEs no es la necesidad de contar con otras herramientas ni su costo, sino el límite para acceder a estos créditos, motivo por el cual las PyMEs que buscan

acrecentar su financiamiento, no eligen solo alguno de ellos sino la combinación de varios, para así obtener un financiamiento neto mayor.

Gráfico 3.17 Tasa nominal anual de los principales instrumentos PyME e IPC.



Fuente: ADIMRA (extraído de <https://www.adimra.org.ar/informes-y-comunicados> en abril 2024).

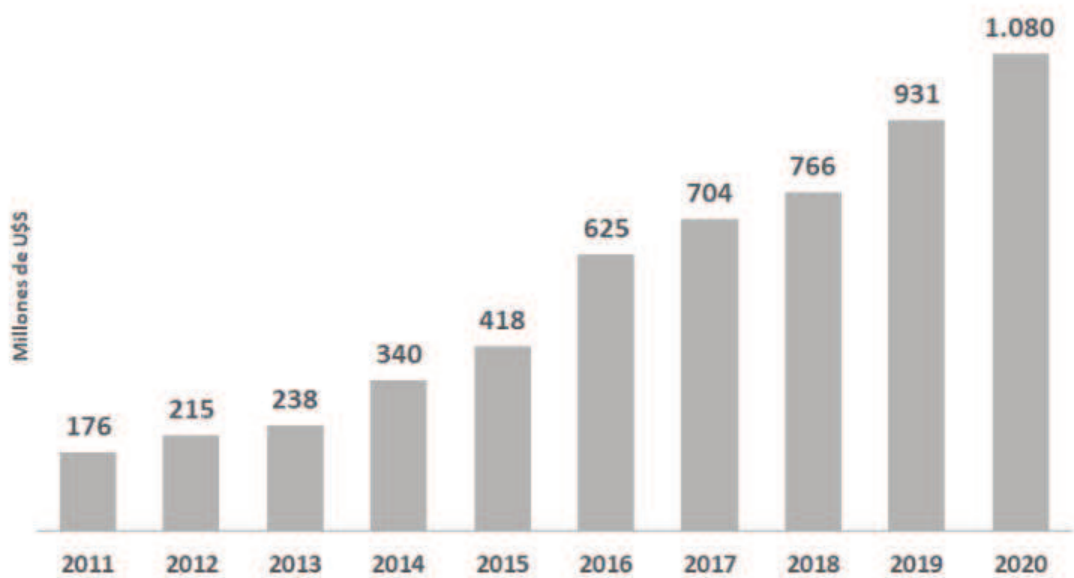
Al precedente gráfico, podemos agregar que, bajo el programa de la Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva, las tasas son algo más competitivas que la de los documentos a sola firma y los adelantos en cuenta corriente, con el agregado que estas tasas son para créditos a mayores plazos y por tanto más convenientes en un contexto inflacionario. A noviembre de 2022 y con un plazo de hasta 61 meses, estas tasas eran de 64,5% TNA para inversión productiva y de 74,5% TNA para capital de trabajo. Por inversión productiva se comprende la adquisición de bienes de capital nacionales, construcción y o refacción de infraestructura productiva (www.adimra.org.ar, 2024).

3.2.7 Financiación por el mercado de valores

En lo que respecta al financiamiento vía el mercado de capitales siguen predominando las grandes empresas y aunque es aún, un mercado muy incipiente, se observa una tendencia de crecimiento y desarrollo en cuanto a instrumentos. Podemos destacar en este mercado la preponderancia de la negociación de cheques de pago diferido avalados (CPDA) como principal y más creciente instrumento de financiación para las PyMEs en este mercado. Seguidos por cheques de pago diferido directos, pagarés, obligaciones negociables, fideicomisos financieros y facturas de crédito electrónicas. La factura de crédito electrónica, regulada desde el 2018 es un instrumento aún poco difundido y utilizado en sectores más acotados al igual que los fideicomisos financieros.

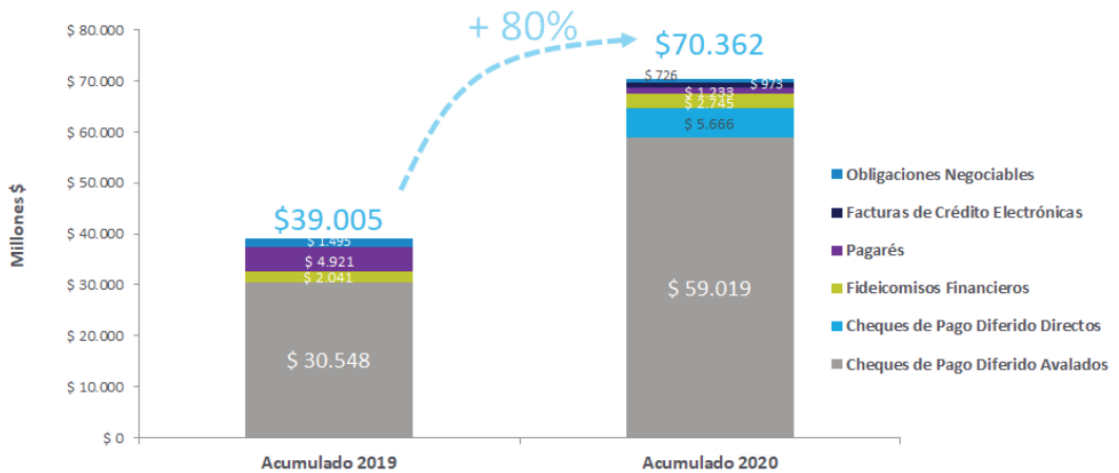
El crecimiento anual sostenido medido en moneda constante promedia el 20% y manifiesta por un lado el potencial de esta incipiente alternativa al tradicional sistema bancario para las PyMEs. En segundo lugar, se constata el poder impulsor del crédito para las PyMEs.

Gráfico 3.18 Evolución del financiamiento PyME en el mercado de valores en los últimos 10 años.



Fuente: Comisión Nacional de Valores (extraído de https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_trimestral_pyme_primer_trimestre_2020_definitivo_v2.pdf en abril 2024).

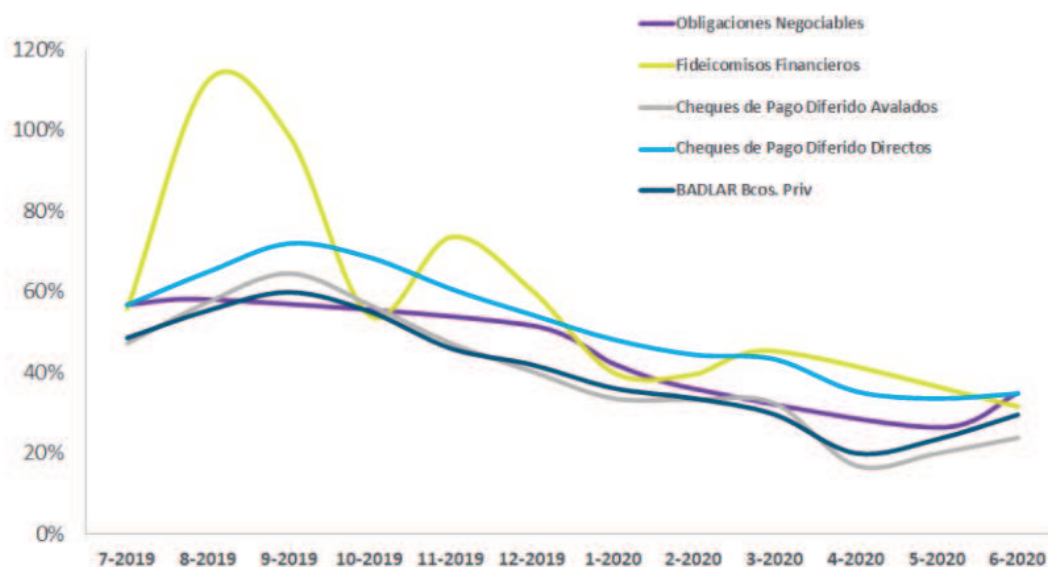
Gráfico 3.19 Monto e instrumentos del financiamiento PyME. Acumulado Enero – Junio.



Fuente: Comisión Nacional de Valores (extraído de https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_trimestral_pyme_primer_trimestre_2020_definitivo_v2.pdf en abril 2024).

Vale destacar que el descuento de cheques de pago diferido es el principal instrumento utilizado por las PyMEs para financiarse tanto en el sistema bancario como en el mercado de valores.

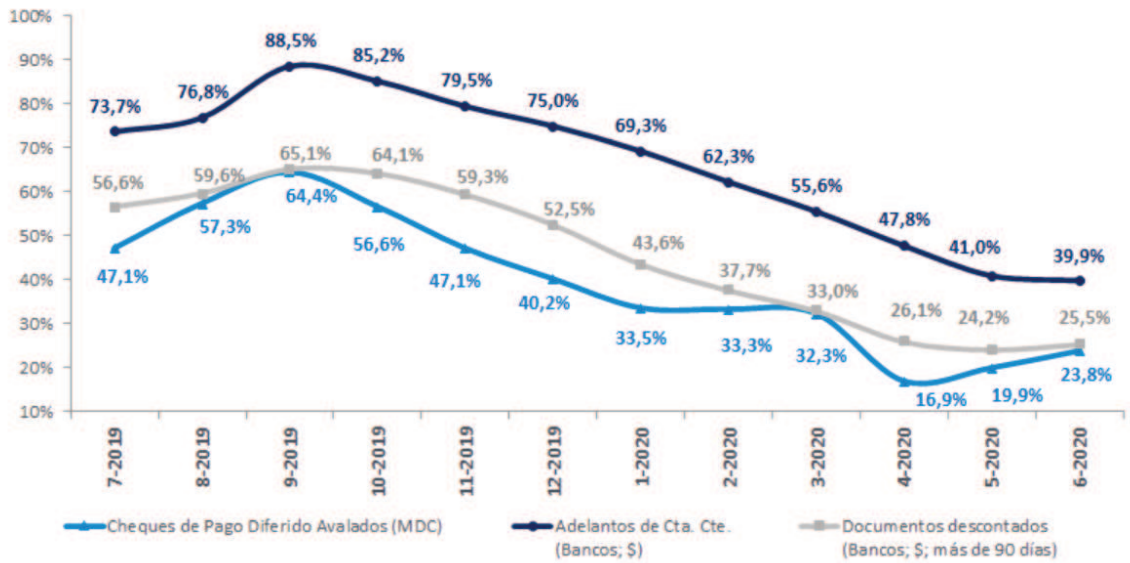
Gráfico 3.20 Evolución de las tasas de interés nominales por instrumento PyME en el mercado de valores.



Fuente: Comisión Nacional de Valores (extraído de https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_trimestral_pyme_primer_trimestre_2020_definitivo_v2.pdf en abril 2024).

Analizando el costo del financiamiento a través del descuento de cheques de pago diferido para el período julio 2019-junio 2020 observamos tasas levemente más competitivas en el mercado de valores que en el sistema bancario. Más allá del período analizado y de la fluctuación de las tasas, parece claro que las PyMEs no están dejando de lado el mercado de valores como vía de financiamiento, no solo por poder resultarles económicamente más conveniente en algunos períodos sino porque en la generalidad de los casos la diversificación de vías de financiamiento puede suponer un aumento en el volumen de financiación que al que se podría obtener por una sola vía.

Gráfico 3.21 Evolución de las tasas de descuento PyME en el mercado de capitales (MDC) vs productos bancarios.



Fuente: Comisión Nacional de Valores (extraído de https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_trimestral_pyme_primer_trimestre_2020_definitivo_v2.pdf en abril 2024).

4. Desarrollo aplicado

4.1 Información del caso aplicado “La Celia”

Tal como se menciona en la introducción, La Celia es una PyME de actividad comercial mayorista de la industria cárnica en el mercado local. En este apartado se pretende analizar los conceptos descritos en el marco conceptual y en la contextualización. Para ello vale hacer una breve descripción del caso.

Teniendo en cuenta los criterios de facturación y cantidad de empleados, la empresa estaría entre las categorías de micro y pequeña empresa. En lo que respecta a la ubicación temporal si bien la misma inicia sus actividades en el 2017, el presente análisis se sitúa en el año 2023, toma como inicio de la base histórica el año 2018 y se proyecta hasta el año 2025.

Cuadro 4.1 Períodos de análisis de La Celia.

Base histórica					Proyectado		
2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025

Fuente: elaboración propia.

Al ser la empresa de tipo unipersonal, no cuenta con balances públicos. Este hecho da origen a la asimetría de información que impide contar con información fehaciente y clara para el análisis financiero. Para subsanar dicho problema, se relevó la información disponible y se realizaron los estados de situación patrimonial del modo más correcto para el análisis del presente trabajo.

Cuadro 4.2 Estado de Situación Patrimonial y de Resultados sin deflacionar 2018-2022.

Estado de Situación Patrimonial	2018	2019	2020	2021	2022
Caja y Banco	\$ 338.984	\$ 802.561	\$ 1.409.243	\$ 2.713.385	\$ 5.385.757
Cuentas por cobrar	\$ 823.772	\$ 1.950.323	\$ 2.924.636	\$ 5.603.862	\$ 10.657.933
Mercadería	\$ 890.500	\$ 1.443.661	\$ 2.802.716	\$ 5.489.412	\$ 10.750.181
Rodados	\$ 1.416.960	\$ 1.634.463	\$ 1.483.003	\$ 1.118.926	\$ 0
Activo	\$ 3.470.216	\$ 5.831.009	\$ 8.619.598	\$ 14.925.585	\$ 26.793.871
Prestamo rodado	\$ 697.501	\$ 517.150	\$ 288.892		
Prestamo bancario capital de trabajo			\$ 1.000.000	\$ 500.000	
Proveedores	\$ 857.811	\$ 1.380.673	\$ 1.964.357	\$ 3.969.587	\$ 8.163.919
Pasivo	\$ 1.555.313	\$ 1.897.823	\$ 3.253.249	\$ 4.469.587	\$ 8.163.919
Capital inicial	\$ 1.107.000	\$ 1.702.566	\$ 2.317.192	\$ 3.496.643	\$ 6.811.461
Resultados no asignados	\$ 0	\$ 807.903	\$ 2.230.620	\$ 3.049.157	\$ 6.959.355
Resultados del ejercicio	\$ 908.971	\$ 1.968.155	\$ 4.069.249	\$ 7.321.407	\$ 13.327.698
Retiro de resultados	-\$ 101.068	-\$ 545.439	-\$ 3.250.711	-\$ 3.411.210	-\$ 8.468.561
Patrimonio Neto	\$ 1.914.903	\$ 3.933.186	\$ 5.366.350	\$ 10.455.998	\$ 18.629.953
Total Pasivo + Patrimonio Neto	\$ 3.470.216	\$ 5.831.009	\$ 8.619.598	\$ 14.925.585	\$ 26.793.871

Estado de Resultados	2018	2019	2020	2021	2022
precio promedio	\$ 106	\$ 172	\$ 243	\$ 453	\$ 799
Kg vendidos	\$ 168.009	\$ 198.198	\$ 249.058	\$ 253.492	\$ 262.387
Ventas de mercadería	\$ 17.854.330	\$ 34.056.159	\$ 60.405.714	\$ 114.931.340	\$ 209.523.440
Costo de mercadería vendida	\$ 14.469.063	\$ 27.422.489	\$ 47.860.132	\$ 91.587.250	\$ 168.147.593
Resultado bruto	\$ 3.385.267	\$ 6.633.670	\$ 12.545.582	\$ 23.344.090	\$ 41.375.846
Sueldos, cargas sociales y Comisiones	\$ 754.912	\$ 1.451.783	\$ 2.230.702	\$ 4.255.310	\$ 8.167.050
Servicio de almacenamiento	\$ 127.660	\$ 383.763	\$ 788.077	\$ 1.318.219	\$ 3.621.583
Gastos vehiculares	\$ 167.421	\$ 258.465	\$ 572.143	\$ 1.276.432	\$ 842.544
Otros gastos directos	\$ 89.962	\$ 113.413	\$ 252.877	\$ 1.511.655	\$ 1.349.119
Amortizaciones	\$ 354.240	\$ 544.821	\$ 741.502	\$ 1.118.926	\$ 2.179.668
Impuestos provinciales	\$ 369.409	\$ 884.495	\$ 1.463.042	\$ 2.963.220	\$ 5.994.096
Gastos directos	\$ 1.863.605	\$ 3.636.740	\$ 6.048.342	\$ 12.443.761	\$ 22.154.060
Resultado neto antes impuestos e intereses	\$ 1.521.662	\$ 2.996.929	\$ 6.497.240	\$ 10.900.329	\$ 19.221.787
Intereses de deuda	\$ 223.132	\$ 185.279	\$ 684.027	\$ 441.176	\$ 182.218
Resultado neto antes impuestos	\$ 1.298.530	\$ 2.811.650	\$ 5.813.213	\$ 10.459.153	\$ 19.039.568
Imp. Ganancias	\$ 389.559	\$ 843.495	\$ 1.743.964	\$ 3.137.746	\$ 5.711.870
Resultado neto	\$ 908.971	\$ 1.968.155	\$ 4.069.249	\$ 7.321.407	\$ 13.327.698

Fuente: elaboración propia.

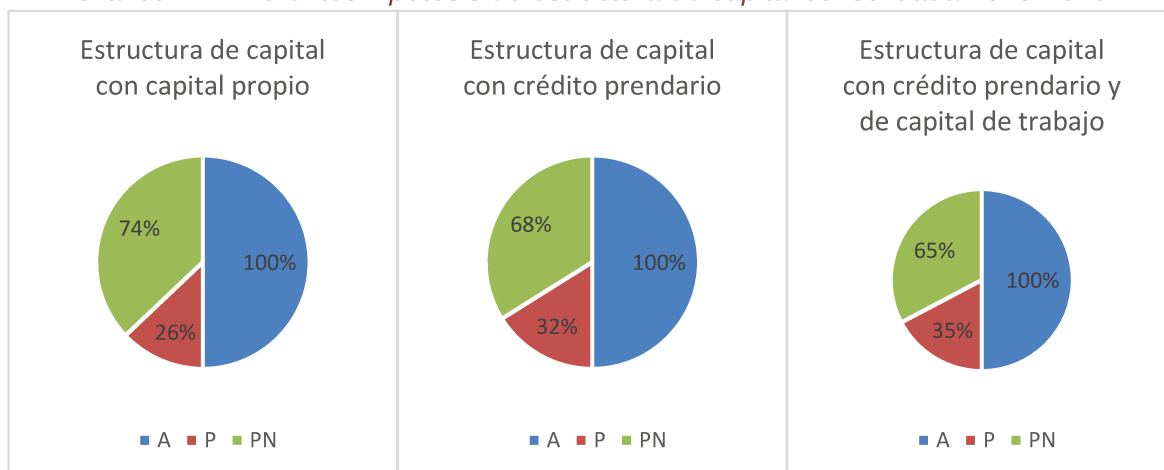
Para el período 2018 a 2022 La Celia toma dos créditos, uno para financiar un rodado en 2018 a 4 años con sistema de amortización francés a una tasa efectiva anual del 26,56% siendo la inflación de ese año 47,1%. Y otro crédito para capital de trabajo en 2020 a tres años con sistema de amortización alemán a una tasa efectiva anual del 36,44% siendo la inflación de ese año 34,1%. En el anexo 1 y 2 se exponen el flujo de ambos créditos.

A comienzos del 2023 ya se encuentran cancelado los dos créditos del período de datos históricos. Además, en 2023 como necesidad para sostener el crecimiento en ventas se adquiere un nuevo rodado.

Por tanto, para esta proyección de tres años se establecen 3 posibles hipótesis en cuanto a la estructura de capital:

1. La primera consta en no tomar ningún crédito, por tanto, implica absorber las necesidades de fondos con reinversión de resultados no asignados.
2. En la segunda hipótesis, se toma un crédito prendario a tasa fija sobre el nuevo rodado.
3. Y en la tercera, además del crédito prendario, se contrata otro para financiar capital de trabajo.

Gráfico 4.1 Diferentes hipótesis de estructura de capital consolidada 2023-2025.



Fuente: elaboración propia.

A su vez, estas tres hipótesis de estructura de capital se analizan bajo tres escenarios en cuanto a nivel de ventas e inflación para los tres años proyectados. De este modo se puede estimar el impacto en la rentabilidad según como se combinen las diversas variables bajo análisis.

- Pesimista: tomado las ventas por debajo de la tendencia de crecimiento e inflación superior a la esperada por el mercado.
- Base: tomado las ventas según tendencia de crecimiento e inflación esperada por el mercado.
- Optimista: tomado las ventas por arriba de la tendencia de crecimiento e inflación inferior a la esperada por el mercado.

Cuadro 4.3 Comportamiento de variables bajo análisis.

Escenarios	Ventas	Inflación
Pesimista	↓	↑
Base	=	=
Optimista	↑	↓

Fuente: elaboración propia.

4.2 Determinación de variables

La inflación histórica, que comprende los años 2018 a 2022 es tomada de los indicadores del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) para esos períodos.

La inflación proyectada en el escenario moderado se basa en el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del mes de mayo del 2023 elaborado por el Banco Central

de la República Argentina. Para los otros dos escenarios se estimas tanto por encima como por debajo de esos valores de referencia. Las mismas pueden observarse en el Cuadro 4.3 de más abajo.

Las tasas de interés son las de mercado informadas por la misma entidad a diciembre de 2022 disponibles para PyMEs dentro de los programas de beneficios a tasas subsidiadas tanto para inversión productiva como para capital de trabajo con aval de la SGR. Ambos créditos son tomados a comienzos de 2023 y son a tasa fija, por tanto, la tasa de interés de ambos créditos es la misma para las diversas hipótesis planteadas.

Los flujos de fondos de los diversos períodos tanto históricos como proyectados están severamente distorsionados por las elevadas tasas de inflación, lo cual los hace imposibles de comparar y de elaborar tendencias. Para resolver esta dificultad se deflacionan los flujos de cada año para llevarlos a valores corrientes de inicios de 2018.

Cuadro 4.4 Inflación histórica y proyectada para deflacionar flujos.

2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Escenarios
47,10%	52,90%	34,10%	51,40%	95,20%	160,00%	180,00%	120,00%	Escenario pesimista
					145,00%	115,00%	60,00%	Escenario moderado
					100,00%	85,00%	40,00%	Escenario optimista

Fuente: elaboración propia en base a los datos ya indicados para cada caso.

Podría surgir la pregunta de ¿por qué estipular diversos escenarios de inflación si posteriormente se deflacionan las proyecciones a valores corrientes de 2018? A esta pregunta se podría responder en primer lugar que es razonable establecer diversos escenarios inflacionarios por ser esta una de las variables más difíciles de predefinir y a su vez por tener una correlación negativa con el consumo, ya que los salarios demoran en poder seguir a la inflación por lo que mientras más alta sea esta es razonable estimar un menor volumen de ventas. A su vez como ya se planteó en el marco teórico la inflación puede deteriorar o favorecer a la compañía según como se encuentre su composición patrimonial respecto a los rubros monetarios tanto del activo como del pasivo.

Algunas aclaraciones sobre cómo se proyectan las variables del negocio para los períodos 2023 a 2025:

- El precio promedio de venta de mercadería se actualiza por inflación tomando como base el del año inmediatamente anterior, es por eso por lo que al deflacionar este valor converge a un precio constante similar para los tres años.
- La cantidad de kg vendidos es una de las variables cambiantes junto con la inflación para los tres escenarios planteados. Por lo tanto, se plantea un crecimiento leve del

3% anual para el escenario moderado, un crecimiento del 8% al 10% para el escenario optimista y un decrecimiento del 9% anual para el escenario pesimista.

Cuadro 4.5 Porcentaje de variación de las ventas para cada escenario.

kg ventas	2023	2024	2025
Pesimista	-9,00%	-9,00%	-9,00%
Base	3,00%	3,00%	3,00%
Optimista	8,00%	10,00%	10,00%

Fuente: elaboración propia.

- El costo de la mercadería vendida se calcula sobre el porcentaje promedio histórico del mismo sobre ventas. Al igual que las comisiones sobre ventas. Los demás rubros del resultado se actualizan por inflación.
- Los valores de mercaderías, rodados y capital inicial se actualizan por inflación para mantener sus valores relativos considerando que la empresa ha llegado a un período de estabilidad.
- Las cuentas de caja y banco, clientes y proveedores se proyectan según el porcentaje sobre ventas histórico promedio, por lo cual estos valores varían según los niveles de venta planteados para cada escenario.

En los anexos 3 a 6 pueden observarse los flujos tanto originales como deflacionados para los diversos supuestos de estructura de capital en el escenario moderado.

Cuadro 4.6 Flujos deflacionados 2023-205 para los diversos supuestos de estructura de capital en el escenario moderado.

Estado de Situación Patrimonial	Supuesto capital propio			Supuesto prestamo prendario			Sup. prestamo prendario más capital de trabajo		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Caja y Banco	\$ 578.553	\$ 595.910	\$ 613.786	\$ 578.553	\$ 595.910	\$ 613.786	\$ 578.553	\$ 595.910	\$ 613.786
Cuentas por cobrar	\$ 1.192.997	\$ 1.228.788	\$ 1.265.649	\$ 1.192.997	\$ 1.228.788	\$ 1.265.649	\$ 1.192.997	\$ 1.228.788	\$ 1.265.649
Mercadería	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687
Rodados	\$ 704.695	\$ 528.521	\$ 352.347	\$ 704.695	\$ 528.521	\$ 352.347	\$ 704.695	\$ 528.521	\$ 352.347
Activo	\$ 3.659.932	\$ 3.536.906	\$ 3.415.469	\$ 3.659.932	\$ 3.536.906	\$ 3.415.469	\$ 3.659.932	\$ 3.536.906	\$ 3.415.469
Prestamo rodado				\$ 403.026	\$ 190.679	\$ 80.358	\$ 403.026	\$ 190.679	\$ 80.358
Prestamo bancario capital de trabajo							\$ 0	\$ 189.706	\$ 62.817
Proveedores	\$ 887.466	\$ 914.090	\$ 941.511	\$ 887.466	\$ 914.090	\$ 941.511	\$ 887.466	\$ 914.090	\$ 941.511
Pasivo	\$ 887.466	\$ 914.090	\$ 941.511	\$ 1.290.492	\$ 1.104.769	\$ 1.021.869	\$ 1.290.492	\$ 1.294.475	\$ 1.084.686
Capital inicial	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000
Resultados no asignados	\$ 1.301.317	\$ 2.022.466	\$ 1.872.816	\$ 1.301.317	\$ 1.619.440	\$ 1.682.137	\$ 1.301.317	\$ 1.619.440	\$ 1.492.431
Resultados del ejercicio	\$ 1.662.733	\$ 1.729.758	\$ 1.798.787	\$ 1.430.343	\$ 1.608.851	\$ 1.732.491	\$ 1.430.343	\$ 1.439.538	\$ 1.700.442
Retiro de resultados	-\$ 941.584	-\$ 1.879.409	-\$ 1.947.645	-\$ 1.112.220	-\$ 1.546.154	-\$ 1.771.029	-\$ 1.112.220	-\$ 1.566.548	-\$ 1.612.089
Patrimonio Neto	\$ 2.772.466	\$ 2.622.816	\$ 2.473.958	\$ 2.369.440	\$ 2.432.137	\$ 2.393.600	\$ 2.369.440	\$ 2.242.431	\$ 2.330.783
Total Pasivo + Patrimonio Neto	\$ 3.659.932	\$ 3.536.906	\$ 3.415.469	\$ 3.659.932	\$ 3.536.906	\$ 3.415.469	\$ 3.659.932	\$ 3.536.906	\$ 3.415.469

Estado de Resultados	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
<i>precio promedio</i>	\$ 88	\$ 88	\$ 88	\$ 88	\$ 88	\$ 88	\$ 88	\$ 88	\$ 88
Kg vendidos	\$ 269.860	\$ 277.956	\$ 286.294	\$ 269.860	\$ 277.956	\$ 286.294	\$ 269.860	\$ 277.956	\$ 286.294
Ventas de mercadería	\$ 23.727.416	\$ 24.439.256	\$ 25.172.374	\$ 23.727.416	\$ 24.439.256	\$ 25.172.374	\$ 23.727.416	\$ 24.439.256	\$ 25.172.374
Costo de mercadería vendida	\$ 18.985.722	\$ 19.555.307	\$ 20.141.919	\$ 18.985.722	\$ 19.555.307	\$ 20.141.919	\$ 18.985.722	\$ 19.555.307	\$ 20.141.919
Resultado bruto	\$ 4.741.695	\$ 4.883.949	\$ 5.030.455	\$ 4.741.695	\$ 4.883.949	\$ 5.030.455	\$ 4.741.695	\$ 4.883.949	\$ 5.030.455
Sueldos, cargas sociales y Comisiones	\$ 915.900	\$ 943.378	\$ 971.677	\$ 915.900	\$ 943.378	\$ 971.677	\$ 915.900	\$ 943.378	\$ 971.677
Servicio de almacenamiento	\$ 398.767	\$ 398.767	\$ 398.767	\$ 398.767	\$ 398.767	\$ 398.767	\$ 398.767	\$ 398.767	\$ 398.767
Gastos vehiculares	\$ 92.771	\$ 92.771	\$ 92.771	\$ 92.771	\$ 92.771	\$ 92.771	\$ 92.771	\$ 92.771	\$ 92.771
Otros gastos directos	\$ 148.549	\$ 148.549	\$ 148.549	\$ 148.549	\$ 148.549	\$ 148.549	\$ 148.549	\$ 148.549	\$ 148.549
Amortizaciones	\$ 176.174	\$ 176.174	\$ 176.174	\$ 176.174	\$ 176.174	\$ 176.174	\$ 176.174	\$ 176.174	\$ 176.174
Impuestos provinciales	\$ 634.200	\$ 653.226	\$ 672.821	\$ 634.200	\$ 653.226	\$ 672.821	\$ 634.200	\$ 653.226	\$ 672.821
Gastos directos	\$ 2.366.361	\$ 2.412.865	\$ 2.460.760	\$ 2.366.361	\$ 2.412.865	\$ 2.460.760	\$ 2.366.361	\$ 2.412.865	\$ 2.460.760
Resultado neto antes impuestos e intereses	\$ 2.375.333	\$ 2.471.083	\$ 2.569.696	\$ 2.375.333	\$ 2.471.083	\$ 2.569.696	\$ 2.375.333	\$ 2.471.083	\$ 2.569.696
Intereses de deuda				\$ 331.986	\$ 172.725	\$ 94.708	\$ 331.986	\$ 414.601	\$ 140.493
Resultado neto antes impuestos	\$ 2.375.333	\$ 2.471.083	\$ 2.569.696	\$ 2.043.348	\$ 2.298.358	\$ 2.474.988	\$ 2.043.348	\$ 2.056.483	\$ 2.429.202
Imp. Ganancias	\$ 712.600	\$ 741.325	\$ 770.909	\$ 613.004	\$ 689.507	\$ 742.496	\$ 613.004	\$ 616.945	\$ 728.761
Resultado neto	\$ 1.662.733	\$ 1.729.758	\$ 1.798.787	\$ 1.430.343	\$ 1.608.851	\$ 1.732.491	\$ 1.430.343	\$ 1.439.538	\$ 1.700.442

Fuente: elaboración propia.

4.3 Análisis de alternativas de financiamiento

Con este análisis se pretende observar el impacto de la financiación en la rentabilidad del negocio, es por esto por lo que se mantienen constante las demás variables salvo las incluidas en el análisis de escenarios. **Vale aclarar que el fin de la financiación no se limita a sustituir el uso del capital propio, como en el presente trabajo, sino también aumentar el volumen de los negocios.**

En cuanto a la elección de herramientas de financiación para La Celia en las hipótesis que incluyen endeudamiento más allá del de proveedores, podemos evaluar las siguientes:

- **Obligaciones negociables:** es una de las opciones más versátil de financiamiento ya que es la misma empresa la que confecciona las condiciones al emitirla, pero es apta para personas jurídicas y de un tramo mayor ya que para ser colocadas con éxito en el mercado se requiere mayor respaldo que difícilmente una micro o pequeña empresa pueda obtener.
- **Descuento de cheques:** si bien es una de las herramientas más utilizadas en el mercado, es útil a empresas que tienen un plazo de cobranza más bien largo y

utilizan este mecanismo para obtener financiamiento de corto plazo, aunque a tasas más elevadas que en otras alternativas de crédito. La Celia maneja un plazo promedio de cobranza en torno a los 15 días, por lo que esta herramienta no se justifica. El financiamiento buscado es de mediano plazo para financiar la política de mayor inventario y bienes de capital.

- **Crédito bancario prendario:** es una herramienta muy conveniente desde el punto de vista económico ya que, al tener una garantía real, el riesgo y el costo se reducen simultáneamente. La limitante de esta herramienta es que se reduce a bienes susceptibles de registración prendaria.
- **Crédito bancario para capital de trabajo:** si bien las condiciones de plazo y tasa no son tan ventajosas como las del crédito prendario, es una opción muy apropiada por la flexibilidad para la utilización de los fondos.

Teniendo en cuenta las características de estas alternativas de financiación, las más apropiadas para cubrir las necesidades de La Celia terminan siendo los créditos bancarios, tanto el prendario como el de capital de trabajo.

4.4 Justificación del endeudamiento elegido

El crédito bancario prendario es para La Celia una opción muy adecuada a la hora de equiparse con vehículos para su actividad, ya que son bienes de uso que se amortizarán en el mediano plazo y por tanto se justifica financiarlos con créditos de igual o similar duración. Como beneficio adicional, los programas de subsidio de tasas del gobierno de los últimos años, abarca este rubro y por tanto las tasas suelen estar por debajo de la inflación, siendo en la práctica tasas reales negativas.

El crédito bancario para capital de trabajo, al no contar con un bien registrable como garantía para hacer posible un mayor monto de crédito y una menor tasa, cobra mayor importancia la mediación de una SGR. Si bien esta intermediación de la SGR tiene un costo mínimo, este se ve compensado por la mejor tasa que ofrecen los bancos ante el bajo riesgo. La tasa de los cálculos incluye el costo total del crédito. Este crédito permite a La Celia atender las necesidades de fondos requeridas para inventario y saldos en cuenta corriente.

Para el presente caso se utiliza, tanto en los datos históricos como en los proyectados, endeudamiento bancario a mediano plazo a tasas fijas (anexos 1, 2, 7 y 8). Esta decisión está justificada por las restricciones de acceso al crédito, por la conveniencia de tasas, y por la dinámica propia del negocio en sus necesidades de capital de trabajo.

La interrelación entre inflación, tasas de endeudamiento y rentabilidad, nos ayuda a entender la conveniencia de estos créditos.

En un contexto de alta inflación y una rentabilidad estable sobre valores corrientes, es decir que sigue a la inflación por ser la carne un bien con valores internacionales y demanda con tendencia inelástica. El endeudamiento a tasa fija es menos riesgoso y más rentable siempre y cuando la rentabilidad del negocio sea superior a la tasa de endeudamiento, especialmente en el período inicial, donde la inflación aún no ha deteriorado el endeudamiento y por eso este tiene un mayor peso. Si la rentabilidad del negocio es superior al costo del endeudamiento, entonces este termina siendo redituable. Si a eso se adiciona la depreciación de la deuda por el efecto inflacionario al que el negocio se acopla, esto redunda en un menor costo real del endeudamiento.

Para medir lo indicado en los distintos escenarios planteado contamos tanto con el rendimiento de los activos (ROA), el cual podemos comparar con el costo real del endeudamiento que obtenemos mediante la fórmula de Fisher aplicada a los diferentes escenarios.

Cuadro 4.7 ROA e interés real de endeudamiento.

Esc. Moderado	ROA	ROA	ROA						
Supuestos	Supuesto 1	Supuesto 2	Supuesto 3	inflación	inf. acumulada	i1	i2	r 1	r 2
2023	45,43%	39,08%	39,08%	99,00%	99,00%	75,00%	85,00%	-12,06%	-7,04%
2024	48,91%	45,49%	40,70%	75,00%	248,25%	75,00%	85,00%	-49,75%	-46,88%
2025	52,67%	50,72%	49,79%	51,00%	425,86%	75,00%	85,00%	-66,72%	-64,82%

Esc. Optimista	ROA	ROA	ROA						
Supuestos	Supuesto 1	Supuesto 2	Supuesto 3	inflación	inf. acumulada	i1	i2	r 1	r 2
2023	47,28%	39,98%	39,98%	69,30%	69,30%	75,00%	85,00%	3,37%	9,27%
2024	53,40%	49,06%	42,99%	52,50%	158,18%	75,00%	85,00%	-32,22%	-28,35%
2025	59,81%	57,19%	55,93%	35,70%	250,35%	75,00%	85,00%	-50,05%	-47,20%

Donde:	
Supuesto 1	Estructura de capital sin endeudamiento bancario
Supuesto 2	Estructura de capital con endeudamiento bancario prendario
Supuesto 3	Estructura de capital con endeudamiento bancario prendario de de capital de trabajo
i1	Tasa efectiva anual préstamo prendario
i2	Tasa efectiva anual préstamo capital de trabajo
r 1	Tasa real anual préstamo prendario
r 2	Tasa real anual préstamo capital de trabajo

Fuente: elaboración propia.

Como puede observarse, al ser la inflación superior a los intereses en la mayoría de los casos, el interés real termina siendo negativo.

En los flujos de los créditos (anexos 7 y 8), debe tenerse en cuenta que no están deflacionados, por tanto, en un contexto inflacionario donde las tasas son altas en términos nominales, se genera una imagen distorsionada donde la cuota del primer año más el interés superan el valor del préstamo, lo cual parecería ser antieconómico. El modo correcto de interpretar esto es considerar que el crédito se cobra a comienzos del año, el cual se invierte en la actividad y las cuotas se pagan mensualmente, las cuales en parte van siendo absorbidas por la inflación mensual.

4.5 Composición del pasivo

Teniendo en cuenta el precedente análisis, es que se llega a determinar la composición del pasivo según cada una de las tres hipótesis planteadas. Podemos desagregarlo en:

- **Cuenta proveedores:** está presente en los tres supuestos de estructura de capital propuestos. Es el más económico en cuanto que no devenga intereses, pero como contraparte es de muy corto plazo, ya que el crédito otorgado por los proveedores es en promedio de 15 días, por lo que solo se debería comprar hasta el importe que se pueda realizar en efectivo en ese plazo de tiempo. Es decir que es un financiamiento muy adecuado para las ventas ya pactadas con plazos de cobro equivalentes, pero no es suficiente para una política de mayor stock permanente. Por otro lado, en un contexto inflacionario y con productos estacionales, un modo de resguardarse es con mayor volumen de stock, pero este ya no puede financiarse con el crédito otorgado por los proveedores.
- **Endeudamiento bancario:** el primer crédito presente en los supuestos 2 y 3 consta en la financiación del furgón (bien de uso). El segundo crédito solo presente en el supuesto 3, consiste en la financiación de parte del capital de trabajo, es decir la financiación del stock de mercadería y las cuentas a cobrar a los clientes por ventas. Estos créditos sustituyen la utilización de capital propio para financiar el negocio. Es decir que en ambos casos el activo es el mismo y solo analizamos diversas formas de financiarlo.

Cuadro 4.8 Crédito bancario prendario.

% y capital	100%	\$ 8.000.000
TEA	75%	
Sistema frances		
Plazo 4 años		

cuota	$ah=V0*(ih/(1-(1+ih)^{-n}))$
cuota	\$ 6.716.084

FF	Cap	Int	Cuota	Cap saldo	Iva	C total
1	716.084	6.000.000	6.716.084	7.283.916	1.260.000	7.976.084
2	1.253.147	5.462.937	6.716.084	6.030.769	1.147.217	7.863.301
3	2.193.007	4.523.077	6.716.084	3.837.762	949.846	7.665.930
4	3.837.762	2.878.322	6.716.084	-	604.448	7.320.531

Fuente: elaboración propia.

Cuadro 4.9 Crédito bancario capital de trabajo.

Cap	\$ 9.000.000
TEA	85%
Sistema alemán	
Plazo 3 años	

FF	Cap	Int	Cuota	Cap saldo	Iva	C total
1	3.000.000	7.650.000	10.650.000	6.000.000	803.250	11.453.250
2	3.000.000	2.186.620	5.186.620	3.000.000	229.595	5.416.216
3	3.000.000	1.093.310	4.093.310	-	114.798	4.208.108

Fuente: elaboración propia.

El análisis del riesgo y costo que el endeudamiento genera con el correspondiente impacto en la rentabilidad sobre capital propio invertido es el que nos lleva a concluir la estructura de capital óptimo para esta Micro PyME de la Argentina dentro de sus posibilidades en las tres hipótesis planteadas. Este análisis se aborda en el siguiente apartado.

4.6 Grado de endeudamiento óptimo

En el marco teórico se dejó de manifiesto que el grado de endeudamiento del tejido PyME es bajo, ya sea por restricciones para acceder al mismo, por no ser necesario por la dinámica propia del negocio, o por desconocimiento y desconfianza para utilizar estas herramientas. Pero si por un momento dejamos de lado estos obstáculos y lo analizamos desde un punto de vista económico y de negocio, nos podríamos preguntar ¿cuál es el grado de endeudamiento más adecuado y conveniente para una empresa?, ¿a qué estructura de capital debe apuntar entre capital propio y de terceros?

No existe una respuesta única para estas preguntas, sino criterios para el elegir una determinada estructura de capital. En cuanto a los factores internos nos ubicamos en el contexto de las PyMEs manejadas mayormente de modo personal por sus dueños. En este contexto toma gran relevancia la aversión al riesgo que se tenga, ya que mientras más endeudamiento se tenga es mayor riesgo de insolvencia.

En cuanto al análisis técnico podemos decir que, para determinar la capacidad de endeudamiento de una empresa, es importante considerar varios factores, como los ingresos actuales de la empresa, el grado de madurez de esta, los gastos operativos y su capacidad de generar flujo de efectivo.

De este análisis surgirá la paridad entre los flujos de fondos para la cancelación de un eventual crédito y los flujos de fondos generados por la organización. En ocasiones, más aún en el caso de las PyMEs las dificultades vienen dadas por el breve plazo de los créditos, lo que implica un flujo de amortización más agresivo.

Luego del análisis técnico, debe observarse desde el punto de vista económico. Es decir, analizar el costo de las distintas alternativas de deuda y su impacto en la rentabilidad. La alternativa más favorable desde este punto de vista es la cuenta proveedores que habitualmente surge de acuerdos comerciales, no devenga intereses o suelen ser más bien bajos y está atada a la dinámica propia del negocio.

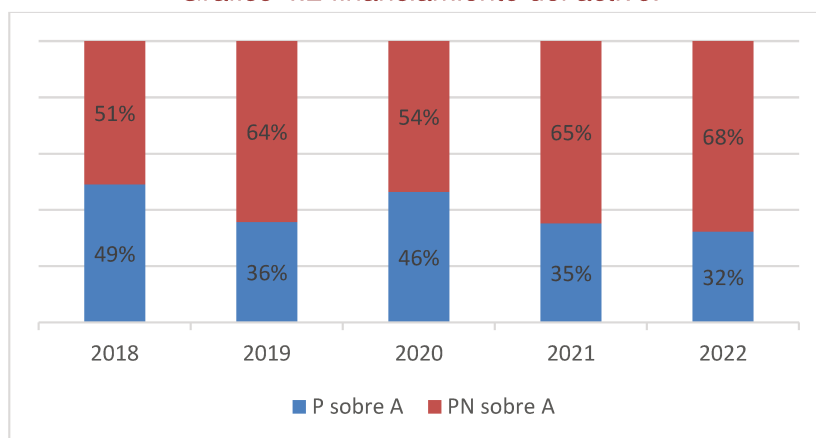
También debe tenerse en cuenta que este análisis se ve afectado por la viabilidad de obtener el financiamiento buscado por las restricciones de los oferentes de crédito para las PyMEs.

Para el presente caso la empresa cuenta con una buena capacidad de generar flujos de efectivo y un nivel bajo de deuda con proveedores libre de intereses. A su vez la empresa comercializa cortes de carne que, por ser un alimento tradicional de la canasta de los argentinos, presenta una demanda con tendencia inelástica por lo que se puede estimar que la empresa será capaz de mantener un flujo de ingresos estables. Bajo este contexto, se está en condiciones de analizar las ratios de endeudamiento tanto históricas como proyectadas para La Celia.

El endeudamiento medido como proporción sobre el activo oscila entre el 32% y el 49% según la contratación y amortización de los dos créditos. Mientras que el PN fluctuó entre el 68% y 51% respectivamente como proporción del activo. Es decir que el pasivo compuesto por proveedores y entidades financieras representó en todos

los períodos una proporción menor al capital propio y siempre por debajo del 50% respecto del total del activo.

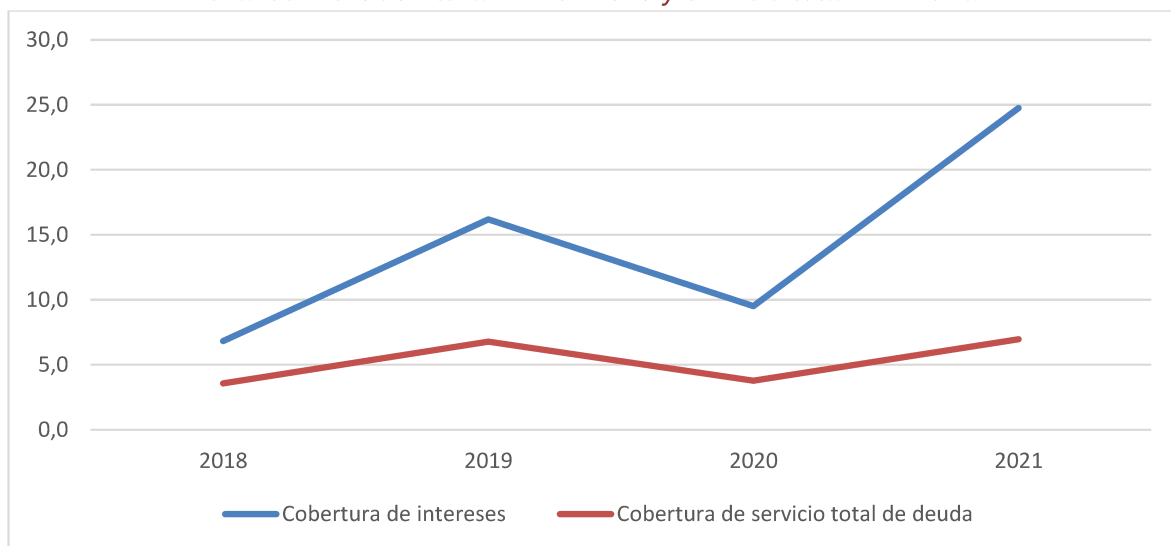
Gráfico 4.2 financiamiento del activo.



Fuente: elaboración propia.

Para completar el análisis de la capacidad de pago cabe estudiar las ratios planteadas en el marco teórico que miden la cantidad de veces que se paga respectivamente los intereses y el servicio total de deuda con las ganancias antes de impuestos e intereses. Siendo como mínimo exigido que ambas ratios representen valores superiores a 1.

Gráfico 4.3 Cobertura de intereses y servicio total de deuda.



Fuente: elaboración propia.

En el gráfico se omite el año 2022 ya que los casi nulos intereses de este período distorsionarían la visibilidad del eje vertical para los demás periodos.

Si bien ambas ratios indican una holgada capacidad de pago, para entender el comportamiento de estos índices debemos entender cómo se ven afectados sus componentes.

Para los períodos 2018 y 2019 el único préstamo vigente es el del rodado y por ser de amortización bajo el sistema francés, la cuota total de ambos períodos es la misma, por tanto la mejora en el indicador de cobertura de servicio total de deuda se debe en parte a que el EBIT es algo mayor en el 2019, siendo este el numerador de la fórmula y en parte a que tanto el capital como los intereses son en parte absorbidos por la tasa de descuento de la inflación que termina reduciendo el denominador de la fórmula. Esto nos muestra de modo gráfico la conveniencia de este tipo de créditos en un contexto inflacionario. En el período 2020 el índice baja nuevamente por ser el período en el que se contrata un nuevo crédito bancario, pero vemos como en los siguientes períodos se repite la misma tendencia por la amortización de los créditos sumado al efecto inflacionario.

Para fines del 2022 La Celia cuenta con la cancelación total de ambos créditos, por lo que se asume que no tendrá obstáculos para la contratación de nuevos créditos. Para los períodos 2023 a 2025 se plantean tres supuestos:

- 1° sin deudas con entidades financieras.
- 2° Un crédito para financiar el rodado.
- 3° Un préstamo para financiar el rodado y otro para destinarlo a cubrir parte del capital de trabajo.

Estos supuestos serán de utilidad para el análisis económico que se abordará más adelante, pero para el análisis de endeudamiento se analizará directamente el tercer supuesto que implica el mayor grado de endeudamiento de los tres, por lo que, si este supuesto se concluye como adecuado y saludable en cuanto al nivel de endeudamiento para los tres escenarios planteados, solo restará hacer el análisis económico para definir la estructura de capital más conveniente.

Cuadro 4.10 Ratios de endeudamiento y cobertura de pago.

Escenario moderado	2023	2024	2025
Endeudamiento sobre PN	67,55%	49,43%	46,66%
Endeudamiento sobre A	40,32%	33,08%	31,82%
Cobertura de intereses	5,5	18,3	39,0
Cobertura de servicio total de deuda	4,2	11,6	19,5

Escenario pesimista	2023	2024	2025
Endeudamiento sobre PN	62,82%	39,79%	34,13%
Endeudamiento sobre A	38,58%	28,46%	25,45%
Cobertura de intereses	4,8	17,3	41,6
Cobertura de servicio total de deuda	3,7	11,0	20,7

Escenario optimista	2023	2024	2025
Endeudamiento sobre PN	78,18%	57,74%	54,99%
Endeudamiento sobre A	43,88%	36,60%	35,48%
Cobertura de intereses	4,8	14,9	30,2
Cobertura de servicio total de deuda	3,6	9,4	15,1

Fuente: elaboración propia.

Podemos observar que para los tres escenarios los ratios de porcentaje de endeudamiento son bajos. En relación con el patrimonio neto están siempre por debajo del 80%, es decir que en ningún caso el pasivo es mayor al patrimonio neto y en relación con el activo en todos los supuestos está por debajo del 50%, por lo que siempre el activo está mayormente financiado por capital propio.

Si a esto le agregamos el análisis de cobertura podemos observar que el mismo representa los valores más bajos en el escenario optimista, que es justamente el escenario con mayor nivel de ventas. Si bien esto parece contrario a la intuición, se debe a la gran incidencia que la inflación tiene sobre los créditos a tasa fija. Al ser el escenario optimista el que menor inflación proyectada tiene, el peso de la deuda es más sostenido a lo largo de los períodos.

Más allá de esta observación puede observarse que el año 2023 es donde los compromisos de pago de los créditos representan una mayor proporción sobre los resultados. En todos los escenarios el índice de cobertura de servicio total de deuda es mayor a tres, esto significa que con los resultados antes de impuestos e intereses se está en condiciones de hacer frente a más de tres veces los compromisos de pago contraídos, por lo que el indicador muestra una buena performance de solvencia.

4.7 Riesgos de la empresa:

En cuanto a los riesgos de insolvencia para cumplir con los pagos de sus pasivos, vemos que, en los distintos escenarios, incluso en el pesimista, la capacidad de pago no sufre desequilibrios. Esto se explica en primer lugar porque el pasivo con proveedores sigue la dinámica de las ventas, por lo cual mientras se mantenga estable el plazo de cobranza, en relación con el de pago a proveedores, la fluctuación en las ventas no genera un desequilibrio financiero. Por el lado de los créditos bancarios al ser de mediano plazo, los compromisos de pago mensuales que generan son bajos en proporción al flujo de fondos generados por la operatoria del negocio. A esto se suma que, al ser créditos de tasa fija, por el efecto de la inflación esta proporción es cada período menor en relación con el volumen de ventas.

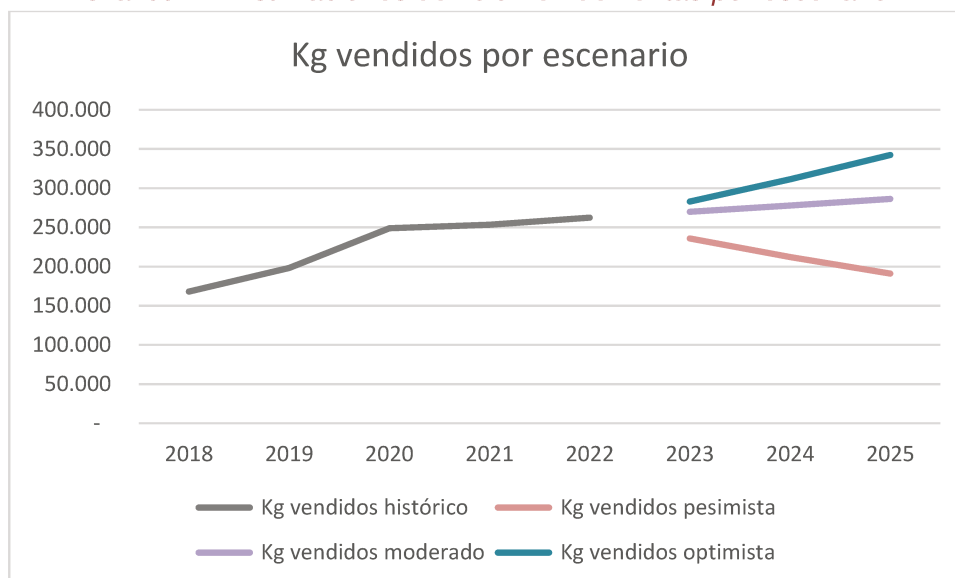
Por lo dicho anteriormente si bien a la inflación se la puede considerar una amenaza en cuanto al impacto negativo que puede generar en el volumen de ventas y en el deterioro de los activos monetarios, también tiene un efecto positivo en la devaluación de los pasivos que no están indexados a la inflación. Por este motivo en el contexto inflacionario en el que se desenvuelve La Celia, el riesgo sobre créditos a tasa fija puede considerarse decreciente.

4.8 Análisis económico: en relación con los niveles de endeudamiento

Se presentan tres proyecciones a partir de la misma base histórica. Una con la utilización únicamente de capital propio y cuenta proveedores y otras dos con la utilización de deuda bancaria en la estructura de capital. Se proyectan ambos casos con el mismo nivel de inversión y activos para facilitar la visualización del impacto que genera el endeudamiento en las ratios de rentabilidad.

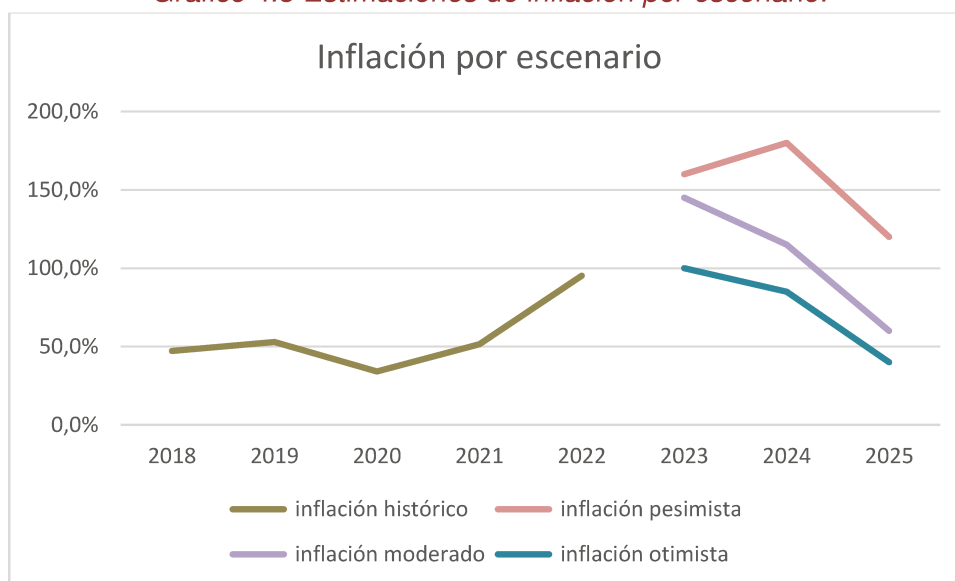
Como ya se explicó anteriormente para los tres supuestos de estructura de capital, se plantean a su vez tres escenarios posibles tomando como variables de ajuste el volumen de kg vendidos y la inflación.

Gráfico 4.4 Estimaciones de volumen de ventas por escenario.



Fuente: elaboración propia.

Gráfico 4.5 Estimaciones de inflación por escenario.



Fuente: elaboración propia.

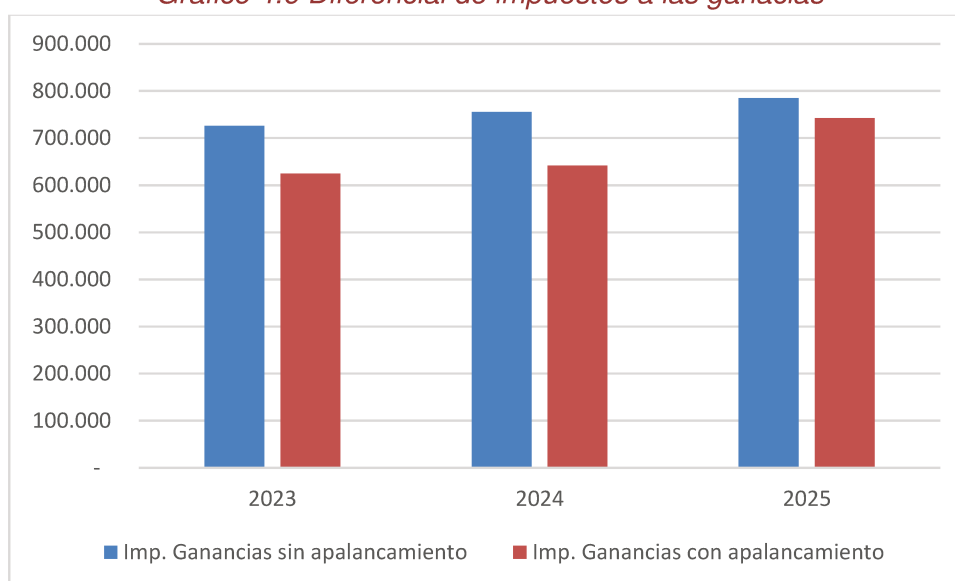
En los gráficos podemos observar la base histórica para los primeros cinco períodos y la proyección de los tres escenarios para los últimos tres períodos.

Bajo estos supuestos y ya habiendo realizado el análisis sobre el tipo y grado de endeudamiento, resta analizar cómo se comportan las ratios de rentabilidad bajo las diversas estructuras de capital en los distintos escenarios, lo cual se verá en el apartado 4.10.

4.9 Escudo fiscal:

Tal como se lo desarrolló en el marco teórico, en los flujos de fondos proyectados, resumidos para tal fin en el anexo 9 (también puede observarse en los anexos 4 a 6), podemos observar como para un mismo nivel de activos y un mismo resultado neto antes impuestos e intereses, en el supuesto con apalancamiento por el efecto del pago de intereses, se termina pagando un impuesto a las ganancias menor, lo que redonda en un menor costo asociado al endeudamiento equivalente al 30% de los intereses.

Gráfico 4.6 Diferencial de impuestos a las ganancias



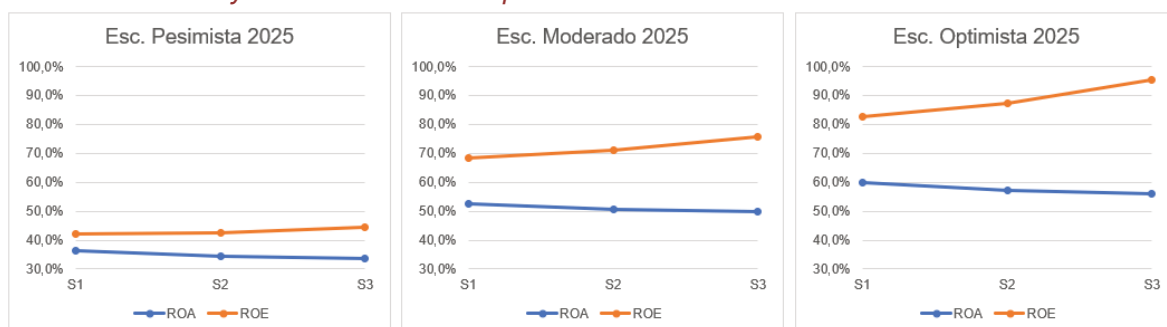
Fuente: elaboración propia.

4.10 Ratios de rentabilidad:

Tanto el Valor Actual Neto (VAN) como la Tasa Interna de Retorno (TIR) se utilizan principalmente para evaluar proyectos de inversión, comparándolos con una tasa esperada o de oportunidad. Sin embargo, en el presente trabajo, dado que se trata de una empresa en funcionamiento que busca maximizar sus beneficios, los indicadores más adecuados para el análisis son el Retorno sobre Activos (ROA) y el Retorno sobre el Patrimonio (ROE).

Estas ratios ya fueron explicadas en el marco teórico y se busca analizar cómo se comportan según cada estructura de capital planteada en cada uno de los escenarios posibles. Para verlo con claridad se analiza el desempeño de estas ratios para el año 2025. Para el cálculo del ROE se utiliza el patrimonio neto inicial del período que se obtienen del patrimonio neto final del período anterior restándole los créditos en los períodos que estos se incorporan. De este modo se obtiene el retorno del capital inicial realmente aportado por los socios para cada período.

Gráfico 4.7 ROA y ROE del año 2025 por escenario.



En los gráficos se observa como los activos siguen generando un rendimiento estable, aunque con una leve tendencia a la baja. Por el contrario, el ROE en aumento constante sugiere que los accionistas están obteniendo retornos cada vez mayores sobre su inversión, lo cual es una señal positiva, incluso cuando los activos están mostrando menor rendimiento debido a los costos financieros del apalancamiento. Este comportamiento se observa por igual, aunque en distintos niveles para los tres escenarios planteados.

Cuadro 4.11 ROE anual por escenario y supuesto de estructura de capital.

Esc. Pesimista	ROE	ROE	ROE
Supuestos	S1	S2	S3
2023	67,30%	70,70%	70,70%
2024	44,60%	47,30%	46,00%
2025	41,90%	42,60%	44,50%

Esc. Moderado	ROE	ROE	ROE
Supuestos	S1	S2	S3
2023	81,10%	88,90%	88,90%
2024	62,40%	67,90%	69,00%
2025	68,60%	71,20%	75,80%

Esc. Optimista	ROE	ROE	ROE
Supuestos	S1	S2	S3
2023	86,30%	97,90%	97,90%
2024	71,20%	78,70%	82,50%
2025	82,80%	87,40%	95,30%

Fuente: elaboración propia.

4.10.1 Supuesto capital propio

En este supuesto el único pasivo es la cuenta proveedores, la cual no devenga intereses por lo que este pasivo no tiene ninguna incidencia directa ni en los impuestos ni en los resultados. Podemos observar que bajo este supuesto se obtiene el mayor ROA y el menor ROE. Esto se debe a no tener costos financieros, lo cual favorece al ROA, pero al ser todo financiado con capital propio, arroja un menor ROE.

4.10.2 Supuestos con endeudamiento

En los dos supuestos con endeudamiento, se evidencia que respectivamente al subir el nivel de deuda, baja el ROA y sube el ROE. Es de destacar que este último índice es en los tres escenarios planteados superior en los supuestos con endeudamiento versus la estructura de solo capital propio.

Este comportamiento es de esperar ya que la toma de crédito no implica ninguna nueva inversión por ser utilizada como sustituto del capital propio, por tanto, tampoco implica ningún cambio en el activo ni en el resultado operativo. Bajo este esquema la ratio que toma mayor preponderancia es el ROE, ya que justamente es el que los dueños perciben en términos relativos.

5. Conclusiones

Luego de haber analizado el sector PyME en general y La Celia en particular, podemos concluir que en el presente caso se verifican los aspectos comunes que, en su análisis de las PyMEs, Dumrauf (2013) sugiere:

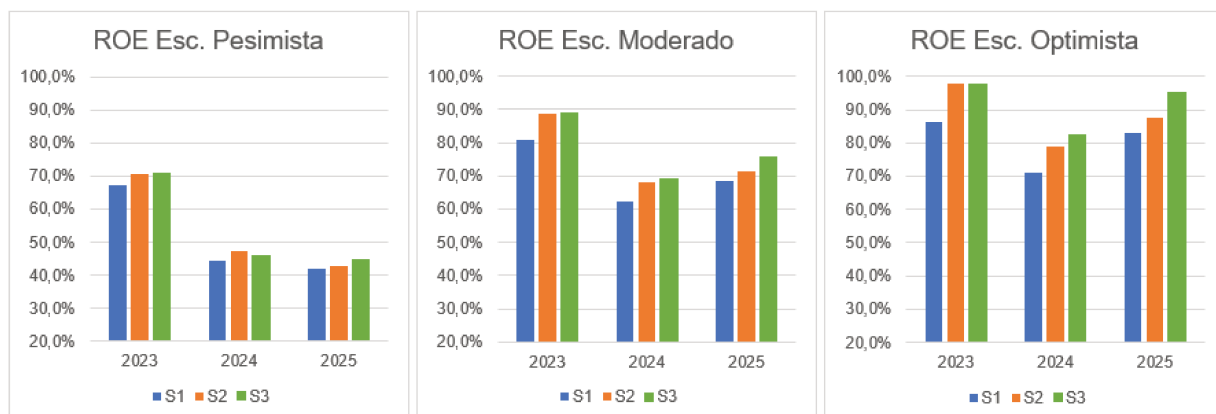
- *A menudo suelen ser empresas de familia y presentan cierto grado de discrecionalidad en las decisiones.*
- *Generalmente, el crédito comercial y financiero es por bajos montos y a muy corto plazo.*
- *La gerencia de finanzas o no existe o está poco profesionalizada por lo que el planeamiento financiero es pobre y no hay presupuesto.*
- *La calidad de la información contable no es la ideal.*
- *A veces hay cierta dependencia crítica en cuanto a clientes y proveedores, ya que el poder de negociación es muy bajo. (P. 81)*

A partir de los objetivos propuestos en este trabajo, las conclusiones deben relacionarse directamente con cada uno de los puntos analizados:

En primer lugar, el **objetivo general de analizar alternativas de financiamiento para la PyME** permitió identificar y seleccionar las opciones que generan una mayor rentabilidad, destacando la importancia de la **estructura de capital óptima**. El estudio se centró en evaluar el retorno sobre el capital propio (ROE) bajo distintos escenarios proyectados, demostrando que **una combinación de capital propio y financiamiento externo, particularmente el uso de créditos bancarios maximiza la rentabilidad esperada en un horizonte de tres años**.

Por dicho análisis es que se indica al supuesto que propone una estructura de capital tomando ambos créditos bancarios como el más indicado para maximizar la rentabilidad esperada de los próximos tres años bajo cualquiera de los tres escenarios planteados como posibles.

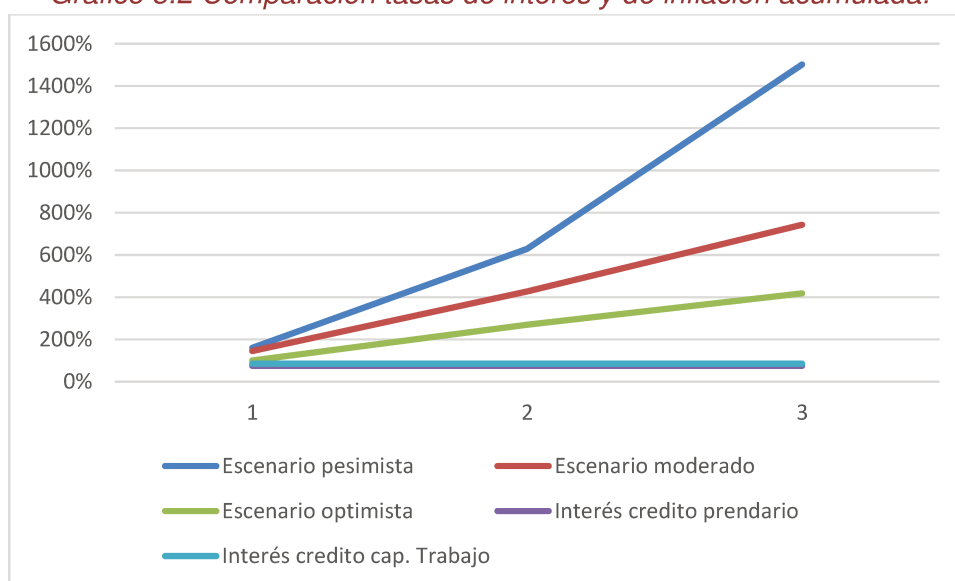
Gráfico 5.1 ROE



Fuente: elaboración propia.

En cuanto a los **objetivos específicos**, el trabajo logró **definir las herramientas de financiación** más accesibles y adecuadas para las PyMEs en el mercado, como los créditos bancarios con aval prendario y de sociedades de garantía recíproca. Estas opciones se identificaron como las más convenientes para satisfacer las necesidades de mediano plazo de la empresa, debido a que, en un contexto inflacionario, su costo real es inferior al costo del capital propio, y proporcionan un efecto escudo que mejora los resultados financieros. Se descartaron para el análisis los descuentos de cheques por ser una alternativa más costosa y de corto plazo y la emisión de obligaciones negociables por ser una alternativa solo accesible a PyMEs del tramo mayor, con características más similares a las grandes empresas.

Gráfico 5.2 Comparación tasas de interés y de inflación acumulada.



Fuente: elaboración propia.

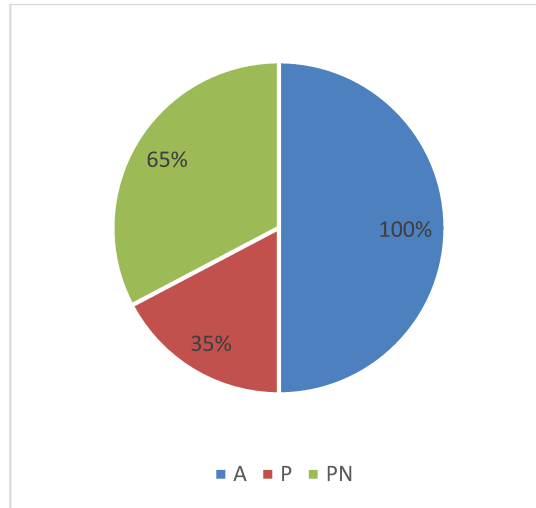
Además, el estudio comparó la **rentabilidad del negocio financiado con capital propio versus uno que aprovecha herramientas financieras**, destacando que el uso de créditos no solo incrementa la rentabilidad del capital propio, sino que también permite liberar recursos para su reinversión. Si bien el análisis no profundiza en los beneficios adicionales de la reinversión de los fondos propios liberados, la opción de financiamiento demostró ser clave para sostener el nivel de actividad y crecimiento empresarial, especialmente si las utilidades no pueden ser reinvertidas directamente.

Respecto al hecho de que los índices de cobertura muestren una solvencia por demás satisfactoria es una manifestación que confirma, como pudo constatarse también en las entrevistas realizadas (anexos 10 a 13), las pocas posibilidades de acceder a deuda económicamente conveniente que tienen las PyMEs pese a su capacidad técnica. Por ende, si bien se define la hipótesis tres como la mejor mezcla entre capital propio y ajeno, la misma está fuertemente condicionada por las restricciones generadas por la asimetría de información que impide un mayor nivel de endeudamiento.

Podemos concluir que **cuando el endeudamiento es económicamente conveniente y no compromete desproporcionadamente la solvencia de la empresa, entonces siempre implicará un mejor rendimiento sobre el capital propio invertido** y por ende es aconsejable, ya sea que este apalancamiento se utilice para sustituir capital propio y mantener el activo constante o para aumentar el volumen del negocio mientras siga arrojando una mejora en los resultados sobre los costos netos del endeudamiento.

El análisis de la estructura de endeudamiento reveló que no existe un criterio único para las PyMEs. Sin embargo, a través del estudio de **ratios de solvencia y rentabilidad**, se concluyó que **un mayor nivel de endeudamiento mejora la rentabilidad, manteniendo una solvencia sólida**. El balance de la estructura de capital promedio que mejoró los indicadores fue un 65% de capital propio y un 35% de financiamiento externo, lo que respalda el uso estratégico del apalancamiento.

Gráfico 5.3 Estructura de capital.



Fuente: elaboración propia.

Finalmente, el estudio concluye que la **mezcla de capital propio y ajeno** más adecuada para maximizar la rentabilidad depende de las condiciones del mercado crediticio, las restricciones derivadas de la asimetría de información, y la capacidad técnica de la PyME. Sin embargo, bajo las condiciones analizadas, se determinó que **el uso de apalancamiento financiero, mientras sea cuidadosamente gestionado, contribuye de manera significativa a mejorar los resultados empresariales.**

En resumen, este análisis aporta criterios valiosos para la planificación financiera de las PyMEs, ofreciendo estrategias que no solo permiten **optimizar la rentabilidad**, sino también fortalecer la solvencia y potenciar el desarrollo futuro del sector.

6. Bibliografía

Libros:

- Bebczuk, R. N. (2011). Acceso al crédito en Argentina. Editorial de la Universidad Nacional de La Plata.
- Braun Miguel y Llach Lucas (2018) Macroeconomía Argentina. Buenos Aires, Argentina. Editorial Sudamericana.
- Brealey, Myers, Allen (2010). Principios De Finanzas Corporativas. (9ª ed.).
- Briozzo, A., Santillán Salgado D. J. (2014). Estructura de capital en empresas en crecimiento: evidencia empírica.
- Bryan, S. L. (2016). Administración Financiera: Apalancamiento Financiero.
- Dumrauf (2013). Finanzas Corporativas, un enfoque latinoamericano. Buenos Aires, Argentina. Editorial Alfaomega.
- Mankiw, N. G. (2007). Macroeconomía (6ª ed.). Editorial Antoni Bosch.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., y Jordan, Bradford D. (2018). Fundamentos de Finanzas Corporativas. México DF. Editorial Mc Graw-Hill.

Artículos y sitios web:

- Encuesta de Condiciones Crediticias. Primer trimestre de 2023. Obtenido de <https://www.bcra.gob.ar/noticias/ECC-0123.asp> (visitada en abril 2024)
- Financiamiento PyME diciembre 2022. Obtenido de <https://www.adimra.org.ar/informes-y-comunicados> (visitada en abril 2024)
- Financiamiento, desempeño PyME y desarrollo productivo. Junio 2019. Obtenido de <https://www.observatorioPyME.org.ar/publicaciones> (visitada en abril 2024)
- Informe Sistema de Sociedades de Garantía Recíproca en Argentina. Diciembre 2022. Obtenido de: https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_sgr_12-2022_1.pdf (vistada en enero 2023)
- Informe Trimestral Financiamiento PyME Segundo Trimestre 2020. Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/cnv/informes-del-mercado-de-capitales> (vistada en enero 2023)
- Líneas De Financiamiento Bancario diciembre 2022. Obtenido de <https://www.adimra.org.ar/informes-y-comunicados?pager.offset=36&titulo=&area=14> (visitada en abril 2024)
- Noticia del BCRA, consultada el 11 de enero 2023 en <https://www.bcra.gob.ar/Noticias/linea-financiamiento-MiPyMEs-350000-empresas.asp> (visitada en abril 2024)

- Orueta Ignacio (2017). Importancia económica de las PYMES en las economías iberoamericanas. Obtenido de <https://www.iimv.org/wp-content/uploads/2017/03/estudiocompleto.pdf> (visitada en enero 2023)
- Políticas De Financiamiento Para Pymes (2017). Obtenido de <https://biblioteca.produccion.gob.ar/document/download/604> (visitada en enero 2023).
- Relevamiento de Expectativas de Mercado diciembre 2022. Obtenido de https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Relevamiento_Expectativas_de_Mercado.asp (visitada en abril 2024)

7. Anexos

Anexo 1: crédito base histórica rodado 2018-2021

Préstamo	70%	\$ 840.000
TEA	27%	
Sistema francés		
Plazo 4 años		

cuota	$ah=V0*(ih/(1-(1+ih)^{-n}))$
cuota	\$ 365.631

FF	Cap	Int	Cuota	Cap saldo	Iva	C total
2018	142.499	223.132	365.631	697.501	46.858	412.488
2019	180.351	185.279	365.631	517.150	38.909	404.539
2020	228.258	137.372	365.631	288.892	28.848	394.479
2021	288.892	76.739	365.631	- 0	16.115	381.746

Anexo 2: crédito base histórica capital de trabajo 2020-2022

Cap	\$ 1.500.000
TEA	36%
Sistema alemán	
Plazo 3 años	

FF	Cap	Int	Cuota	Cap saldo	Iva	C total
2020	500.000	546.655	1.046.655	1.000.000	57.399	1.104.054
2021	500.000	364.437	864.437	500.000	38.266	902.703
2022	500.000	182.218	682.218	-	19.133	701.351

Anexo 3 Flujos 2018-2025 sin deflacionar supuesto con ambos créditos, escenario moderado.

Estado de Situación Patrimonial		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Caja y Banco		\$ 338.984	\$ 802.561	\$ 1.409.243	\$ 2.713.385	\$ 5.385.757	\$ 10.456.240	\$ 18.847.386	\$ 29.313.269
Cuentas por cobrar		\$ 823.772	\$ 1.950.323	\$ 2.924.636	\$ 5.603.862	\$ 10.657.933	\$ 21.561.128	\$ 38.863.961	\$ 60.444.975
Mercadería		\$ 890.500	\$ 1.443.661	\$ 2.802.716	\$ 5.489.412	\$ 10.750.181	\$ 21.392.861	\$ 37.437.506	\$ 56.530.634
Rodados		\$ 1.416.960	\$ 1.634.463	\$ 1.483.003	\$ 1.118.926	\$ 0	\$ 12.736.000	\$ 16.716.000	\$ 16.827.440
Activo		\$ 3.470.216	\$ 5.831.009	\$ 8.619.598	\$ 14.925.585	\$ 26.793.871	\$ 66.146.228	\$ 111.864.852	\$ 163.116.318
Prestamo rodado		\$ 697.501	\$ 517.150	\$ 288.892			\$ 7.283.916	\$ 6.030.769	\$ 3.837.762
Prestamo bancario capital de trabajo				\$ 1.000.000	\$ 500.000			\$ 6.000.000	\$ 3.000.000
Proveedores		\$ 657.811	\$ 1.380.673	\$ 1.964.357	\$ 3.969.587	\$ 8.163.919	\$ 16.039.237	\$ 28.910.745	\$ 44.964.775
Pasivo		\$ 1.555.313	\$ 1.897.823	\$ 3.253.249	\$ 4.469.587	\$ 8.163.919	\$ 23.323.153	\$ 40.941.514	\$ 51.802.537
Capital inicial		\$ 1.107.000	\$ 1.702.566	\$ 2.317.192	\$ 3.496.643	\$ 6.811.461	\$ 13.554.807	\$ 23.720.913	\$ 35.818.578
Resultados no asignados		\$ 0	\$ 807.903	\$ 2.230.620	\$ 3.049.157	\$ 6.959.355	\$ 11.818.492	\$ 29.268.268	\$ 47.202.425
Resultados del ejercicio		\$ 908.971	\$ 1.968.155	\$ 4.069.249	\$ 7.321.407	\$ 13.327.698	\$ 25.850.706	\$ 45.529.543	\$ 81.209.872
Retiro de resultados		-\$ 101.068	-\$ 545.439	-\$ 3.250.711	-\$ 3.411.210	-\$ 8.468.561	-\$ 8.400.930	-\$ 27.595.386	-\$ 52.917.095
Patrimonio Neto		\$ 1.914.903	\$ 3.933.186	\$ 5.366.350	\$ 10.455.998	\$ 18.629.953	\$ 42.823.075	\$ 70.923.338	\$ 111.313.781
Total Pasivo + Patrimonio Neto		\$ 3.470.216	\$ 5.831.009	\$ 8.619.598	\$ 14.925.585	\$ 26.793.871	\$ 66.146.228	\$ 111.864.852	\$ 163.116.318
PN inicio periodo		\$ 1.107.000	\$ 1.914.903	\$ 2.433.186	\$ 5.366.350	\$ 10.455.998	\$ 10.629.953	\$ 33.823.075	\$ 70.923.338
Estado de Resultados									
precio promedio		\$ 106	\$ 172	\$ 243	\$ 453	\$ 799	\$ 1.589	\$ 2.781	\$ 4.199
Kg vendidos		\$ 168.009	\$ 198.798	\$ 249.058	\$ 253.492	\$ 262.387	\$ 269.860	\$ 277.956	\$ 286.294
Ventas de mercadería		\$ 17.854.330	\$ 34.056.159	\$ 60.405.714	\$ 114.931.340	\$ 209.523.440	\$ 428.827.410	\$ 772.961.963	\$ 1.202.184.886
Costo de mercadería vendida		\$ 14.469.063	\$ 27.422.489	\$ 47.860.132	\$ 91.587.250	\$ 168.147.593	\$ 343.130.401	\$ 618.492.993	\$ 961.939.887
Resultado bruto		\$ 3.385.267	\$ 6.633.670	\$ 12.545.582	\$ 23.344.090	\$ 41.375.846	\$ 85.697.009	\$ 154.468.970	\$ 240.245.019
Sueldos, cargas sociales y Comisiones		\$ 754.912	\$ 1.451.783	\$ 2.230.702	\$ 4.255.310	\$ 8.167.050	\$ 16.553.128	\$ 29.837.035	\$ 46.405.430
Servicio de almacenamiento		\$ 127.660	\$ 383.763	\$ 788.077	\$ 1.318.219	\$ 3.621.583	\$ 7.206.950	\$ 12.612.162	\$ 19.044.365
Gastos vehiculares		\$ 167.421	\$ 258.465	\$ 572.143	\$ 1.276.432	\$ 842.544	\$ 1.676.663	\$ 2.934.161	\$ 4.430.583
Otros gastos directos		\$ 89.962	\$ 113.413	\$ 252.877	\$ 1.511.655	\$ 1.349.119	\$ 2.684.746	\$ 4.698.306	\$ 7.094.442
Amortizaciones		\$ 364.240	\$ 544.821	\$ 741.502	\$ 1.118.926	\$ 2.179.668	\$ 3.184.000	\$ 5.572.000	\$ 8.413.720
Impuestos provinciales		\$ 369.409	\$ 884.495	\$ 1.463.042	\$ 2.963.220	\$ 5.994.096	\$ 11.461.942	\$ 20.660.165	\$ 32.132.678
Gastos directos		\$ 1.863.605	\$ 3.636.740	\$ 6.048.342	\$ 12.443.761	\$ 22.154.060	\$ 42.767.429	\$ 76.313.829	\$ 117.521.219
Resultado neto antes impuestos e intereses		\$ 1.521.662	\$ 2.996.929	\$ 6.497.240	\$ 10.900.329	\$ 19.221.787	\$ 42.929.580	\$ 78.155.141	\$ 122.723.800
Intereses de deuda		\$ 223.132	\$ 185.279	\$ 684.027	\$ 441.176	\$ 182.218	\$ 6.000.000	\$ 13.112.937	\$ 6.709.697
Resultado neto antes impuestos		\$ 1.298.530	\$ 2.811.650	\$ 5.813.213	\$ 10.459.153	\$ 19.039.568	\$ 36.929.580	\$ 65.042.204	\$ 116.014.103
Imp. Ganancias		\$ 389.559	\$ 843.495	\$ 1.743.964	\$ 3.137.746	\$ 5.711.870	\$ 11.078.874	\$ 19.512.661	\$ 34.804.231
Resultado neto		\$ 908.971	\$ 1.968.155	\$ 4.069.249	\$ 7.321.407	\$ 13.327.698	\$ 25.850.706	\$ 45.529.543	\$ 81.209.872

Anexo 4 Flujos 2018-2025 deflacionados supuesto capital propio, escenario moderado.

Estado de Situación Patrimonial	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Caja y Banco	\$ 229.664	\$ 353.537	\$ 456.126	\$ 581.998	\$ 593.018	\$ 578.553	\$ 595.910	\$ 613.786
Cuentas por cobrar	\$ 558.111	\$ 859.140	\$ 946.610	\$ 1.201.980	\$ 1.173.529	\$ 1.192.997	\$ 1.228.788	\$ 1.285.649
Mercadería	\$ 603.320	\$ 635.950	\$ 907.148	\$ 1.177.432	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687
Rodados	\$ 960.000	\$ 720.000	\$ 480.000	\$ 240.000	\$ 0	\$ 704.695	\$ 528.521	\$ 352.347
Activo	\$ 2.351.095	\$ 2.568.627	\$ 2.789.884	\$ 3.201.410	\$ 2.950.234	\$ 3.659.932	\$ 3.536.906	\$ 3.415.469
Prestamo rodado	\$ 472.562	\$ 227.811	\$ 93.505	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Prestamo capital de trabajo	\$ 0	\$ 0	\$ 323.668	\$ 107.246	\$ 0	\$ 887.466	\$ 914.090	\$ 941.511
Proveedores	\$ 581.173	\$ 608.202	\$ 635.799	\$ 851.442	\$ 898.917	\$ 887.466	\$ 914.090	\$ 941.511
Pasivo	\$ 1.053.735	\$ 836.013	\$ 1.052.971	\$ 958.688	\$ 898.917	\$ 887.466	\$ 914.090	\$ 941.511
Capital inicial	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000
Resultados no asignados	\$ 0	\$ 547.360	\$ 982.614	\$ 986.913	\$ 1.492.722	\$ 1.301.317	\$ 2.022.466	\$ 1.872.816
Resultados del ejercicio	\$ 615.834	\$ 866.995	\$ 1.317.084	\$ 1.570.379	\$ 1.467.493	\$ 1.662.733	\$ 1.729.758	\$ 1.798.787
Retiro de resultados	-\$ 68.474	-\$ 431.741	-\$ 1.312.784	-\$ 1.064.571	-\$ 1.658.898	-\$ 941.584	-\$ 1.879.409	-\$ 1.947.645
Patrimonio Neto	\$ 1.297.360	\$ 1.732.614	\$ 1.736.913	\$ 2.242.722	\$ 2.051.317	\$ 2.772.466	\$ 2.622.816	\$ 2.473.958
Total Pasivo + Patrimonio Neto	\$ 2.351.095	\$ 2.568.627	\$ 2.789.884	\$ 3.201.410	\$ 2.950.234	\$ 3.659.932	\$ 3.536.906	\$ 3.415.469
PN inicio periodo	\$ 750.000	\$ 1.297.360	\$ 1.247.112	\$ 1.736.913	\$ 2.242.722	\$ 2.051.317	\$ 2.772.466	\$ 2.622.816

Estado de Resultados	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
precio promedio	\$ 72	\$ 76	\$ 79	\$ 97	\$ 88	\$ 88	\$ 88	\$ 88
Kg vendidos	\$ 168.009	\$ 198.198	\$ 249.058	\$ 253.492	\$ 262.387	\$ 269.860	\$ 277.956	\$ 286.294
Ventas de mercadería	\$ 12.096.430	\$ 15.002.132	\$ 19.551.371	\$ 24.651.787	\$ 23.070.319	\$ 23.727.416	\$ 24.439.256	\$ 25.172.374
Costo de mercadería vendida	\$ 9.802.888	\$ 12.079.924	\$ 15.490.772	\$ 19.644.680	\$ 18.514.485	\$ 18.985.722	\$ 19.555.307	\$ 20.141.919
Resultado bruto	\$ 2.293.541	\$ 2.922.208	\$ 4.060.598	\$ 5.007.107	\$ 4.555.834	\$ 4.741.695	\$ 4.883.949	\$ 5.030.455
Sueldos, cargas sociales y Comisiones	\$ 511.458	\$ 639.527	\$ 722.006	\$ 912.728	\$ 899.262	\$ 915.900	\$ 943.378	\$ 971.677
Servicio de almacenamiento	\$ 86.491	\$ 169.052	\$ 255.075	\$ 282.747	\$ 398.767	\$ 398.767	\$ 398.767	\$ 398.767
Gastos vehiculares	\$ 113.429	\$ 113.857	\$ 185.184	\$ 273.784	\$ 92.771	\$ 92.771	\$ 92.771	\$ 92.771
Otros gastos directos	\$ 60.950	\$ 49.960	\$ 81.848	\$ 324.237	\$ 148.549	\$ 148.549	\$ 148.549	\$ 148.549
Amortizaciones	\$ 240.000	\$ 240.000	\$ 240.000	\$ 240.000	\$ 240.000	\$ 176.174	\$ 176.174	\$ 176.174
Impuestos internos	\$ 250.277	\$ 389.630	\$ 473.539	\$ 635.585	\$ 660.001	\$ 634.200	\$ 653.226	\$ 672.821
Gastos directos	\$ 1.262.605	\$ 1.602.026	\$ 1.957.652	\$ 2.669.080	\$ 2.439.351	\$ 2.366.361	\$ 2.412.865	\$ 2.460.760
Resultado neto antes impuestos e intereses	\$ 1.030.936	\$ 1.320.182	\$ 2.102.946	\$ 2.338.027	\$ 2.116.483	\$ 2.375.333	\$ 2.471.083	\$ 2.569.696
Intereses de deuda	\$ 151.173	\$ 81.618	\$ 221.397	\$ 94.628	\$ 20.064	\$ 2.375.333	\$ 2.471.083	\$ 2.569.696
Resultado neto antes impuestos	\$ 879.763	\$ 1.238.564	\$ 1.881.548	\$ 2.243.399	\$ 2.096.419	\$ 2.375.333	\$ 2.471.083	\$ 2.569.696
Imp. Ganancias	\$ 263.929	\$ 371.569	\$ 564.465	\$ 673.020	\$ 628.926	\$ 712.600	\$ 741.325	\$ 770.909
Resultado neto	\$ 615.834	\$ 866.995	\$ 1.317.084	\$ 1.570.379	\$ 1.467.493	\$ 1.662.733	\$ 1.729.758	\$ 1.798.787

Anexo 5 Flujos 2018-2025 deflacionados supuesto con crédito prendario, escenario moderado.

Estado de Situación Patrimonial		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Caja y Banco		\$ 229.664	\$ 353.537	\$ 456.126	\$ 581.998	\$ 593.018	\$ 578.553	\$ 595.910	\$ 613.786
Cuentas por cobrar		\$ 558.111	\$ 859.140	\$ 946.610	\$ 1.201.980	\$ 1.173.529	\$ 1.192.997	\$ 1.228.788	\$ 1.265.649
Mercadería		\$ 603.320	\$ 635.950	\$ 907.148	\$ 1.177.432	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687
Rodados		\$ 960.000	\$ 720.000	\$ 480.000	\$ 240.000	\$ 0	\$ 704.695	\$ 528.521	\$ 352.347
Activo		\$ 2.351.095	\$ 2.568.627	\$ 2.789.884	\$ 3.201.410	\$ 2.950.234	\$ 3.659.932	\$ 3.536.906	\$ 3.415.469
Prestamo rodado		\$ 472.562	\$ 227.811	\$ 93.505	\$ 0	\$ 0	\$ 403.026	\$ 190.679	\$ 80.358
Prestamo capital de trabajo		\$ 0	\$ 0	\$ 323.668	\$ 107.246	\$ 0			
Proveedores		\$ 581.173	\$ 608.202	\$ 635.799	\$ 851.442	\$ 898.917	\$ 887.466	\$ 914.090	\$ 941.511
Pasivo		\$ 1.053.735	\$ 836.013	\$ 1.052.971	\$ 958.688	\$ 898.917	\$ 1.290.492	\$ 1.104.769	\$ 1.021.869
Capital inicial		\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000
Resultados no asignados		\$ 0	\$ 547.360	\$ 982.614	\$ 986.913	\$ 1.492.722	\$ 1.301.317	\$ 1.619.440	\$ 1.682.137
Resultados del ejercicio		\$ 615.834	\$ 866.995	\$ 1.317.084	\$ 1.570.379	\$ 1.467.493	\$ 1.430.343	\$ 1.608.851	\$ 1.732.491
Retiro de resultados		-\$ 68.474	-\$ 431.741	-\$ 1.312.784	-\$ 1.064.571	-\$ 1.658.898	-\$ 1.112.220	-\$ 1.546.154	-\$ 1.771.029
Patrimonio Neto		\$ 1.297.360	\$ 1.732.614	\$ 1.736.913	\$ 2.242.722	\$ 2.051.317	\$ 2.369.440	\$ 2.432.137	\$ 2.393.600
Total Pasivo + Patrimonio Neto		\$ 2.351.095	\$ 2.568.627	\$ 2.789.884	\$ 3.201.410	\$ 2.950.234	\$ 3.659.932	\$ 3.536.906	\$ 3.415.469
PN inicio periodo		\$ 750.000	\$ 1.297.360	\$ 1.247.112	\$ 1.736.913	\$ 2.242.722	\$ 1.608.669	\$ 2.389.440	\$ 2.432.137

Estado de Resultados		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
precio promedio		\$ 72	\$ 76	\$ 79	\$ 97	\$ 88	\$ 88	\$ 88	\$ 88
Kg vendidos		\$ 168.009	\$ 198.198	\$ 249.058	\$ 253.492	\$ 262.387	\$ 269.860	\$ 277.956	\$ 286.294
Ventas de mercadería		\$ 12.096.430	\$ 15.002.132	\$ 19.551.371	\$ 24.651.787	\$ 23.070.319	\$ 23.727.416	\$ 24.439.256	\$ 25.172.374
Costo de mercadería vendida		\$ 9.802.888	\$ 12.079.924	\$ 15.490.772	\$ 19.644.680	\$ 18.514.485	\$ 18.985.722	\$ 19.555.307	\$ 20.141.919
Resultado bruto		\$ 2.293.541	\$ 2.922.208	\$ 4.060.598	\$ 5.007.107	\$ 4.555.834	\$ 4.741.695	\$ 4.883.949	\$ 5.030.455
Sueldos, cargas sociales y Comisiones		\$ 511.458	\$ 639.527	\$ 722.006	\$ 912.728	\$ 899.262	\$ 915.900	\$ 943.378	\$ 971.677
Servicio de almacenamiento		\$ 86.491	\$ 169.052	\$ 255.075	\$ 282.747	\$ 398.767	\$ 398.767	\$ 398.767	\$ 398.767
Gastos vehiculares		\$ 113.429	\$ 113.857	\$ 185.184	\$ 273.784	\$ 92.771	\$ 92.771	\$ 92.771	\$ 92.771
Otros gastos directos		\$ 60.950	\$ 49.960	\$ 81.848	\$ 324.237	\$ 148.549	\$ 148.549	\$ 148.549	\$ 148.549
Amortizaciones		\$ 240.000	\$ 240.000	\$ 240.000	\$ 240.000	\$ 240.000	\$ 176.174	\$ 176.174	\$ 176.174
Impuestos internos		\$ 250.277	\$ 389.630	\$ 473.539	\$ 635.585	\$ 660.001	\$ 634.200	\$ 653.226	\$ 672.821
Gastos directos		\$ 1.262.605	\$ 1.602.026	\$ 1.957.652	\$ 2.669.080	\$ 2.439.351	\$ 2.366.361	\$ 2.412.865	\$ 2.460.760
Resultado neto antes impuestos e intereses		\$ 1.030.936	\$ 1.320.182	\$ 2.102.946	\$ 2.338.027	\$ 2.116.483	\$ 2.375.333	\$ 2.471.083	\$ 2.569.696
Intereses de deuda		\$ 151.173	\$ 81.618	\$ 221.397	\$ 243.628	\$ 20.064	\$ 331.986	\$ 172.725	\$ 94.708
Resultado neto antes impuestos		\$ 879.763	\$ 1.238.564	\$ 1.881.548	\$ 2.094.399	\$ 2.096.419	\$ 2.043.348	\$ 2.298.358	\$ 2.474.988
Imp. Ganancias		\$ 263.929	\$ 371.569	\$ 564.465	\$ 673.020	\$ 628.926	\$ 613.004	\$ 689.507	\$ 742.496
Resultado neto		\$ 615.834	\$ 866.995	\$ 1.317.084	\$ 1.570.379	\$ 1.467.493	\$ 1.430.343	\$ 1.608.851	\$ 1.732.491

Anexo 6 Flujos 2018-2025 deflacionados supuesto con crédito prendario y de capital de trabajo, escenario moderado.

Estado de Situación Patrimonial	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Caja y Banco	\$ 229.664	\$ 353.537	\$ 456.126	\$ 581.998	\$ 593.018	\$ 578.553	\$ 595.910	\$ 613.786
Cuentas por cobrar	\$ 558.111	\$ 859.140	\$ 946.610	\$ 1.201.980	\$ 1.173.529	\$ 1.192.997	\$ 1.228.788	\$ 1.265.649
Mercadería	\$ 603.320	\$ 635.950	\$ 907.148	\$ 1.177.432	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687	\$ 1.183.687
Rodados	\$ 960.000	\$ 720.000	\$ 480.000	\$ 240.000	\$ 0	\$ 704.695	\$ 528.521	\$ 352.347
Activo	\$ 2.351.095	\$ 2.568.627	\$ 2.789.884	\$ 3.201.410	\$ 2.950.234	\$ 3.659.932	\$ 3.536.906	\$ 3.415.469
Prestamo rodado	\$ 472.562	\$ 227.811	\$ 93.505	\$ 0	\$ 0	\$ 403.026	\$ 190.679	\$ 80.358
Prestamo capital de trabajo	\$ 0	\$ 0	\$ 323.668	\$ 107.246	\$ 0	\$ 0	\$ 189.706	\$ 62.817
Provedores	\$ 581.173	\$ 608.202	\$ 635.799	\$ 851.442	\$ 898.917	\$ 887.466	\$ 914.090	\$ 941.511
Pasivo	\$ 1.053.735	\$ 836.013	\$ 1.052.971	\$ 958.688	\$ 898.917	\$ 1.290.492	\$ 1.294.475	\$ 1.084.686
Capital Inicial	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000	\$ 750.000
Resultados no asignados	\$ 0	\$ 547.360	\$ 982.614	\$ 986.913	\$ 1.492.722	\$ 1.301.317	\$ 1.619.440	\$ 1.492.431
Resultados del ejercicio	\$ 615.834	\$ 866.995	\$ 1.317.084	\$ 1.570.379	\$ 1.467.493	\$ 1.430.343	\$ 1.439.538	\$ 1.700.442
Retiro de resultados	-\$ 68.474	-\$ 431.741	-\$ 1.312.784	-\$ 1.064.571	-\$ 1.658.898	-\$ 1.112.220	-\$ 1.566.548	-\$ 1.612.089
Patrimonio Neto	\$ 1.297.360	\$ 1.732.614	\$ 1.736.913	\$ 2.242.722	\$ 2.051.317	\$ 2.369.440	\$ 2.242.431	\$ 2.330.783
Total Pasivo + Patrimonio Neto	\$ 2.351.095	\$ 2.568.627	\$ 2.789.884	\$ 3.201.410	\$ 2.950.234	\$ 3.659.932	\$ 3.536.906	\$ 3.415.469
PN inicio periodo	\$ 750.000	\$ 1.297.360	\$ 1.247.112	\$ 1.736.913	\$ 2.242.722	\$ 1.608.669	\$ 2.084.881	\$ 2.242.431
Estado de Resultados								
precio promedio	\$ 72	\$ 76	\$ 79	\$ 97	\$ 88	\$ 88	\$ 88	\$ 88
Kg vendidos	\$ 168.009	\$ 198.198	\$ 249.058	\$ 253.492	\$ 262.387	\$ 269.860	\$ 277.956	\$ 286.294
Ventas de mercadería	\$ 12.096.430	\$ 15.002.132	\$ 19.551.371	\$ 24.651.787	\$ 23.070.319	\$ 23.727.416	\$ 24.439.256	\$ 25.172.374
Costo de mercadería vendida	\$ 9.802.888	\$ 12.079.924	\$ 15.490.772	\$ 19.644.680	\$ 18.514.485	\$ 18.985.722	\$ 19.555.307	\$ 20.141.919
Resultado bruto	\$ 2.293.541	\$ 2.922.208	\$ 4.060.598	\$ 5.007.107	\$ 4.555.834	\$ 4.741.695	\$ 4.883.949	\$ 5.030.455
Sueldos, cargas sociales y Comisiones	\$ 511.458	\$ 639.527	\$ 722.006	\$ 912.728	\$ 899.262	\$ 915.900	\$ 943.378	\$ 971.677
Servicio de almacenamiento	\$ 86.491	\$ 169.052	\$ 255.075	\$ 282.747	\$ 398.767	\$ 398.767	\$ 398.767	\$ 398.767
Gastos vehiculares	\$ 113.429	\$ 113.857	\$ 185.184	\$ 273.784	\$ 92.771	\$ 92.771	\$ 92.771	\$ 92.771
Otros gastos directos	\$ 60.950	\$ 49.960	\$ 81.848	\$ 324.237	\$ 148.549	\$ 148.549	\$ 148.549	\$ 148.549
Amortizaciones	\$ 240.000	\$ 240.000	\$ 240.000	\$ 240.000	\$ 240.000	\$ 176.174	\$ 176.174	\$ 176.174
Impuestos internos	\$ 250.277	\$ 389.630	\$ 473.539	\$ 635.585	\$ 660.001	\$ 634.200	\$ 653.226	\$ 672.821
Gastos directos	\$ 1.262.605	\$ 1.602.026	\$ 1.957.652	\$ 2.669.080	\$ 2.439.351	\$ 2.366.361	\$ 2.412.865	\$ 2.460.780
Resultado neto antes impuestos e intereses	\$ 1.030.936	\$ 1.320.182	\$ 2.102.946	\$ 2.338.027	\$ 2.116.483	\$ 2.375.333	\$ 2.247.1083	\$ 2.569.696
Intereses de deuda	\$ 151.173	\$ 81.618	\$ 221.397	\$ 94.628	\$ 20.064	\$ 331.986	\$ 414.601	\$ 140.493
Resultado neto antes impuestos	\$ 879.763	\$ 1.238.564	\$ 1.881.548	\$ 2.243.399	\$ 2.096.419	\$ 2.043.348	\$ 2.056.483	\$ 2.429.202
Imp. Ganancias	\$ 263.929	\$ 371.569	\$ 564.465	\$ 673.020	\$ 628.926	\$ 613.004	\$ 616.945	\$ 728.761
Resultado neto	\$ 615.834	\$ 866.995	\$ 1.317.084	\$ 1.570.379	\$ 1.467.493	\$ 1.430.343	\$ 1.439.538	\$ 1.700.442

Anexo 7 Flujo de crédito para rodado 2023

% y capital	100%	\$ 8.000.000
TEA	75%	
Sistema frances		
Plazo 4 años		

cuota	$ah=V0*(ih/(1-(1+ih)^{-n}))$
cuota	\$ 6.716.084

FF	Cap	Int	Cuota	Cap saldo	Iva	C total
1	716.084	6.000.000	6.716.084	7.283.916	1.260.000	7.976.084
2	1.253.147	5.462.937	6.716.084	6.030.769	1.147.217	7.863.301
3	2.193.007	4.523.077	6.716.084	3.837.762	949.846	7.665.930
4	3.837.762	2.878.322	6.716.084	-	604.448	7.320.531

Anexo 8 Flujo de crédito para capital de trabajo 2024

Cap	\$ 9.000.000
TEA	85%
Sistema alemán	
Plazo 3 años	

FF	Cap	Int	Cuota	Cap saldo	Iva	C total
1	3.000.000	7.650.000	10.650.000	6.000.000	803.250	11.453.250
2	3.000.000	2.186.620	5.186.620	3.000.000	229.595	5.416.216
3	3.000.000	1.093.310	4.093.310	-	114.798	4.208.108

Anexo 9 Escudo fiscal

Proyección sin apalancamiento	2023	2024	2025
Activo	\$ 3.659.932	\$ 3.536.906	\$ 3.415.469
Proveedores	\$ 887.466	\$ 914.090	\$ 941.511
Patrimonio Neto	\$ 2.772.466	\$ 2.622.816	\$ 2.473.958
Resultado neto antes impuestos e intereses	\$ 2.375.333	\$ 2.471.083	\$ 2.569.696
Imp. Ganancias sin apalancamiento	\$ 712.600	\$ 741.325	\$ 770.909
Resultado neto	\$ 1.662.733	\$ 1.729.758	\$ 1.798.787

Proyección con apalancamiento	2023	2024	2025
Activo	\$ 3.659.932	\$ 3.536.906	\$ 3.415.469
Préstamo rodado	\$ 403.026	\$ 190.679	\$ 80.358
Préstamo capital de trabajo	\$ 0	\$ 189.706	\$ 62.817
Proveedores	\$ 887.466	\$ 914.090	\$ 941.511
Pasivo	\$ 1.290.492	\$ 1.294.475	\$ 1.084.686
Patrimonio Neto	\$ 2.369.440	\$ 2.242.431	\$ 2.330.783
Resultado neto antes impuestos e intereses	\$ 2.375.333	\$ 2.471.083	\$ 2.569.696
Intereses de deuda	\$ 331.986	\$ 414.601	\$ 140.493
Resultado neto antes impuestos	\$ 2.043.348	\$ 2.056.483	\$ 2.429.202
Imp. Ganancias con apalancamiento	\$ 613.004	\$ 616.945	\$ 728.761
Resultado neto	\$ 1.430.343	\$ 1.439.538	\$ 1.700.442

Escudo Fiscal	2023	2024	2025
Diferencial de impuesto a las ganancias	\$ 99.596	\$ 124.380	\$ 42.148
Escudo fiscal / intereses de deuda	30%	30%	30%

Anexo 10 Encuesta realizada en diciembre del 2022 al gerente de una PyME de la ciudad de Santa Fe del rubro materiales para la construcción.

¿Qué antigüedad tiene la compañía? 25 años.

¿Cuántos empleados tienen? 28 empleados.

¿Con que infraestructura y equipamiento cuentan? galpones, camiones y locales comerciales.

¿Cuál es la forma jurídica? SRL

¿Cuál es la composición de la estructura de capital? es una empresa madura, por lo que tiene un crecimiento tendencial y financia está financiada únicamente con capital propio y créditos comerciales, estos oscilan en torno al 60% del inventario.

¿Cuál es su nivel de endeudamiento a corto plazo (menos de un año)? la firma cuenta con límite de descubierto que se utiliza en caso de necesidades de caja. En ocasiones también se descuentan cheques con el banco. También se cuenta con un nivel estable de cuentas por pagar y de adelantos de clientes. Esta financiación se utiliza para financiar parte del inventario.

¿Cuál es su nivel de endeudamiento a mediano plazo (de 1 a 3 años)? ninguno

¿Cuál es su nivel de endeudamiento a largo plazo (más de 3 años)? ninguno.

¿Motivo para elegir dichas fuentes de financiamiento?: el descubierto se utiliza solo para casos que surjan desequilibrios en el flujo de caja al igual que el descuento de cheques, aunque este cuenta con menor tasa. El crédito más conveniente es con proveedores y clientes ya que es sin intereses.

¿Están conformes con el nivel de endeudamiento? muy conformes al no tener prácticamente costos financieros, los clientes para cubrirse de la inflación realizan anticipos y eso permite asegurar la venta y planificar con tiempo las compras. El límite es la capacidad de acopio.

¿Cómo impacto en la rentabilidad y crecimiento del negocio las necesidades de financiamiento? la posibilidad de crecer sin necesidad de aumentar el capital de trabajo facilita ser más competitivo.

¿Conoce los beneficios crediticios para PyMEs? poco.

¿Han intentado acceder a algún crédito con beneficios para PyME? ¿Lo obtuvieron?
solo por compra de bienes de capital hace tiempo.

¿Han estimado el costo real de las tasas de interés con el ahorro impositivo y el efecto de la inflación? no por el momento al no usarlas.

¿Piensan que el endeudamiento podría aumentar la rentabilidad de tu negocio?
al no tener más necesidad de fondos que el que ya se tiene no se conveniente. En algún momento podríamos evaluar la conveniencia de financiarnos para crecer en infraestructura.

¿Cómo se realiza y con qué frecuencia la planificación financiera? Solo de corto plazo para no quedar descalzado.

¿Cuentan entre su personal con profesionales de ciencias económicas? Sí, hay dos contadores que trabaja en el área administrativa y se trabaja también con un estudio contable externo.

Anexo 11 Encuesta realizada en mayo del 2023 al gerente de una PyME de la ciudad de Santa Fe del rubro elaboración y distribución de productos alimenticios.

¿Qué antigüedad tiene la compañía? 5 años.

¿Cuántos empleados tienen? 14 empleados.

¿Con que infraestructura y equipamiento cuentan? salón, vehículos de reparto, 2 cámaras de congelado, 1 de media temperatura, túnel de congelado, máquinas de elaboración en acero inoxidable, envasadora.

¿Cuál es la forma jurídica? SAS

¿Cuál es la composición de la estructura de capital? 70% capital propio y 30% financiamiento de terceros.

¿Cuál es su nivel de endeudamiento a corto plazo (menos de un año)? 80%

¿Cuál es su nivel de endeudamiento a mediano plazo (de 1 a 3 años)? 20%

¿Cuál es su nivel de endeudamiento a largo plazo (más de 3 años)? No nos ha sido posible conseguirla.

¿Motivo para elegir dichas fuentes de financiamiento?: el de corto plazo es financiamiento con proveedores de insumos y materia prima sin costo financiero. El de medio plazo es el que se puede conseguir por las condiciones del país. Se utilizó para capital de trabajo y maquinaria.

¿Están conformes con el nivel de endeudamiento? Nos gustaría tomar más deuda para desarrollar nuevos proyectos, pero no nos es posible acceder a más por restricción de los prestamistas.

¿Cómo impacto en la rentabilidad y crecimiento del negocio las necesidades de financiamiento? El costo financiero reduce en un 3% el margen de ganancia, pero es más que compensado por el aumento de volumen que nos permite. El crecimiento es para financiar parte del crecimiento.

¿Conoce los beneficios crediticios para PyMEs? Sí se busca avanzar en las líneas especiales para PyMEs.

¿Han intentado acceder a algún crédito con beneficios para PyME? ¿Lo obtuvieron? Sí, obtuvimos un crédito bancario de una línea para PyMEs que a su vez por mediar la SGR y por ser industria logramos bajar 5% la tasa de este.

¿Han estimado el costo real de las tasas de interés con el ahorro impositivo y el efecto de la inflación? Lo medimos más bien según nuestra capacidad de pago y margen de ganancias. Lo importante es obtener el dinero a una tasa por debajo de nuestro rendimiento.

¿Piensan que el endeudamiento podría aumentar la rentabilidad de tu negocio?

Sí, el crédito se paga con aumento de volumen de negocio.

¿Cómo se realiza y con qué frecuencia la planificación financiera?

Es muy básica. La deuda comercial fluctúa en relación con las ventas y la bancaria es un margen relativamente bajo de la ganancia por lo que siempre se llega con holgura. De hecho, nuestro objetivo es aumentar el endeudamiento a mediano y largo plazo.

¿Cuentan entre su personal con profesionales de ciencias económicas?

No, ninguno. Solo personal administrativo y contador externo, pero sin incidencia en la planificación financiera.

Anexo 12 Encuesta realizada en diciembre del 2022 al gerente de sucursal de un banco de capital privado.

¿Con qué alternativas crediticias para PyMEs cuenta el banco? Descubierta en cuenta, chequeras, descuento de cheques, préstamos para capital de trabajo e inversión productiva.

¿Cuáles son los beneficios crediticios para PyMEs? con frecuencia salen líneas subsidiadas. En casi todas las alternativas la tasa está por debajo de la inflación.

¿Cuáles son los principales límites y obstáculos de las PyMEs para acceder al crédito? los balances se confeccionan para el fisco con el fin de minimizar la carga impositiva y no suelen reflejar la realidad de las PyMEs por lo que la calificación crediticia suele quedar disminuida y muchas veces por debajo de las necesidades de las PyMEs. Muchas veces las PyMEs no incluyen los inmuebles en la sociedad para limitar el riesgo por lo que le suelen faltar garantías reales para acceder a mayor crédito.

¿Qué interés tiene el banco para ofrecer créditos a PyMEs? el banco tiene mucho foco en este segmento y por más que algunas líneas no sean rentables, sí lo es el cliente en su conjunto

¿Considera buenas y suficientes las alternativas crediticias para PyMEs? sí, las herramientas que se ofrecen a las PyMEs son muy variadas y a tasas muy competitivas en relación con la inflación.

¿Qué otras se podrían ofrecer? hay distintos modos de instrumentar los créditos. Cada banco se enfoca en los instrumentos y segmento que mejor maneja. Las herramientas que el banco ofrece hoy a las PyMEs son variadas y se adaptan muy bien a sus circunstancias.

¿Cuál es el nivel de demanda de créditos para PyMEs? hay buena demanda en créditos para bienes de capital, no así para capital de trabajo. Por el contexto de alta inflación e incertidumbre los plazos de cobranza están muy reducidos por lo que la necesidad de financiar el capital de trabajo se ha reducido. Hay que tener en cuenta que esta modalidad suele repercutir negativamente en las ventas, pero el contexto no da mucho margen.

¿Considera que las PyMEs no quieren endeudarse o quieren, pero no pueden? Hay distintas realidades. Sigue habiendo muchos empresarios PyMEs con aversión al endeudamiento, por considerarlo de alto riesgo, lo cual no es así per se. Por otro lado, hay PyMEs con interés en tomar deuda para invertir y crecer, pero a muchas les faltan garantías y no suelen calificar para los montos de deuda que pretenden o necesitan.

¿Considera beneficiosas las alternativas crediticias para PyMEs? hoy en día los créditos tienen tasas negativas por lo que son aún más atractivos. Igualmente, el crédito será beneficioso siempre y cuando la empresa lo invierta en una actividad con rentabilidad por lo menos superior al costo financiero. Si bien el banco analiza todas las variables para otorgar un crédito, eso ya es asunto del empresario.

¿Qué considera que sería necesario para mejorar las condiciones crediticias? la información dura suele ser el principal obstáculo para acceder a mayores montos y a plazos más largos. En cuanto al contexto una menor inflación también bajaría las tasas, aunque el contexto inflacionario para algunos es una ventaja.

¿Le parece importante el papel que juegan las SGR en el acceso al crédito por parte de las PyMEs? sí, porque todo lo que viene avalado por SGR se aprueba de manera casi automática. Para el banco son operaciones muy seguras y por tanto le allanan el camino a las PyMEs.

¿Qué porcentaje de los créditos son directos con PyMEs y cuánto a través de SGR? algunos créditos salen con el aval de la SGR vinculada a este banco. Muy pocas salen con aval de otra SGR.

¿Qué beneficios otorga las SGR para la obtención de créditos? la ventaja que aporta la SGR es la de aumentar el margen inicial que le da la calificación crediticia del banco porque lo que avala la SGR es adicional a lo que el banco ofrece inicialmente.

Anexo 13 Encuesta realizada en mayo del 2023 al responsable de la Sucursal Santa Fe de Garantizar SGR.

¿Cuál es la función de las SGR?

Facilitar el acceso al crédito a las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) a través del otorgamiento de garantías. Las Sociedades de Garantía Recíprocas no prestan dinero, sino que emiten garantías para que las PyMEs accedan a financiamiento (bancario o mercado de capitales) permitiendo mejorar sus opciones de financiamiento.

Sobre lo expuesto, es de destacar que, el acompañamiento es mediante aval y la entidad financiera (banco o inversores mediante el mercado de capitales) otorgará el financiamiento para inversión y/o capital de trabajo.

¿Piensa que las PyMEs conocen los beneficios que les pueden ofrecer las SGR?

No, hay PyMEs que aún no terminan de conocer los beneficios que les pueden ofrecer las SGR. Tanto para los socios protectores como para los socios partícipes. Un ejemplo de cada uno es:

Protectores: beneficios impositivos – baja en la base imponible de ganancia – más rendimiento que posee el fondo una vez colocado los aportes.

Partícipes: hipotecar un inmueble y tener línea de financiamiento con distintas entidades bancarias o mercado de capitales. No dejan inmovilizado un bien en una sola entidad, dejando el inmueble en una SGR pueden utilizar los avales en distintas entidades.

¿Piensa que las PyMEs desaprovechan las posibilidades de endeudamiento?

Es de acuerdo con la política de la empresa, pero desde el punto de vista de crecimiento con financiamiento es un poco más rápido en sentido de ampliación edilicia, adquisición de máquina o capital de trabajo para obtener un mejor poder de compra.

¿Cuál es el perfil de las PyMEs que más utilizan los servicios de la SGR?

Depende el destino, la mayoría de las PyMEs buscan utilizar los servicios de las SGR, las que lo conocen incentivan a las demás junto con la gremial empresaria (centros comerciales, unión industrial, cámaras de distintos tipos) las SGR atienden a todos los sectores (micro, pequeñas y medianas en sus tramos I o II) que posean certificado PyME.

¿Qué porcentaje de crédito se destina a capital de trabajo y a inversión productiva?

En porcentaje sería un 60% utilizan avales para Proyectos de inversión (ampliación, construcción, mejoras edilicias, maquinarias, equipos) y un 40% capital de trabajo, giro habitual de la empresa.

¿Cuáles son los instrumentos mayormente avalados?

La diaria hace que la mayor parte de los instrumentos avalados sean los cheques de pago diferido, pero no en volumen otorgados sino en cantidad de valores mediante el mercado de capitales o entidades bancarias.

Se puede considerar que los instrumentos son operaciones bancarias o en mercado de capitales, pero existen otras que son las comerciales, donde una empresa puede recibir los avales de garantizar para ampliar las cuentas corrientes de sus clientes.

¿Qué beneficios otorga a las PyMEs el aval de la SGR?

Acceso al financiamiento con una baja de tasa y repago asegurado para las entidades bancarias.

¿Qué oportunidades de desarrollar el acceso a los créditos ve viables?

Sería importante acceder mediante las cooperativas o mutuales a microcréditos o a las que necesitan un salto o su primer financiamiento importante para el desarrollo del emprendimiento a la empresa, ya que estas entidades poseen llegada a territorio, el inconveniente es que se dificulta las tasas que otorgan dichas entidades a los beneficiarios.

Otro tema importante por desarrollar son las Cadenas de Valor de los distintos sectores, donde se pueden observar gran cantidad de empresas que necesitan tecnología o desarrollar productos mejorando la calidad de estos dentro de la cadena.