

## Financiamiento práctico de Pymes

Zicari, Adrián

En este artículo nos referiremos a la problemática del financiamiento de Pymes, con particular énfasis en la situación argentina. Este enfoque distintivo se justifica ampliamente, dado que en nuestra opinión, gran parte de lo escrito en materia de gestión financiera no resulta directamente aplicable para una Pyme nacional. Concretamente, mucha de la bibliografía existente hoy en Argentina corresponde a traducciones que han sido originalmente escritas para otro contexto (normalmente el mercado norteamericano). Aunque también hay mucha y muy buena doctrina local, ésta habitualmente ha adoptado de modo acrítico los axiomas vigentes en mercados desarrollados.

Mencionaremos a continuación algunos puntos que deberíamos revisar para nuestro contexto:

**Sociedades de capital:** en teoría, las sociedades comerciales son en su mayoría sociedades de capital (por ejemplo, sociedades anónimas). Esta característica permitiría la fácil transmisión de la propiedad entre los socios e incluso la incorporación de nuevos socios. Sin embargo, en la realidad, los socios de una Pyme son normalmente elegidos por sus capacidades personales, confianza recíproca y trabajo en común. Sabemos por tanto que es muy difícil vender una parte de una Pyme a un comprador externo minoritario y que son más que excepcionales los procesos de apertura de capital (por ejemplo, venta parcial a inversores financieros o salida a la bolsa).

**Horizonte de tiempo:** en teoría este horizonte es ilimitado, dado que cualquier socio puede vender su tenencia en cualquier momento, bien sea a otros socios o a inversores externos. En la realidad, como hemos antes explicado, al ser las Pymes unas sociedades más bien personales, el horizonte de cualquier proyecto de inversión en la empresa debe necesariamente considerarse en función de los proyectos personales de los socios y eventualmente, de sus herederos.

**Movilidad de capital:** según la bibliografía corriente, cualquier proyecto de inversión que sea rentable (cuya tasa de rendimiento será mayor que el costo de capital) conseguirá fondos para su realización. En otras palabras, los libros de texto dan por sentado que si un proyecto es bueno, los fondos de inversores no tardarán en aparecer. Sin embargo, estamos habituados a ver muchos buenos proyectos que por distintos motivos no obtienen el capital inicial necesario. En algunos casos, esto sucede por la antes mencionada dificultad de incorporar nuevos socios financieristas, en otros casos quizás esto corresponda a distintas restricciones institucionales del mercado de capitales y a limitaciones del financiamiento público (banca de desarrollo). Lamentablemente y a pesar de los esfuerzos que se han hecho, la bolsa argentina no ha logrado aun ser un canal de financiamiento para el común de las empresas: ésta cuenta con apenas algo más de cien empresas cotizantes y con un volumen de operaciones muy bajo, el cual resulta incluso bajo comparativamente con otras bolsas de la región.

**Escasez crónica de financiamiento formal:** según la teoría, una empresa rentable y de riesgo razonablemente reducido consigue créditos bancarios e incluso puede financiarse en el mercado de capitales mediante instrumentos de deuda (descuento de cheques en la bolsa, Obligaciones Negociables). Sin embargo, la realidad cotidiana indica que la financiación bancaria es normalmente bastante restringida (nótese el uso de la expresión "conceder" un crédito, sólo se nos "concede" algo que es difícil de obtener).

Dados los factores antes mencionados, específicos de la realidad de las Pymes argentinas, procuraremos aquí presentar algunas ideas prácticas. Algunas de estas ideas apuntan al mejor aprovechamiento de los escasos recursos financieros con que cuenta la Pyme; otras ideas, en cambio, procuran corregir (o al menos morigerar) algunos de los problemas antes mencionados. Si bien no se pretenden agotar todas las posibilidades, sí se pretende ilustrar al lector acerca de las principales herramientas concretas con que se puede comenzar a gestionar las finanzas de una Pyme argentina [\(1\)](#).

### 1. Gestión más eficiente de los propios fondos

Aunque pueda parecer obvio, no siempre se saca el mejor partido a la propia capacidad financiera de la

empresa. Algunas situaciones típicas pueden ser las siguientes:

- No se gestiona adecuadamente las cuentas por cobrar, en parte porque se supone que de hacerlo, se corre el riesgo de perder ventas. Esto es, la compañía fija una política de cobros (digamos sesenta días), pero en los hechos, no se toman medidas concretas si los cobros se postergan más allá de dicha previsión. Es cierto que para una Pyme puede resultar costoso dedicar trabajo a analizar permanentemente las cuentas por cobrar y gestionar los cobros. También es verdad que el mero énfasis de la empresa en el control de la cobranza genera tensiones con los vendedores, quienes normalmente no están demasiado interesados en la rapidez de la cobranza (dado que habitualmente las comisiones son medidas en términos de ventas, no en términos de cobranzas). Sin embargo, para una Pyme el control de cobranzas es una decisión que no debe postergarse. Normalmente resulta conveniente una gestión estricta de las cuentas por cobrar, aun a riesgo de perder algunos clientes, frente al mayor costo financiero que implica una cobranza crónicamente demorada.

- Una gestión de stocks (mercaderías finales y materia prima) demasiado laxa. En este punto juegan algunas razonables precauciones pero quizás también cierta confusión por parte de directivos comerciales e industriales:

- Los comerciales quieren lógicamente contar con un amplio stock: una extensa gama de productos y gran cantidad de existencias en cada ítem, para asegurarse de que no se perderán ventas por faltas de stock. Recordemos además que el personal del área comercial está normalmente remunerado en función de las ventas y que el costoso financiamiento de un gran stock no les impacta directamente en su salario.

- Por otro lado, los industriales quieren asegurarse el funcionamiento sin interrupción de la planta fabril y desearán por tanto contar con una fuerte reserva en materias primas, con mayor razón si las mismas son importadas, hay que transportarlas desde largas distancias o resulta difícil obtenerlas (proveedores oligopólicos o monopolísticos). Recordemos que cualquier parada de una planta por falta de materia prima es una situación lamentable: los costos fijos siguen existiendo y se reduce fuertemente eficiencia de la producción en el período.

Lógicamente, tanto en el caso de los comerciales como en el caso de los industriales hay razones de peso que justifican una criteriosa inversión en stocks. Aun así, estas razones deberán necesariamente cotejarse con el costo de financiar estos altos niveles de stock.

- Confusión entre gestión de la rentabilidad y gestión financiera: por ejemplo, podemos estar haciendo grandes esfuerzos para pagar en plazos cortos a fin de obtener un descuento por pronto pago. Sin embargo, a veces puede ser más conveniente pagar el precio de lista (sin el descuento por pronto pago) si ello implica ahorrar el costo de un descubierto bancario. Puede a veces suceder lo mismo en la gestión de stocks: un descuento importante en nuestro costo de aprovisionamiento nos puede inducir a "sobre-estockearnos", recargando a la empresa con una inversión excesiva en mercaderías que demorarán mucho tiempo en liquidarse. Aquí también es posible que lo que se ganó con el descuento por volumen se pierda con el costo financiero de un stock demasiado grande.

- Demasiado poco énfasis en las mediciones financieras, en particular las referidas al Ciclo de Caja (Días de Cobro más Días de Stock menos Días de Pago). Véase que en esta simple fórmula podemos apreciar los factores más significativos de las finanzas operativas y que en consecuencia debemos implementar acciones que permitan reducir los Días de Cobro (por ejemplo, las mencionadas gestiones de cobro), disminuir los Días de Stock (por ejemplo, reduciendo la gama de productos) y extender los Días de Pago (por ejemplo, consiguiendo nuevos proveedores que puedan darnos más plazo de pago).

## **2. Especial cuidado con los Proyectos de Inversión**

Como ya sabemos, las nuevas iniciativas de la empresa (proyectos de inversión) deberían evaluarse conforme criterios de valor. Esto es, si las mismas generan más valor que su costo de oportunidad, lo cual puede medirse bien sea con el método de Valor Actual Neto o con el método de Tasa Interna de Retorno. Más allá de los pros y contras de cada método de evaluación, la realidad es que estos métodos resultan más apropiados para una gran empresa: después de todo, si el proyecto tiene un VAN positivo, una gran empresa puede normalmente encararlo más allá de las dificultades de financiación del proyecto. Sin embargo, para una Pyme la situación es muy diferente: cuántas veces hemos visto emprendimientos muy razonables desde el

punto de vista de la creación de valor que han debido cerrarse o venderse porque la Pyme no tenía "espaldas" financieras para aguardar la recuperación de la inversión. En otras palabras, para la evaluación de un proyecto de inversión en el entorno de una Pyme, el primerísimo criterio debería ser el período de recupero o período de repago. Obviamente, ello no quita la conveniencia de utilizar además los otros criterios tradicionales, pero siempre ellos vendrán en segundo lugar. Los fondos son muy escasos para una Pyme y el uso extremadamente cuidadoso de esos fondos debe ser la prioridad para de la gestión de ese tipo de firma.

### **3- Liquidación de Activos Ociosos**

Aunque parezca ilógico, todos conocemos casos donde una Pyme se aferra a activos ociosos, que no sólo no le rinden ningún provecho, sino que además tienen un enorme costo de oportunidad (dado que comprometen una inversión que podría ser utilizada rentablemente en otra aplicación). A veces, la empresa mantiene durante años un inmueble con la expectativa de alguna utilización que no llega a materializarse. Mientras tanto, la empresa tiene que hacer grandes esfuerzos financieros para mantener sus operaciones. Puede quizás ser cierto que el inmueble vaya valorizándose con el tiempo, pero habrá que ver si esa supuesta valorización realmente compensa el costo de financiar esa inversión.

Por ejemplo, una empresa industrial del centro de Santa Fe tuvo durante mucho tiempo un gran stock de matrices, que habían quedado de trabajos que fueron encargados a lo largo de muchos años. La dirección no deseaba desprenderse de esas matrices, con la idea de que quizás alguna de ellas podría ser útil para un nuevo trabajo. Sin embargo, un rápido análisis demostró que aquella eventualidad era más que improbable y que en consecuencia mantener esas matrices era una mala asignación de recursos. Resultó más conveniente deshacerse de ellas y liberar espacio en los depósitos de la fábrica.

### **4- Precaución en los compromisos financieros**

En principio parecería que un activo fijo propiedad de la empresa da "solidez" al balance, especialmente de cara a los acreedores y bancos. Pero la realidad es que muchas veces la empresa puede diseñar su modelo de negocios con un menor compromiso financiero. Por ejemplo, puede resultar conveniente alquilar oficinas en vez de comprarlas, tener mercaderías en consignación en vez de adquirirlas, tener la flota de vehículos a través de leasing. Aunque estemos habituados a pensar en términos de posesión de activos (nuevamente la "solidez" del balance) es posible que la empresa pueda lograr los mismos resultados sin ser formalmente dueña de estos activos. Esto es, controlar los activos sin ser propietaria de los mismos. Lógicamente, no siempre estas soluciones son posibles, pero al menos corresponde considerarlas como una alternativa.

### **5. Producción para pedidos, antes que para stock**

Como es sabido, lo normal es que la producción fabril se haga "para stock", esto es generando productos terminados que llenan los depósitos antes de que lleguen los pedidos. Sin embargo, lo cierto es que la situación financiera de la empresa será mucho mejor si se pudiera lograr producir para pedidos (según sea el sector donde se opere, esto a veces puede no ser posible). Por supuesto, producir "para stock" puede a primera vista resultar atractivo, porque los costos fijos se distribuyen dentro de una producción más grande (con lo que el costo unitario resulta menor). También parecería interesante contar con mercadería en stock lista para vender, como un mayor argumento de venta. Sin embargo, esto debería compararse con las ventajas de la producción para pedidos, en particular el hecho de que la inversión financiera en nueva producción será mínima ya que la misma sólo corresponderá a pedidos ya hechos. Además, no se corre el riesgo de fabricar productos que quizás no lleguen a venderse, o que deban liquidarse a precio descontado. Aun una conversión parcial al modo de producción para pedidos puede implicar un beneficio importante para la empresa. Según sea el caso, puede suceder incluso que la firma pueda solicitar adelantos a los clientes cuando éstos encargan sus pedidos, lo que ayudaría aun más a la salud financiera de la compañía.

### **6. Planificar el nivel de "retiros"**

Como vimos al principio, cada Pyme está fuertemente influida por las situaciones personales y familiares de sus socios, en particular por el nivel y periodicidad de sus "retiros" o dividendos. Recordemos aquí que según la teoría financiera clásica, el inversor debería ser indiferente frente a la alternativa entre dividendos y crecimiento del valor de la acción. Sin embargo, esto no es lo que suele suceder en una Pyme y en este sentido, cada empresa puede ser un caso totalmente distinto. No será lo mismo una Pyme cuyos socios tengan

un estilo de vida más bien dispendioso que otra empresa cuyos socios hagan modestos "retiros" y estén dispuestos a esperar que la sociedad crezca en el tiempo. En el primer caso, el horizonte de cualquier decisión tenderá a ser más corto. En el segundo caso, en cambio, se puede gestionar la firma de otro modo, con mayor enfoque en el crecimiento del valor de la empresa. Lo importante para quienes gestionen la firma es tener bien en claro cuál es la expectativa de los socios de la empresa con respecto a los "retiros", pues esta expectativa condiciona fuertemente los objetivos financieros de la firma.

Más aun, es bien posible que varios tipos de socios convivan en la misma firma. Por ejemplo, una importante clínica de larga trayectoria tiene algunos socios que son médicos y que trabajan regularmente en la institución. También la clínica tiene socios no médicos, que en la mayoría de los casos han heredado la participación accionaria de padres médicos. Claramente en este caso la visión de ambos tipos de socio es totalmente distinta: los accionistas-médicos ven la sociedad como su lugar de trabajo y sólo aspiran a un nivel mínimo de dividendos en tanto que los accionistas-herederos pretenden en cambio un nivel más importante de dividendos. Conflictos similares puede haber en una empresa de cualquier tipo donde haya socios que trabajan cotidianamente en la firma (y cobran por ello un sueldo), y haya además socios "externos" que sólo tienen acceso a la información de la empresa a través del balance anual.

Aunque no sea una práctica habitual, podría considerarse el diseño de diferentes acuerdos para cada socio, o tipos de socios. Quizás algunos socios podrían estar cómodos con la perspectiva de tener acciones preferidas, con la seguridad y estabilidad de ingresos que ello implica, aunque lógicamente ello implique resignar la posibilidad de un mayor valor. También resulta muy importante la posibilidad de dar opción de salida a los socios: por ejemplo fijar un acuerdo por el cual los restantes socios se comprometen a recomprar las acciones a un precio considerado adecuado por todas las partes. Un acuerdo de salida de este tipo ayuda a disminuir el conflicto cuando hay desacuerdos acerca de la política de dividendos, dado que las partes en desacuerdo saben que tienen la opción de vender su participación a un valor aceptable. Incluso conocemos el caso de una Pyme cuyos dos socios tienen constituidos seguros de vida a nombre de la sociedad. Está estipulado que al fallecimiento de cualquiera de ellos, la indemnización se utilizará para que la sociedad recompre a los herederos la participación del socio faltante. De este modo, se ha previsto con décadas de anticipación, un mecanismo de salida para los socios-herederos, quienes no necesariamente estarán interesados en la gestión del negocio.

### **7. Acercarse al Mercado de Capitales**

Resulta curioso ver cómo la mayoría de las Pymes considera (erróneamente) que el Mercado de Capitales es un ámbito exclusivo de las grandes empresas. Incluso muchos dueños de Pymes desconocen cómo funcionan las principales herramientas de crédito existentes en el Mercado de Capitales: el descuento de cheques y las Obligaciones Negociables. Sin entrar en mayores detalles, lo importante aquí es recordar que una Pyme bien puede emitir ONs y que los requisitos de esta emisión son bastante moderados (hay un regulación simplificada para las Pymes). A través de la calificación de la Pyme ante una SGR (Sociedad de Garantía Recíproca), la empresa puede tomar deuda en el mercado a una tasa que refleja el riesgo de la SGR y no el suyo propio (el que naturalmente sería mucho mayor). En otras palabras, mientras que una gran empresa puede emitir ONs con su propio riesgo (el que normalmente será bajo), una Pyme puede a través de la garantía de una SGR, acceder a una tasa a la que no podría llegar por sus propios medios.

También resulta importante tener en cuenta que el financiamiento a través de ONs no implica agotar las posibilidades de financiamiento bancario. Al contrario, cuando los bancos ven que una Pyme ha logrado acceso a la emisión de ONs, éstos perciben que tienen en el mercado de capitales a un formidable competidor para el financiamiento de largo plazo y que en consecuencia, deben ofrecer a la compañía crédito a mejores tasas.

Por otro lado, la emisión de Obligaciones Negociables es un paso muy fuerte para la firma, representa su entrada al mercado de capitales, con todo lo que ello implica: mayor exposición pública, mejor imagen corporativa e incluso mayores posibilidades, con el tiempo, de poder aspirar a la cotización bursátil.

### **8. Apertura de capital: incorporación de nuevos socios**

Aunque la apertura de capital no sea propiamente un modo de financiamiento, resulta muy adecuado

considerar esta posibilidad. Técnicamente el capital del que dispone la empresa sigue siendo el mismo, pero el mismo está distribuido entre una mayor cantidad de socios. ¿Cuáles son las posibles ventajas de esta medida? En primer lugar, puede considerarse interesante la incorporación de nuevos socios por sus capacidades técnicas, habilidades, sus contactos o relaciones que puedan aportar. También un socio prestigioso o de reconocida solvencia puede resultar conveniente para mejorar la imagen frente a acreedores o bancos. Pero en el plano estrictamente financiero, la incorporación de nuevos socios puede ser de ayuda para facilitar la concreción de los acuerdos de salida mencionados en el punto anterior. De este modo, se pueden "reciclar" los socios de la empresa, quedando dentro de la firma aquellos socios que compartan una misma visión acerca del manejo de la compañía. Por otro lado, este proceso de apertura del capital permite a la empresa y a los socios prepararse para eventual incorporación de mayor capital.

Aunque resulta un tema delicado, debe necesariamente considerarse la problemática de la información contable, la que será más rigurosamente observada por socios "externos". Estos socios, al no participar en el día a día de la gestión de la empresa, necesitan de información contable transparente y fiable, que en muchos casos la Pyme no estaba habituada a preparar. Es muy posible incluso que los nuevos socios "externos" requieran que los estados contables estén certificados por algún auditor de su confianza. Aquí está uno de los habituales obstáculos de un proceso de apertura de capital: los dueños originales se ven obligados a exponer con mayor rigor el reporte periódico de su gestión, además de sujetarse al escrutinio de los nuevos socios. Además, este reporte habitualmente más exigente implica mayores costos (quizás implementación de sistemas de gestión más modernos e inversión en controles internos).

### **Conclusión**

Aunque el financiamiento práctico de una Pyme en Argentina resulta una tarea harto compleja, no por ello es imposible. En este artículo se ha procurado ofrecer un elenco de herramientas, algunas sencillas, otras más complejas, las que pueden en su conjunto ofrecer muchas posibilidades de mejora. Es nuestro deseo que este listado resulte de utilidad concreta para quienes tienen a su cargo la enorme responsabilidad de asegurar la continuidad y crecimiento de una Pyme en el país.

(1) Aunque el autor trabaja actualmente en el Essec Business School de Paris, éste ha vivido y trabajado durante muchos años en Argentina.

© Thomson Reuters