

# **FINANCIAMIENTO PYME: OPERATORIA DE CHEQUES DE PAGO DIFERIDO EN EL MERCADO BURSATIL**

**Juan M. Salvatierra**

**Eduardo Quiroga**

**Fabián D. Pirrone**

*Universidad Nacional de La Plata*

*SUMARIO: 1. Introducción; 2. Marco Jurídico del Cheque de Pago Diferido; 3. Operatoria de los ChPD; 3.1 Negociación y Cotización de los ChPD; 4. El financiamiento de las empresas en el mercado de capitales; 5. Las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMES); 6. Los Fondos Comunes de Inversión bajo reglamento PyME; 7. Volúmenes Operados; 8. Conclusiones; 9. Anexo*

Para comentarios: [juanmanuel.salvatierra@econo.unlp.edu.ar](mailto:juanmanuel.salvatierra@econo.unlp.edu.ar)  
[eduardo.quiroga@econo.unlp.edu.ar](mailto:eduardo.quiroga@econo.unlp.edu.ar)  
[FPirrone@bancopatagonia.com.ar](mailto:FPirrone@bancopatagonia.com.ar)

## **1. INTRODUCCIÓN**

Uno de los canales a través de los cuales las bolsas y mercados de valores participan en la economía real cada vez en mayor medida es en el financiamiento de capital de trabajo, negocios y proyectos de pequeñas y medianas empresas.

Según Benedit M. (2010)<sup>1</sup>, las PyMEs son el motor de la economía, no solo en Argentina sino en todos los países del mundo. Una de las principales características que tienen estas empresas es que su tamaño les permite ser “ágiles” y flexibles con lo cual se adaptan más fácilmente a cambios y pueden aprovechar mejor ciertas oportunidades. Dicho esto, y pensando en alternativas que favorezcan el desarrollo del sector PyME en Argentina, la pregunta es ¿Cuál es el rol del mercado de capitales frente a las PyMEs?

La respuesta a esta pregunta es: brindarle productos sencillos y útiles para acercarlos. Aunque hay mucho por hacer y por mejorar en este sentido, lo que se hizo en los últimos años desde la bolsa no es poco. Antes de la crisis de 2001 prácticamente no había productos para financiar a las PyMEs fuera del circuito bancario, pero con la crisis de 2001 y la apropiación de los depósitos algo en la relación banco-empresa se rompió y se abrió una puerta para que el mercado de capitales se convierta en una alternativa válida para financiar a las PyMEs.

A mediados de 2002 se crea el Departamento PyME en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) con el objeto de informar a las PyMEs sobre los instrumentos disponibles, los elementos y las características necesarias para ingresar al sistema

---

<sup>1</sup> Reporte de investigación y actualidad de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 31/05/2010.

bursátil. De esta manera, las PyMEs cuentan con un sector especializado y con un régimen simplificado para operar.

Además de las ventajas particulares que ofrece cada uno de los instrumentos de financiación disponibles para las PyMEs, y sumado a los beneficios fundamentales de financiarse a través del mercado de capitales, las PyMEs encuentran motivos específicos para recurrir a la Bolsa:

- El Departamento PyME de la BCBA las atiende en forma directa sin cargo alguno
- Acceso a los agentes de bolsa interesados en la atención de PyMEs
- En la Bolsa no existen productos “enlatados”, los instrumentos se arman a medida financiera de la PyME
- Transparencia: la PyME conoce la tasa que percibe el inversor, los costos del agente de bolsa y de esta manera puede deducir fácilmente su tasa final o tasa activa.

Un aspecto a considerar, tal como menciona Franco, M. (2010)<sup>2</sup>, *“tampoco parece haber un gran interés genuino y real por parte de las PyMEs debido a la falta de cultura financiera del empresario PyME argentino que no identifica al mercado de capitales como una alternativa de financiamiento accesible”*.

Así como también, todo empresario debe entender que el mercado de valores no reemplaza a la acción de los bancos sino que actúa como fuente complementaria de financiamiento.

Según Diéguez H. (2010)<sup>3</sup>, *“el mercado de capitales es un recurso estratégico para las PyME, con esto quiero decir que en un contexto económico variable, la más sufrida ante la restricción de créditos es la PyME y en esos casos si no tenes acceso al crédito puede poner en riesgo la continuidad de la empresa. Entonces, poder acceder al mercado de capitales, independientemente que la tasa sea alta o no, es estratégico y las PyMEs lo deberían tener en cuenta aunque no lo usen”*.

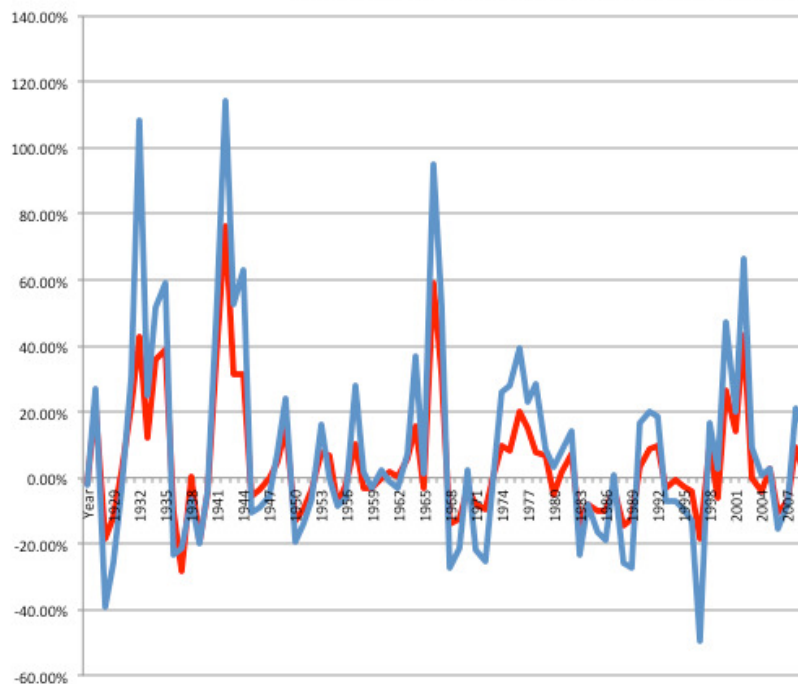
En este marco, la utilización del Cheque de Pago Diferido (ChPD) como instrumento de financiamiento en el mercado bursátil, fue una respuesta concreta de las instituciones del mercado de capitales argentino y del Estado, a las necesidades de las pequeñas y medianas empresas, en el contexto de post crisis económica, financiera y social vivida a partir del año 2001. Aunque el mencionado instrumento no sea usualmente negociable en los mercados bursátiles a nivel mundial, en nuestro país fue una salida muy interesante a la problemática de financiamiento. Permitió la formalización de prácticas habituales en los negocios, el descubrimiento de tasas justas en mercados transparentes, contra un sistema informal reinante en nuestra economía. Asimismo, este vehículo fue y es para miles de empresas la puerta de acceso y primera experiencia en el mercado de capitales.

Por otra parte, las experiencias de los inversores institucionales y pequeños en mercados desarrollados como los Estados Unidos de América, demuestran las virtudes en invertir en pequeñas y medianas empresas en las distintas carteras de activos (Ver Figura 1). Históricamente las acciones de empresas chicas y medianas presentan mejor performance a través del tiempo que las grandes compañías en Argentina y en otros

<sup>2</sup> Entrevista realizada por la UBA, 2010.

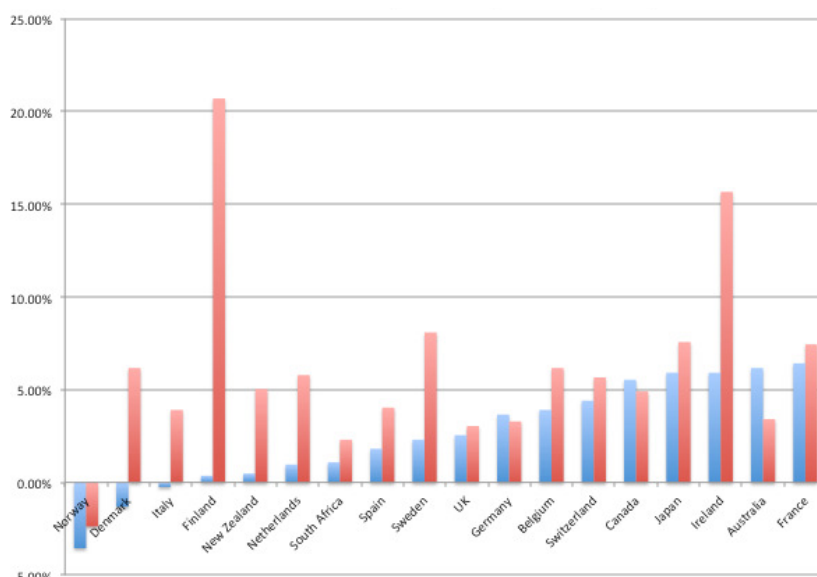
<sup>3</sup> Entrevista realizada por la UBA, 2010.

mercados del mundo. Dentro de las estrategias de inversión más usadas para invertir en crecimiento (*growth*) de valor es la de comprar acciones de baja capitalización bursátil o denominadas en inglés como *small cap*. Como dijimos, los rendimientos históricos de estas clases de organizaciones han sido significativamente superiores a los de alta capitalización en plazos largos de tiempo, según lo demuestran diversos estudios realizados. Por otro lado, existe evidencia empírica de la experiencia en otros países desarrollados donde el retorno de las carteras de inversión es superior en el sector de empresas de *baja capitalización* versus los de *alta capitalización*.



**Figura 1: Efecto y prima de rendimiento de las Pequeñas Empresas (baja capitalización bursátil) a través del tiempo, sobre el mercado (línea roja) y sobre las Grandes Empresas (alta capitalización bursátil)(línea azul) (1927-2010). Fuente: Aswath Damodaran.**

Haciendo referencia de algunas evidencias empíricas a nivel global, en el Reino Unido, el trabajo de Dimson y Marsh analizaron el universo de acciones inglesas entre los años 1955 y 1984 y encontraron que los retornos de las empresas PyMES superaron en un 7% anual en todo el período a las empresas de “alta capitalización”. En otra parte de Europa, como es en Francia, el trabajo de Bergstrom, Fraschure y Chisholm encontraron una diferencia aún mayor para las acciones de empresas pequeñas y medianas francesas entre los años 1975 y 1989, con un retorno superior en 8,8% anual. En una latitud oriental, como es Japón, Hamao en su investigación encontró un premio (prima) adicional de 5,1% anual entre los años 1971 y 1988 (Damodaran, 1998). Asimismo, se observa en la Figura 2 el trabajo extraído de Damodaran, estableciendo la prima anual ganada por acciones de pequeña capitalización sobre las de gran capitalización en el largo plazo y en el período específico desde el 2000 al 2011.



**Figura 2: Evidencia empírica global. Prima anual obtenida por acciones de pequeña capitalización sobre las de gran capitalización en el largo plazo (barras azules) y en el periodo 2000-2011 (barras rojas). Fuente: Aswath Damodaran (2012)**

Por el lado de los inversores, que serán el otro lado del financiamiento de las PyMES, para que la inversión en empresas de *baja capitalización* sea exitosa, es esencial la disciplina y diversificación de las acciones por sectores de la economía, buscar distintas fuentes de información diferentes a las tradicionales y tener presente que el horizonte de inversión tiene que ser de largo plazo. Los costos transaccionales de invertir en empresas de baja capitalización son mayores a los que hay para invertir en empresas de alta capitalización, y los volúmenes de liquidez son menores, por ello el mayor riesgo que exponen al invertir en esta clase de empresas.

La importancia y significatividad de las PyMES y las microempresas en los distintos países del mundo es indiscutible trayendo a colación cualquier indicador económico, financiero y/o social. Como ejemplo, la importancia en los países de América Latina, radica en su gran participación en la generación de fuente de trabajo dado que supera el 50% del mercado laboral y en la mayoría de ellos supera los dos tercios del total (Cohen Arazi y Baralla, 2012). Aunque el mayor desafío se encuentra en el desarrollo de la competitividad de los distintos países para obtener mayor valor agregado por ocupado. Asimismo, según el informe de los autores mencionados del IERAL que incluye varios años de análisis, en la Argentina la participación de las MiPyMES en el empleo formal alcanza al 70,2%, y la contribución de las MiPyMES al PBI es del 53,7%. Y si se toma para la Argentina, los datos calculados a partir del año 2004 definiendo a PyMES como empresas con menos de 100 empleados, se tiene que la participación relativa en el empleo formal alcanza el 66,3%, y con un aporte al nivel de actividad del 50,2%.

## 2. MARCO JURÍDICO DEL CHEQUE DE PAGO DIFERIDO

El título circulatorio de mayor importancia en la Argentina sin lugar a dudas es el cheque, por la cantidad de transacciones y operaciones comerciales que se realizan con los mismos. Con la reforma del régimen jurídico realizada con la Ley N° 24.452 en el año 1995 se trató de incorporar todas las situaciones de negociación de un cheque, e incorporar el instituto del *Cheque de Pago Diferido* encuadrando situaciones y

prácticas habituales que se daban en lo comercial. Esta ley incorpora la existencia de dos clases: los *cheques comunes* y los *cheques de pago diferido*.

Las distorsiones que se venían presentando en los objetivos de los usos y costumbres comerciales de este título, principalmente se vieron a partir de la Ley 23.549 del año 1.986, que reformó al Decreto-Ley 4.776/1963. A modo de enunciación general, y a efectos de la temática que nos convoca, se puede afirmar que la operatoria con los cheques mostraba una frecuente posdatación, colocándose una fecha de libramiento posterior a la real convirtiéndose en un medio de crédito vulnerando el carácter de título a la vista. Por tal motivo, dentro de los objetivos de la reforma de la Ley de Cheques fue el de reconocer y formalizar la relación jurídico-comercial de conseguir un fácil acceso al crédito, creando el Cheque de Pago Diferido. A su vez, con la enunciación del procedimiento de registración del ChPD determinó mayor seriedad en los procesos de cobro, como así garantizar y reforzar las posibilidades de cobro con la incorporación del aval al cheque. Dando la posibilidad de que los bancos otorguen un aval bancario autorizando la emisión de certificados nominativos transferibles. Y tiene la característica de título de crédito circulatorio al poder endosarse libremente y transferirse.

Los antecedentes legislativos en la incorporación del funcionamiento del ChPD fueron extraídos en su mayoría y utilizada como fuente la Ley promulgada en la República Oriental del Uruguay en el año 1975 (Barbieri, 1995). La creación del ChPD, trajo distintos debates jurídicos dado que no lo consideran como cheque, porque para tener esa naturaleza le falta un elemento que es la esencia de los cheques: ser pagadero a la vista, en función de su carácter de pago (Gómez Leo, 2004). Se lo considera al ChPD como un instrumento de crédito con una fisonomía parecida a una letra de cambio domiciliada, regulado dentro de la Ley de Cheques. Con la sanción de la Ley N° 24.760 se incorporaron características al ChPD para su correcto funcionamiento, como el plazo de vencimiento ya no es más a cierto tiempo vista de la registración, sino que es a una fecha determinada.

El Cheque de Pago Diferido (ChPD), está definido en el artículo 54 del Capítulo XI de la Ley del Cheque N° 24.452 y modificatorias en la cual lo define a este instrumento como *“una orden de pago, librada a fecha determinada posterior a la de su libramiento, contra una entidad autorizada en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto.”* Es decir, este título de crédito cambiario contiene una orden de pago que se abonará en el plazo fijado en el propio documento, comenzando a contarse a partir del acto formal de *registración*. Con ello se crea un verdadero medio de obtener (y en simultaneo conceder) crédito, con vencimiento a cierto tiempo vista, retardando en el tiempo el pago del título. Por lo que es un título de crédito cambiario, ya que como documento es necesario para ejercer su derecho representado, y al poder ser transmitido por endoso contiene su carácter cambiario. Asimismo, el ChPD no puede ser considerado como un medio de pago, ni la entrega de los mismos es plena fuerza de cancelación ya que solo se efectivizará al transcurrir el plazo estipulado en el documento (Barbieri, 1995).

El Poder Ejecutivo Nacional (PEN), a través del Decreto 386/2003 modifica la Ley de Cheques, establece que los ChPD pueden ser transferidos y depositados en la Caja de Valores S.A. para su depósito, y posterior negociación en las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores autorregulados del país. El mencionado decreto modificó los Artículos 12 y 56 del Anexo I de la Ley de Cheques. Como así introduce el ChPD

como un instrumento bursátil y elimina la cláusula “no a la orden” cuando el ChPD sea depositado en Caja de Valores para su posterior negociación en el Mercado de Valores. La oferta primaria y la negociación secundaria de los cheques de pago diferido no se considerarán oferta pública comprendida en el Artículo 16 y concordantes de la Ley N° 17.811 y no requerirán autorización previa.

Este Decreto fue introducido especialmente para que las PyMES pudieran acceder a una fuente de financiamiento diferente de las existentes hasta el momento en el sistema financiero. Su negociación en Bolsas de Comercio y Mercados de Valores posibilitó una sensible reducción del costo financiero en que debía incurrirse para obtener fondos de modo anticipado, así como una mayor transparencia en la operatoria como veremos más adelante. Por su parte la Caja de Valores S.A. dictó un Reglamento Operativo y el Merval las disposiciones para su negociación.

La Resolución General 452/2003 de la Comisión Nacional de Valores (CNV) establece el Marco Normativo para las modalidades autorizadas y la reglamentación de la negociación de estos instrumentos por parte de las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores. Y la Resolución de Consejo 2/2003 de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) establece el reglamento de cotización de los ChPD y la información a presentar por el librador o avalista. Y la Circular N° 3502 del Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL), establece las condiciones de negociación y liquidación de la operatoria.

Como ya dijimos, el ChPD es una orden de pago librada a una fecha determinada, posterior a la de su lanzamiento, contra una entidad autorizada, en el cual el librador (emisor del cheque) debe tener a la fecha de vencimiento los fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto, dentro de los límites de registro que autorice el girado. El plazo máximo admitido para la emisión de un cheque de esta naturaleza es de 360 días, y el mínimo de 30 días. Estos plazos son bastante largos como medio de financiamiento de corto plazo, aunque sin llegar a ser tan prolongados como los de la letra de cambio o el pagaré.

De acuerdo al régimen establecido para la cotización de ChPD tanto las empresas que cotizan valores negociables como aquéllas que no puedan acceder a esta operatoria deben cumplir los requisitos fijados. El ChPD deberá contener las siguientes enunciaciones esenciales en formulario similar, aunque distinguible, del cheque común:

1. La denominación "cheque de pago diferido" claramente inserta en el texto del documento.
2. El número de orden impreso en el cuerpo del cheque.
3. La indicación del lugar y fecha de su creación.
4. La fecha de pago no puede exceder un plazo de 360 días.
5. El nombre del girado y el domicilio de pago.
6. La persona en cuyo favor se libra, o al portador.
7. La suma determinada de dinero, expresada en números y en letras, que se ordena pagar por el inciso 4 del presente artículo.
8. El nombre del librador, domicilio, identificación tributaria o laboral o de identidad, según lo reglamente el Banco Central de la República Argentina (BCRA).
9. La firma del librador. El Banco Central autorizará el uso de sistemas electrónicos de reproducción de firmas o sus sustitutos para el libramiento de cheques, en la medida que su implementación asegure confiabilidad de la operatoria de emisión y

autenticación en su conjunto, de acuerdo con la reglamentación que el mismo determine.

Por otro lado, el ChPD, registrado o no, es oponible y eficaz en los supuestos de concurso, quiebra, incapacidad sobreviniente y muerte del librador.

### **3. OPERATORIA DE LOS CHPD**

Los ChPD permiten a las empresas financiarse en la Bolsa a través de la colocación en el mercado de cheques propios o de terceros, obteniendo una tasa activa final más conveniente a la de otros sistemas de financiamiento. Este instrumento se comenzó a utilizar, como ya dijimos como necesidad luego de la crisis económica, financiera y social que la Argentina comenzó a vivir a fines del 2001, y puesto en funcionamiento pleno desde el año 2003 en el sistema bursátil. Vale mencionar que nunca hubo problemas de incumplimiento por parte del emisor de estos títulos circulatorios.

#### **3.1 NEGOCIACIÓN Y COTIZACIÓN DE LOS CHPD**

La mencionada Resolución de Consejo N° 2/2003 emitida por la BCBA reglamenta la cotización de los cheques de pago diferido, al tiempo que Caja de Valores S.A. (CV) dictó el “Reglamento Operativo de Cheques de Pago Diferido”. Cabe mencionar, que si bien la Resolución del Consejo N° 2/2003 de la BCBA hace referencia a tres modalidades de negociación de los ChPD (Patrocinado, Avalado y Cotización Directa), la CNV, por Resolución N° 14689/2003 sólo aprobó las modalidades Patrocinada y Avalada, en un primer momento. Por su parte, el Merval emitió en diciembre de 2003, la Circular 3502 estableciendo las características para la negociación de ChPD.

El reglamento de Cotización de la BCBA en su artículo 11 inciso f) establece que pueden ser admitidos a la cotización cualquier otra clase de títulos, instrumentos o activos negociables, sean de crédito, participación social o representativos de bienes. De ahí surge la idea de la cotización de los cheques de pago diferido pero al no estar contemplado específicamente (taxativamente) se reglamentó a partir de la resolución anteriormente mencionada. Los ChPD son negociados en subastas bursátiles con sistemas electrónicos, donde los agentes y sociedades de bolsa ingresan las tasas de descuento ofertadas por los distintos inversores.

#### ***El Sistema Avalado:***

En este sistema, la negociación es avalada por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) o por una entidad financiera. Las SGR son sociedades comerciales que tienen por objeto facilitar el acceso al crédito de las PyMES a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones, permitiéndoles garantizar cualquier tipo de compromisos u obligaciones susceptibles de apreciación dineraria.

Es decir que en este sistema los ChPD a ser negociados deben contar con el aval de una SGR o de una entidad financiera respecto de la seguridad de su cobro llegada la fecha de vencimiento del título de crédito. Estas instituciones serán a su vez las que soliciten la autorización de la cotización de los ChPD avalados, resguardando la identidad del beneficiario y del emisor del cheque. Las SGR participantes emitirán un aval sobre los ChPD librados por sus miembros o socios partícipes. En el caso de que el otorgante del aval sea una entidad financiera, la misma emitirá un certificado de

aval sobre el ChPD que será negociado, el cual será retenido por esta y luego depositado en la Caja de Valores S.A. En el caso de un incumplimiento eventual del librador del ChPD, la entidad avalista asume el pago en tiempo y forma, es decir que se cubre el riesgo crediticio. Una vez que la SGR es autorizada por la Bolsa, las PyMES pueden negociar los cheques de sus clientes en los cuales las PyMES son beneficiarias.

Se aplicarán a las SGR las disposiciones relativas a las libradoras. Con igual alcance se admitirá la cotización de los cheques avalados por los fondos de garantías a los que se refiere la ley N° 25.300 (Fondos de Garantía). El importe máximo de cheques avalados por las SGR o Fondos de Garantía que podrá encontrarse en todo momento en el depósito de la Caja de Valores no podrá exceder el 80% del monto del Fondo de Riesgo o Fondo de Garantía constituido, según surja del último estado contable presentado.

En el caso que la SGR acredite haber suscripto con FOGAPyME el reafianzamiento del Fondo Contingente en el marco de la Ley 25.300, la Bolsa podrá autorizar el incremento de dicho límite hasta el 120% según pautas que se informan en la Resolución.

### ***EL Sistema Patrocinado:***

Bajo el Sistema Patrocinado, las entidades libradoras de ChPD (sociedades comerciales, asociaciones civiles, cooperativas, mutuales y fundaciones) son las que solicitan la cotización de los ChPD emitidos por ellas a favor de terceros (proveedores) para que puedan ser negociados en las Bolsas de Comercio. Asimismo, mediante la Resolución 556/09 de la CNV, se agregan como potenciales libradors al Gobierno Nacional, los gobiernos provinciales y municipales, entes autárquicos y empresas del estado.

Dentro de esta modalidad la BCBA incluyó otra variante para las sociedades que cotizan sus acciones y obligaciones negociables bajo el régimen general, que soliciten la autorización de cotizar ChPD que hubieran recibido como beneficiarios en pago de la provisión de bienes y servicios, endosándolos a favor de la Caja de Valores S.A. Se convierten en endosantes de los ChPD recibidos y son responsables por el pago en el caso que no sean abonados a la fecha de vencimiento por los libradors originales.

En este caso, la empresa libradora es la que solicita la autorización de cotización de los ChPD que emite, en general, a favor de sus proveedores. Los distintos proveedores lo hacen efectivo en las bolsas a través de los diferentes agentes, siendo una fuente de financiamiento de las mismas. La empresas emisoras (patrocinantes) de los cheques presentan determinados requisitos en las distintas Bolsas, y son las que enfrentan el riesgo de crédito. Tienen un cupo operativo total vinculado a sus compras, deudas comerciales y patrimonio neto, de su último balance. La responsabilidad de pago corresponde a la libradora, que deberá tener los fondos suficientes en la cuenta bancaria especificada a la fecha de vencimiento del ChPD.

Para solicitar la cotización hay que tener en cuenta que los cheques no pueden ser por importes menores a \$ 1000 y deben ser endosados por el beneficiario a favor de la Caja de Valores S.A. para su negociación en el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. y depositados en ella por un agente o Sociedad de Bolsa. Para ser admitida su cotización deben presentar a la Bolsa de Comercio determinada documentación e



información. La Bolsa suspenderá el ingreso de cheques de pago diferido en el depósito de Caja de Valores de aquellas libradoras cuando mantengan atrasos superiores a treinta días corridos de la citada información.

Dentro de los noventa días de cerrado el ejercicio, la libradora deberá presentar los estados contables anuales conforme las exigencias de su respectivo organismo de control, con opinión fundada de Contador y del órgano de fiscalización y constancia de su aprobación por el órgano de administración.

Las libradoras autorizadas a la cotización de sus cheques deberán informar para su publicación, inmediatamente de producirse o de tomar conocimiento, cualquier hecho no habitual que por su importancia pueda incidir sustancialmente en el curso de las cotizaciones de los cheques (disolución; apertura de concurso preventivo, inicio de un acuerdo preventivo extrajudicial o solicitud de homologación, pedido de propia quiebra por la libradora, aparecer en la “Central de riesgo del B.C.R.A” como deudor-cartera comercial clasificado en categoría inferior a situación normal, etc.)

### ***El Segmento de Negociación Directa.***

La Resolución General N° 480/2005 de la CNV autorizó la negociación de ChPD en el Segmento Directo, que sólo se admite cuando son presentados por sus beneficiarios, comitentes vendedores, cuyo asiento principal de negocios registrado se encuentre localizado dentro del ámbito geográfico del mercado en que se negocie, o su zona de influencia. Esta modalidad conlleva un mayor riesgo y para operar se deben cumplir los recaudos establecidos en la RG N° 480. Esta modalidad ha tenido más aceptación en las plazas operativas del interior del país. Los cheques admitidos a cotizar en esta sección solo podrán ser adquiridos por los inversores calificados, y no por los minoristas.

La Bolsa podrá aceptar la cotización en forma directa, sin necesidad de solicitud por las libradoras o avalistas, cheques que además de cumplir con los requisitos establecidos en los incisos 1) y 2) del art. 2° de esta reglamentación, no existan respecto de sus libradores al momento de la autorización, signos evidentes que permitan decidir que su cobro se encuentre o pueda encontrarse obstaculizado, diferido, demorado, impedido o afectado por cualquier circunstancia.

## **4. EL FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS EN EL MERCADO DE CAPITALES**

Siguiendo el desarrollo y cronología de Fornero (2008), la empresa al tener una capacidad potencial de endeudamiento de largo plazo procura determinar de forma óptima la existencia y magnitud de ese nivel de capacidad (Donaldson, 1961). La dirección financiera firmemente se inclinaba por la generación interna como fuente de fondos, excluyendo los fondos externos excepto para casos ocasionales de necesidades de fondos inevitables. Luego en otro avance en el año 1969, Donaldson concluye que las ganancias por acción se ven directamente afectadas por la proporción de deuda en la estructura de capital. Por lo que resultaba evidente que el análisis de la maximización del valor patrimonial debe abordar el establecimiento del coeficiente óptimo de deuda a largo plazo. Sin embargo, se veía la indiferencia de los directivos financieros sobre los límites y la utilización del crédito como fuente de financiamiento.

Ya estaba planteado que el costo de capital de las firmas para evaluar inversiones no dependía solamente del costo de la deuda ni del costo del capital propio, sino que dependía de la cantidad que se utiliza de cada tipo de capital (Dean, 1951), lo que daría lugar al costo de capital promedio ponderado (CCPP o WACC – *weight average cost of capital*).

En 1963 Lindsay y Sametz, al costo marginal del capital propio y de la deuda, lo ubican en un esquema completo de financiamiento, opuesto al costo de capital promedio ponderado y a la perspectiva de equilibrio de Modigliani y Miller. El management de las distintas organizaciones aprovecha toda oportunidad de utilizar un medio de financiamiento que temporalmente tenga un menor costo, sin importar el orden de las distintas fuentes de fondos de la estructura de capital en camino hacia el equilibrio (Lindsay y Sametz, 1963).

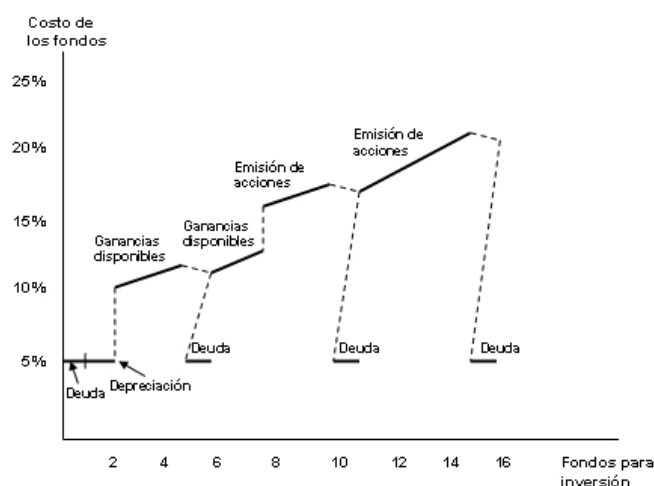


Figura 3. Fuente: FORNERO (2008) de Robert Lindsay y Arnold W. Sametz

La secuencia analítica en la utilización de fuentes de financiamiento de fondos con ganancias disponibles, luego con deuda, y por último emisión de capital, implica una curva en forma de S que antecede, el planteo de la teoría del *orden de preferencia* (*pecking order*). Dicho costo de los fondos crecen gradualmente, salvo cuando se cambia de ganancias no distribuidas a emisiones de acciones. La utilización de incorporar deudas es más frecuente de lo que se ve en la Figura 4, debido a que los intereses son deducibles del impuesto a las ganancias (*tax shield*-escudo fiscal) y a que la autoridad gubernamental de tiempo en tiempo reduce las tasas de interés.

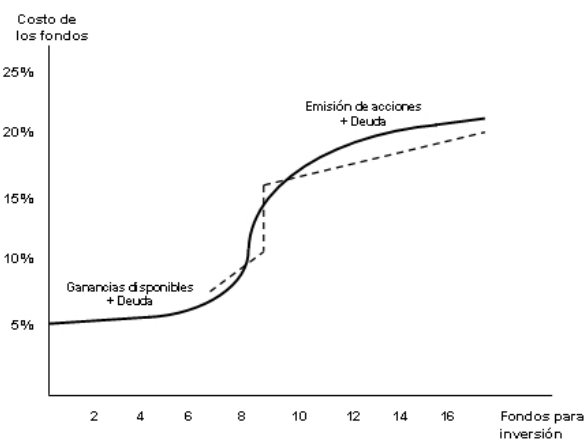


Figura 4. Fuente: FORNERO (2008) de Robert Lindsay y Arnold W. Sametz

La mencionada Teoría de la Preferencia o *Pecking Order*, enunciada por Stewart C. Myers (1984), fue iniciada en sus fundamentos por Joel Dean en 1951 al desarrollar las razones de la aversión al financiamiento externo y luego por los aportes ya vistos de Donaldson. Este trabajo acerca de las decisiones de financiamiento por orden de importancia establece preferencias de las fuentes, donde las empresas, en primera instancia se financian mediante recursos propios como beneficios retenidos y aportes de los propietarios, en caso de requerir fondos extras, recurrirán a préstamos bancarios y en último lugar a emisión de acciones (Myers, 1984). De esta manera se informa el nivel de importancia de cada una de las fuentes de financiamiento, de acuerdo al desarrollo del negocio y la vida de la organización. Una de las consecuencias de la hipótesis de pecking order es que no existe una estructura de capital definida, ni un coeficiente óptimo de endeudamiento, en el sentido de un nivel de endeudamiento que es conveniente mantener por su efecto en el valor de la empresa (Fornero, 2008).

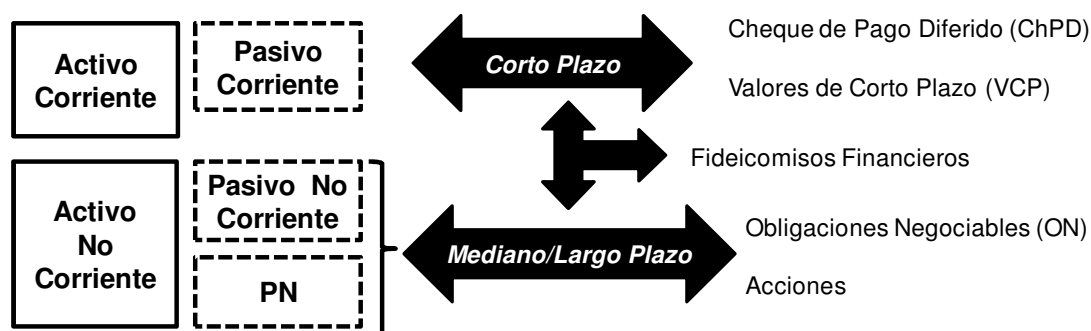
A las empresas las podemos determinar como un conjunto de activos que generan valor a los accionistas, para cumplir el objetivo de las finanzas de empresas. El valor actual de lo que genere ese activo debe ser maximizado por el *management* y esto depende en gran medida de cómo se financie el activo en cuestión. Esto último contrario a las proposiciones de Modigliani y Miller (1958), acerca de la irrelevancia de la estructura de capital.

Yendo a lo empírico, existen muchos estudios de años anteriores, como el relevamiento de la Unión Industrial Argentina (UIA) durante 2003 donde muestra que en la estructura de financiamiento de las empresa relevadas, el capital propio (inicial mas reinversión de utilidades) representaba a 2001 el 59,5% del financiamiento total (respecto de un 55,6% en 1994), mientras que otras Deudas (que incluye a Proveedores) representaba en 2001 un 33,4% del financiamiento total (contra un 27,1% en 1994), siendo que finalmente un 7,1% está financiado con bancos (contra un 17,3% en 1994). Estas cifras son consistentes con las que surgían de relevamientos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) (1999), que expone que más del 60% de las empresas utilizan fondos propios (De Giusti y otros, 2010).

Bebczuk (2000) encuentra que el financiamiento promedio en países de América Latina, el 80,6% del financiamiento proviene de la reinversión de ganancias (con 79% en el caso de Argentina), mientras que solo 7,4% (6,9% para Argentina) surge del crédito de los bancos.

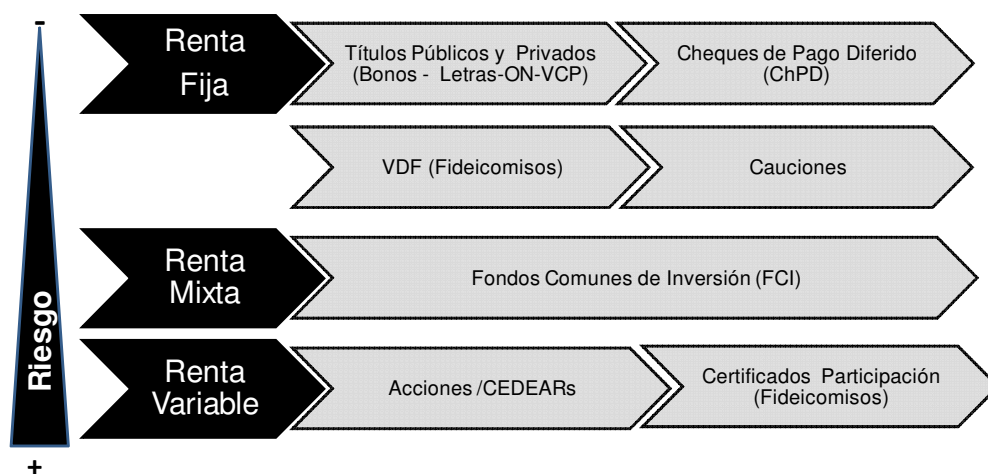
Como expresan en su trabajo Dapena y Dapena (2003), la evidencia empírica Argentina demuestra que tanto la reinversión de ganancias, como el crédito de proveedores, representan la principal fuente de financiamiento de las empresas PyMES en Argentina, ya que son las fuentes menos expuestas a costos de asimetría de información.

Por otro lado, dejando el sistema bancario, en nuestro país existen diversas alternativas de financiamiento en el mercado de capitales. En la siguiente Figura 5 se muestran los usos (aplicaciones de fondos) y las fuentes de financiamiento (orígenes de los recursos) tanto con capital ajeno como propio, y los distintos instrumentos para el corto, mediano y largo plazo.



**Figura 5. Fuentes de financiamiento (orígenes de los recursos) tanto con capital ajeno como propio, y los distintos instrumentos para el corto, mediano y largo plazo.**

Para financiar el capital de trabajo (o capital de giro), generalmente se realiza a través de los instrumentos denominados Valores de Corto Plazo (VCP) o los títulos de crédito vistos en el presente trabajo, los ChPD. Cuando se busca el financiamiento de activos de más largo plazo, se busca la decisión de emitir títulos de deudas corporativas (*corporate bonds*) llamados en Argentina obligaciones negociables (ON) o la emisión de acciones en sus distintas clases (capital). De los instrumentos disponibles en el mercado va a depender el nivel de riesgo de cada uno de ellos, que van a enfrentar los distintos inversores de acuerdo el rendimiento esperado de los mismos. Entendiendo al riesgo como la variabilidad (volatilidad) de los futuros rendimientos de una inversión en torno a su valor esperado.

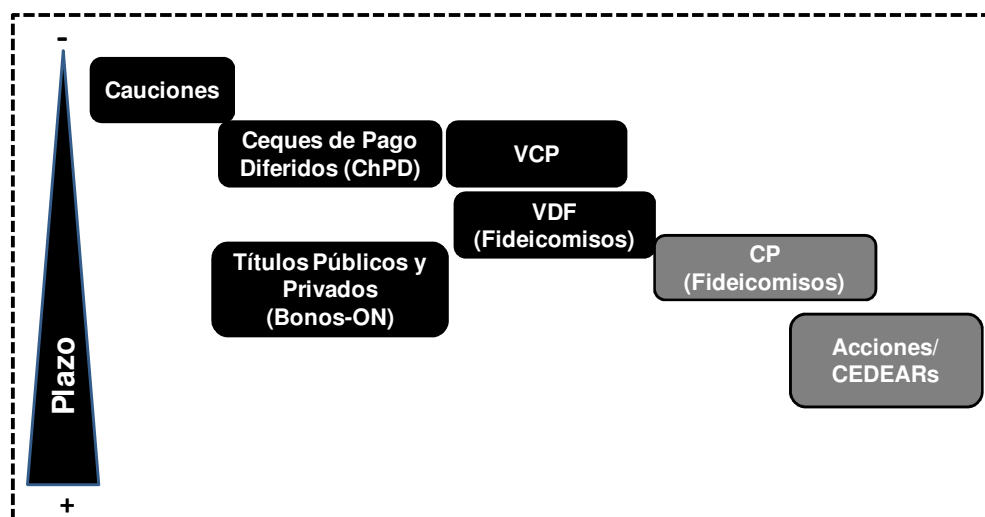


**Figura 6. Clasificación de los instrumentos financieros de acuerdo al nivel de riesgo.**

Al establecer categorías de mercados de renta variable, mixta o fija se busca identificar el nivel de riesgo que asumen los distintos inversores con respecto al rendimiento del capital. Como se demuestra en la Figura 6, por un lado tenemos los activos denominados de Renta Fija (aquellos para los cuales se encuentra establecido en forma anticipada el flujo de fondos futuros -que incluye los intereses- que nos van a pagar por un período de tiempo determinado) son los menos riesgosos, como pueden ser los títulos de deuda pública y privados (ON y VCP), los ChPD, los valores de deuda fiduciaria (VDF) de los fideicomisos y las cauciones. Luego los instrumentos de Renta Mixta que poseen una mezcla de activos de renta fija y variable, como pueden ser las cuotas partes de fondos comunes de inversión. Y por último, los activos más riesgosos los de Renta Variable (aquellos en los cuales los pagos futuros dependen, por ejemplo, del resultado de una actividad determinada, donde se corre el riesgo total del negocio), como las acciones, los CEDEAR (Certificados de Depósitos Argentinos que son certificados representativos de depósito de acciones de sociedades extranjeras u otros

valores, sin autorización de oferta pública en nuestro país) y los certificados de participación (CP) de los fideicomisos.

Por otro lado, podemos clasificar los diferentes plazos que tienen cada uno de los instrumentos financieros que existen en el mercado de capitales argentino, como se observa en el Cuadro 1.



**Cuadro 1. Plazos de inversión para los distintos instrumentos financieros.**

Las acciones PyMES cuentan con un régimen simplificado de presentación de información. Pueden obtener recursos financieros a menor costo a través de la incorporación de socios y así optimizar su estructura financiera. La experiencia en nuestro mercado mostró en el panel PyME de cotizaciones de la BCBA una de cal y otra de arena, como fue la Oferta Pública Inicial de las empresas Insumos Agroquímicos (INSUAGRO) y Desarrollo de Acuerdos Comerciales (DACSA) en el año 2006. En el año 2011 con la salida a bolsa para la apertura del capital de Ovoprot International, señala una luz en el camino para futuras emisiones.

## 5. LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS (PyMEs)

Con la promulgación de la Resolución N° 21/2010, que prevee la modificación de la Resolución N° 24/2001 en relación con la determinación del valor de las ventas anuales, la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (SEPyMEyDR) establece lo dispuesto por el Artículo 1° del Título I de la Ley N° 25.300, que serán consideradas Micro, Pequeñas y Medianas Empresas aquellas organizaciones cuyas ventas totales expresadas en Pesos (\$) no superen los valores establecidos en el cuadro que se detalla a continuación.

TAMAÑO	SECTOR				
	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Micro Empresa	610.000	1.800.000	2.400.000	590.000	760.000
Pequeña Empresa	4.100.000	10.300.000	14.000.000	4.300.000	4.800.000
Mediana Empresa	24.100.000	82.200.000	111.900.000	28.300.000	37.700.000

Las ventas totales anuales, se consideran el valor de las ventas que surja del promedio de los últimos tres (3) balances o información contable equivalente adecuadamente

documentada, excluidos el impuesto al Valor Agregado, el impuesto interno que pudiera corresponder y deducidas las exportaciones que surjan de los mencionados balances o información contable hasta un máximo del treinta y cinco por ciento (35%) de dichas ventas.

### ***Los problemas financieros de las PyMES.***

De las diversas problemáticas que se le atribuyen a las empresas calificadas como PyMES, podemos enunciar algunas referidas a nuestro objeto de estudio. Este tipo de empresas son proclives a niveles muy altos de informalidad económica, y sus sistemas de financiación más habituales son de corto plazo. Habitualmente demuestran falta de capital de trabajo, con la consecuente dependencia crediticia a entidades financieras o acreedores de mayor tamaño. El diseño actual de sistemas de créditos, como podrían ser los que ofrecen los bancos, no fomentan los préstamos pequeños a medida, por sus altos costos de administración y análisis. Carecen de información estandarizada y homogénea, para la toma de decisiones tanto individual como del sector mencionado. Distintos avances se están desarrollando en el sistema bancario desde el BCRA y de organismos estatales para fomentar el crédito productivo para las PyMES a tasas razonables, bajo distintos programas de financiamiento, guiado fundamentalmente por la reciente reforma de la Carta Orgánica del Banco Central.

Un importante obstáculo es el desconocimiento en general de las PyMES de las herramientas alternativas de financiamiento que existen en el mercado, ya sea a través organismos estatales como la SEPyMEyDR, del Mercado de Capitales o de otras herramientas que facilitan el acceso a través de avales.

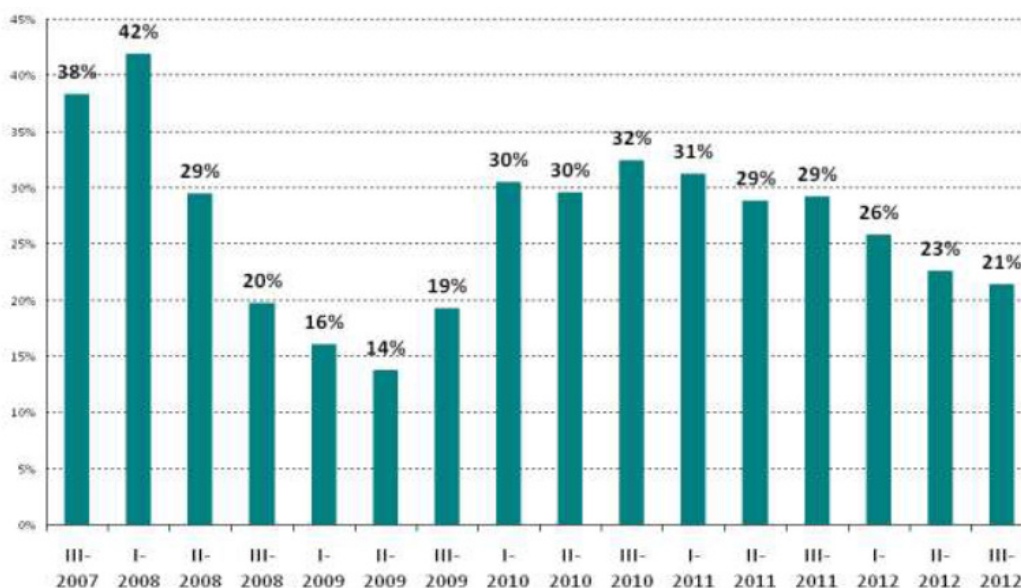
Retomando al trabajo de Cohen Arazi y Baralla (2012), en la parte de su estudio acerca del acceso al financiamiento como obstáculo, para las pequeñas empresas argentinas es el segundo obstáculo más importante, mientras que para las medianas es el principal. Estiman que para el 13,5% de las pequeñas empresas argentinas y un 19,2% de las empresas medianas consideran el acceso al financiamiento como un obstáculo. Estos indicadores la ubican a la Argentina, relativamente por encima de la mayoría de los países de América Latina, concluyendo que las PyMES argentinas están entre los países donde el acceso al financiamiento se considera como un obstáculo importante. Por otro lado en Argentina, se observa que de las pequeñas empresas sólo el 38% dispone de acceso al financiamiento bancario, mientras que para las medianas esta cifra es de 58,9% y para las grandes de 75,3%, reflejando una situación diferenciada por tamaño de empresa. Sin embargo independientemente del país que se analice, en general las PyME tienen un menor acceso al crédito bancario que las empresas grandes.

Por otro lado, el acceso al mercado de capitales se analiza en el mencionado trabajo, a través de la proporción de empresas que son sociedades anónimas y cotizan en bolsa. Muestra que la proporción de empresas en estas condiciones es baja en general en la región, pero Argentina ocupa las últimas ubicaciones en los rankings. Asimismo concluye que mientras mayor es el tamaño de empresa, se tiene una proporción mayor de empresas con acceso al financiamiento bancario o al mercado de capitales. Por su parte, en el segmento PyME de Argentina se presenta con indicadores generalmente inferiores a los de la gran parte de los países latinoamericanos, especialmente en comparación con sus competidores directos en los mercados externos, como es el caso de Chile, Brasil, Uruguay, Paraguay y Colombia en materia de financiamiento bancario señalando una posible desventaja competitiva (Cohen Arazi y Baralla, 2012 con fuente IERAL sobre la base de Banco Mundial).

Los principales problemas y más relevantes de las PyME industriales argentinas en el transcurso de este año 2012, según la Fundación Observatorio PyMES y de la Encuesta Coyuntural a PyME industriales, en base a sus Informes de Coyuntura PyME industriales del primer, segundo y tercer trimestre estuvieron relacionados con los aumentos en los costos laborales, la disminución en los márgenes de rentabilidad y los aumentos en los costos de las materias primas. La suba de los costos directos de producción y la disminución en los márgenes de rentabilidad se mantuvieron en el segundo y tercer trimestre, como las principales preocupaciones de los industriales PyME, cuestiones que afectan prácticamente a la totalidad de las empresas. En particular, durante el segundo trimestre aumentó la relevancia de los problemas del empresariado por las subas en los costos salariales, con respecto al primer trimestre de este año, explicado en parte por un comportamiento estacional y por la resolución de acuerdos salariales por las paritarias. En el ranking de los principales problemas de las PyME industriales, ocupa el sexto lugar las *dificultades de financiamiento* para estos períodos analizados.

Durante el primer trimestre de 2012 las necesidades de financiamiento aumentaron para el 41% de las PyME industriales encuestadas, como resultado de la caída de sus utilidades que es su principal fuente de financiamiento. Financiamiento que se destinaría principalmente a cubrir dificultades de corto plazo (73%), financiar proyectos de inversión (18%) y otros (9%). En el segundo trimestre de 2012, las necesidades de financiamiento aumentaron para el 40% de las PyME industriales, con la misma fundamentación dada en el primer trimestre. Dichos recursos se destinarían a cubrir dificultades de corto plazo (78%), financiar proyectos de inversión (7%) y otros (15%). Y por último en el tercer trimestre de 2012, las necesidades de financiamiento aumentaron para el 35% de las PyME industriales (menor a los trimestres precedentes), con la misma fundamentación dada en el primer trimestre. Los recursos se orientarían a cubrir dificultades de corto plazo (76%), financiar proyectos de inversión (13%) y otros (10%). Esta proporción de financiar mayoritariamente dificultades de corto plazo, se mantiene en valores similares desde comienzos de 2009 en esta encuesta.

Por otra parte, en el tercer trimestre del 2012 el porcentaje de industriales PyME que planeaba invertir en los próximos tres meses fue del 21%, proporción que ha ido cayendo en los últimos trimestres desde el tercer trimestre del 2010 como se observa en la Figura 6. Por otro lado, el informe muestra una importante desconexión entre las PyME industriales y las líneas de crédito promovidas por el Estado Nacional, ni planea solicitar créditos bajo este tipo de condiciones. Asimismo esta Fundación, elabora trimestralmente el Índice de Confianza Empresaria PyME que mide el humor empresarial, se consulta al empresario la sensación sobre su empresa (y la rentabilidad), su sector de actividad y el país, variable que condiciona las decisiones de producción e inversión a corto y mediano plazo en las PyME industriales. Dicho índice incluye condiciones actuales, expectativas futuras y momento para invertir.



**Figura 7: Fuente: Encuesta Coyuntural a PyME industriales. Tercer Trimestre de 2012. Fundación Observatorio PyME. Inversiones: ¿Tiene previsto realizar inversiones durante el próximo trimestre? (% de empresas)**

En un informe especial de la misma Fundación acerca de Inversión y financiamiento en diferentes clusters de PyME industriales, de acuerdo a la problemática específica y enfocándonos en aquellas que son “*pequeñas sin financiación para invertir y crecer*”, las mismas se ven especialmente afectadas por tener dificultades en la obtención de financiamiento. El 79% son firmas pequeñas, de un promedio de 38 ocupados, con importante presencia relativa en el sector de Autopartes (6%), y concentradas en los sectores Textiles, prendas de vestir, cuero y calzado (18%), Metales comunes y productos de metal (14%), Alimentos y bebidas (13%) y Maquinaria y equipo (10%). De estas compañías más del 50% no invierte. Aunque la tasa de inversión en relación a las ventas es alta (10%), la falta de fondos es el principal límite a la inversión que poseen, como así la incertidumbre sobre la situación macroeconómica. Asimismo, una da cada tres empresas tiene algún proyecto de inversión frenado por falta de financiamiento bancario. La principal razón por la que los empresarios no solicitan créditos es porque consideran que los costos financieros son elevados o porque los plazos de cancelación son cortos. Por su parte, buscan fuentes de financiamiento externo alternativas, como financiamiento de proveedores o programas públicos, instrumentos a través de los cuales financian el 10% y el 6% de sus inversiones respectivamente. Y el 46% busca financiarse mediante descubierto en cuenta corriente.

Todos estos problemas mencionados, y las distintas dificultades que enfrentan las PyMES producen un círculo vicioso de su crecimiento, del cual se le hace muy difícil salir. Al no tener suficiente capital no acceden al crédito; al no tener suficientes créditos poseen un bajo crecimiento; y por bajo crecimiento poseen capital insuficiente (Muñoz, 2006).

Una opción viable para romper este círculo vicioso de la falta de crédito es facilitar el acceso de las PyMES al mercado de capitales. El regulador debe dictar un marco propicio para su desarrollo transparente e eficiente, con normas especiales y protegiendo al inversor minorista. Por otro lado las distintas bolsas y mercados deben cumplir su rol activo para acercar a las PyMES al mercado. La nueva Ley del Mercado de Capitales promulgada recientemente que entre otras cosas elimina la autorregulación, y la reglamentación de la misma que se debe realizar, plantea



esperanzas y a su vez interrogantes en la efectividad de su espíritu dinamizador e integrador.

En estos años, distintos esfuerzos se han realizado desde la CNV y la BCBA, en la implementación de un sistema único y simplificado para la documentación que deben presentar las PyMES que quieran emitir obligaciones negociables, enmarcado en el Decreto N° 1087/1993. Actualmente existen en la BCBA unas cuantas empresas que califican como PyMES, que no tienen un Comité de Auditoría como lo requiere el Decreto 677/2001 del régimen de transparencia de oferta pública, por estar dentro de una norma especial. Estos tipos de costos, entre otros alientan las dificultades de actuar en el mercado de capitales.

Una de las herramientas como ya se ha desarrollado, para cubrirse del denominado riesgo PyME es utilizar los sistemas de garantías establecidos en la Ley N°25.300 de las PyMES. Por un lado puede ser a través de las SGR, que como ya se explicitó tienen por objeto facilitar el acceso al crédito de las PyMES a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones, permitiéndoles garantizar cualquier tipo de compromisos u obligaciones susceptibles de apreciación dineraria. O con sistemas de garantías de fondos provinciales específicos o a través del Fondo de Garantía para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (FOGAPyME). El FOGAPyME (aprobado mediante Decreto 1.074/2001) tiene por objeto otorgar garantías en respaldo de las que emitan las SGR y ofrecer garantías directas, hasta el 25 %, a las micros pequeñas y medianas empresas y formas asociativas comprendidas en el artículo 1 de dicha Ley, a fin de mejorar las condiciones de acceso al financiamiento de las mismas.

La entrada al mercado de capitales por parte de las PyMES es una muestra de aptitud de calidad en su financiamiento, permitiendo una diversificación de sus fuentes de financiamiento. Si se tiene en cuenta que una emisión de ON o Fideicomiso tiene la evaluación, de la CNV, de la BCBA y calificación de riesgo que le da una SGR para otorgar un aval se puede decir que a la PyME emisora se le comienzan a abrir las puertas de distintas entidades financiadora, nacionales o extranjeras.

## **6. LOS FONDOS COMUNES DE INVERSION BAJO REGLAMENTO PYME.**

En términos generales, los Fondos Comunes de Inversión (FCI) son un vehículo de inversión colectiva con mucha información pública y transparencia. Se constituyen con un patrimonio integrado por títulos valores y dinero pertenecientes a diversas personas a las que se les reconocen derechos de copropiedad indivisa. Los mismos no constituyen una sociedad y carecen de personería jurídica, y están enmarcados jurídicamente en la Ley N° 24.083. Varias personas confían su dinero a una institución que, mediante administradores profesionales de carteras, invierte en diversos tipos de activos financieros para lograr un objetivo específico. En Argentina, esta industria actualmente administra un total de más de 44.000 millones de pesos.

Particularmente, los Fondos Comunes de Inversión PyMES tienen su marco regulatorio en un régimen especial establecido en la Resolución General N° 534 de fecha 28/08/2008 de la CNV, en la que establece las condiciones operativas especiales para fondos que inviertan en esta clase de activos. Estas condiciones y características están especialmente orientadas a generar mayores restricciones a los rescates del capital invertido entendiendo que son fondos de baja liquidez.

Asimismo tiene el espíritu de generar un incentivo para que los inversores posean horizontes de largo plazo. Como así, el sentido de introducir plazos prolongados para la constitución de la cartera dando a estos fondos un poder de negociación especial y una mayor capacidad de análisis. Y el propósito tan ansiado, de fortalecer el desarrollo y crecimiento de las PyMES en el mercado de capitales.

Las características en términos generales de este Régimen Especial son:

- Los Rescates de cuotas partes deberán ser preanunciados con 10 días hábiles de anticipación y se pueden pagar en siete días hábiles posteriores a la solicitud.
- Los fondos poseen 180 días desde cada suscripción para la inversión de los mismos en el plan de inversiones.
- Al menos un 75% debe estar invertido en empresas medianas (Capitalización de Mercado menor a \$ 500 millones) y pequeñas y de ese porcentaje, un 40% absoluto debe estar invertido en PyMES (según la RG 582/2010 de CNV) en valores negociables emitidos por PyMES (incluidos cheques de pago diferido) mientras que el porcentaje restante podrá completarse mediante inversiones en valores negociables emitidos por empresas constituidas en el país de baja capitalización bursátil y/o instrumentos de otras entidades cuya emisión detente como objetivo o finalidad el financiamiento de PyMES.

La enunciada precedentemente Resolución General N° 582/10 de la CNV establece que las empresas consideradas como PyMES, son las que registren hasta el máximo de las ventas totales anuales, excluido el Impuesto al Valor Agregado y el Impuesto Interno que pudiera corresponder, expresado en pesos (\$), detallados en el cuadro que obra a continuación:

SECTOR TAMAÑO	AGROPECUARIO	INDUSTRIA Y MINERIA	COMERCIO	SERVICIOS	CONSTRUCCION
PEQUEÑA EMPRESA	8.200.000	20.600.000	28.000.000	8.600.000	9.600.000
MEDIANA EMPRESA	48.200.000	164.400.000	223.800.000	56.600.000	75.400.000

Para considerar las ventas totales anuales se entiende el valor que surja del promedio de los últimos tres (3) años a partir del último balance inclusive o información contable equivalente adecuadamente documentada. También son consideradas PyMES aquellas compañías con facturaciones mayores que por algún motivo cuenten con autorización de CNV por encontrarse exceptuadas de constituir un Comité de Auditoría. Toda la documentación relativa al FCI deberá constar la mención “Fondo Común de Inversión Abierto PyMES” junto con la respectiva identificación particular.

#### ***El Objetivo de Inversión de los Fondos PyMES.***

El objetivo de estos fondos en general, es invertir al menos un 75% del portafolio de inversiones en activos que compongan el objeto especial de inversión en instrumentos destinados al financiamiento PyMES. Estos FCI pueden invertir en cualquier instrumento autorizado que permita dar financiamiento corto, mediano y largo plazo al segmento de empresas argentinas medianas y PyMES.

***Instrumentos Autorizados destinados al Financiamiento de PyMES.***

Seguidamente se detalla los Instrumentos en el mercado local destinados al financiamiento de PyMES.

- Acciones de Sociedades Anónimas
- ***Cheques de Pago Diferido***
- Obligaciones Negociables
- Obligaciones Negociables Convertibles en Acciones
- Valores de deuda de Corto Plazo
- Títulos de Deuda de Fideicomisos Financieros
- Títulos de Deuda del Estado Nacional y del Banco Central y depósitos bancarios, hasta que se complete el plan de inversiones.
- Derechos cotizables sobre instrumentos representativos de capital y/o deuda.

***La diversificación de las carteras de los FCI PyMES.***

La diversificación de la cartera de estos fondos, establece como ya se estableció como mínimo un 75% del portafolio será invertido en activos que compongan el objeto especial de inversión, es decir que sean instrumentos destinados al financiamiento de PyMES.

El cuarenta por ciento (40%) del porcentaje indicado precedentemente deberá invertirse en valores negociables emitidos por PyMES (incluidos cheques de pago diferido) mientras que el porcentaje restante podrá completarse mediante inversiones en valores negociables emitidos por empresas constituidas en el país de baja capitalización bursátil y/o instrumentos de otras entidades cuya emisión detente como objetivo o finalidad el financiamiento de PyMES. El monto de capitalización de Empresas Argentinas y PyMES debe ser inferior a los \$ 500.000.000.

En el reglamento de gestión puede fijarse un período para la conformación definitiva de la cartera de inversión en los términos antes exigidos, el que no podrá exceder los 180 días corridos desde el lanzamiento del FCI. El plazo de preaviso para realizar rescates de cuotas partes de los FCI no podrá exceder el plazo de 10 días a la presentación de la solicitud si ésta representa más del 10% del Fondo.

***Fondos Comunes de Inversión PyMES disponibles en el mercado.***

Realizado un análisis y de acuerdo a la información brindada por la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión (CAFCI) y la CNV, existen en la Argentina 13 fondos autorizados actualmente, que están dentro del régimen especial de la RG N° 534/08 de la CNV descrito precedentemente. A continuación en el Cuadro 2 se detallan los trece fondos especializados con estas características:

Sociedad Gerente	FCI PyMES
Allaria Ledesma Fondos Administrados S.G.F.C.I.S.A	AL FCI Abierto PYMES
bST Asset Management S.G.F.C.I.S.A.	fST Empresas Argentinas Pymes
Cohen S.G.F.C.I.S.A.	Cohen FCI Abierto PYMES
Gainvest S.A.S.G.F.C.I.	Gainvest PYMES
Galileo Argentina S.A.S.G.F.C.I.	Galileo FCI Abierto PYMES
GPS Investments S.G.F.C.I.S.A.	GPS PyMES FCI Abierto
Investis Asset Management S.A.S.G.F.C.I.	Compass Argentina Abierto PyMES
Macro Fondos S.G.F.C.I.S.A	Pionero Empresas FCI Abierto Pymes
Pellegrini S.A.S.G.F.C.I.	Pellegrini Empresas Argentinas PyMES
RJ Delta Fund Management	RJ Delta Empresas Argentinas
SBS Asset Management S.A.S.G.F.C.I.	SBS Abierto Pymes
Schroder S.A.S.G.F.C.I.	Schroder Desarrollo y Crecimiento Abierto PyMES
Supervielle Asset Management S.A.S.G.F.C.I.	Premier Abierto PYMES

**Cuadro 2. Detalle de las Sociedades Gerentes y los FCI Abierto PyMES en base a CNV y CAFCI (diciembre de 2012).**

Estas sociedades gerentes, administran en total para esta clase de fondos destinados al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas un patrimonio neto mayor a los 1.100 millones de pesos, hasta mediados de noviembre de 2012. Representando alrededor del 2,6% del total de la estructura de la industria de FCI por clase de activos (*asset class*). En el Cuadro 3, se puede observar los distintos Patrimonios Netos administrados por las respectivas Sociedades Gerentes. Estas sociedades representan a los cuotapartistas (inversores) y al fondo en todo acto de administración y gestión, dirigen y administran los FCI, deciden las compras, constitución de certificados de depósitos, traslados de fondos, determina el valor de las cuotapartes y ordena los pagos de rescates, entre otras funciones.

En el mencionado cuadro se puede observar la atomización de la inversión en los distintos FCI, liderado el mercado por el fondo administrado por la Sociedad Gerente Pellegrini perteneciente al Grupo Nación con casi un 22% del mercado. Seguido luego por la cartera administrada por GPS Investments con un valor cercano al 12% del total, con más de 134 millones bajo su gestión. A continuación siguen 9 sociedades gerentes que mantienen una participación relativa del mercado en un rango de más del 4% al 10% de participación del mercado. Los fondos administrados por Macro Fondos y bST Asset Management, son los últimos lanzados de esta especie durante este año, por ello su bajo patrimonio bajo administración. Los mismos tienen fecha de inicio el 1 de junio de 2012 y 14 de agosto de 2012, respectivamente. Por el lado del rendimiento, esta clase especial de fondos tiene un rendimiento promedio acumulado durante el presente año del 12,14%, medido hasta mediados de diciembre.

Sociedad Gerente	PN del fondo (en pesos)	Participación de fondos PyMES (market share)
Pellegrini	243.308.762	21,62%
GPS	134.886.984	11,99%
Schroder	110.756.072	9,84%
RJ Delta	106.016.212	9,42%
Galileo	105.353.380	9,36%
Cohen	99.627.033	8,85%
Allaria Ledesma	96.666.259	8,59%
Gainvest	71.272.121	6,33%
Investis	62.142.620	5,52%
Supervielle	48.684.433	4,33%
SBS	46.071.377	4,09%
bST	311.691	0,03%
Macro	100.126	0,01%
	<b>1.125.197.069</b>	<b>100%</b>

**Cuadro 3. Detalle del Patrimonio Neto administrado por las Sociedades Gerentes en los distintos FCI Abierto PyMES en base a la CAFCI (noviembre de 2012).**

### **Principal instrumento invertido por estos fondos**

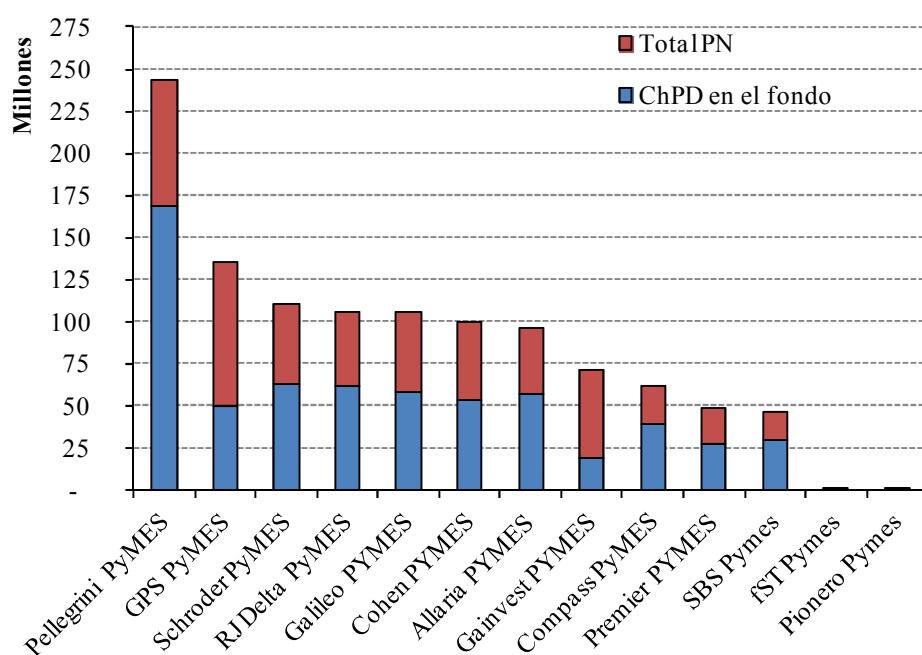
Los principales vehículos de inversión que poseen estos fondos son los títulos de créditos estudiados en este trabajo, es decir los Cheques de Pago Diferido, bajo su modalidad de avalado. Por la información recabada en la página oficial de la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión y de la CNV, se detalla en el Cuadro 4 el porcentaje de participación relativa de los ChPD respecto del total de los fondos. Se puede observar que la participación de los ChPD en la cartera de estos fondos es del 55,75% como promedio ponderado. Es decir, que hoy en día los FCI tienen invertidos un valor cercano a los \$628 millones en estos instrumentos.

FCI PyMES	Pesos PN	% del Total	% de ChPD en el fondo	Pesos de ChPD en fondo	Promedio Ponderado
Pellegrini Empresas Argentinas PyMES	243.308.762	21,62%	69,40%	168.856.281	0,1501
GPS PyMES FCI Abierto	134.886.984	11,99%	37,23%	50.218.424	0,0446
Schroder Desarrollo y Crecimiento Abierto PyMES	110.756.072	9,84%	56,41%	62.477.500	0,0555
RJ Delta Empresas Argentinas	106.016.212	9,42%	57,98%	61.468.200	0,0546
Galileo FCI Abierto PYMES	105.353.380	9,36%	54,85%	57.786.329	0,0514
Cohen FCI Abierto PYMES	99.627.033	8,85%	53,48%	53.280.537	0,0474
AL FCI Abierto PYMES	96.666.259	8,59%	58,61%	56.656.095	0,0504
Gainvest PYMES	71.272.121	6,33%	27,26%	19.428.780	0,0173
Compass Argentina Abierto PyMES	62.142.620	5,52%	63,58%	39.510.278	0,0351
Premier Abierto PYMES	48.684.433	4,33%	56,26%	27.389.862	0,0243
SBS Abierto Pymes	46.071.377	4,09%	65,18%	30.029.324	0,0267
fST Empresas Argentinas Pymes	311.691	0,03%	24,64%	76.801	0,0001
Pionero Empresas FCI Abierto Pymes	100.126	0,01%	72,62%	72.711	0,0001
	<b>\$ 1.125.197.069</b>	100%		<b>\$ 627.251.121</b>	<b>55,75%</b>

**Cuadro 4. Fuente: Elaboración propia en base a la CAFCI (noviembre de 2012).**

A continuación se muestra en la Figura 8, la participación en millones de pesos de las inversiones que tienen los FCI bajo reglamento PyMES en ChPD. Asimismo,

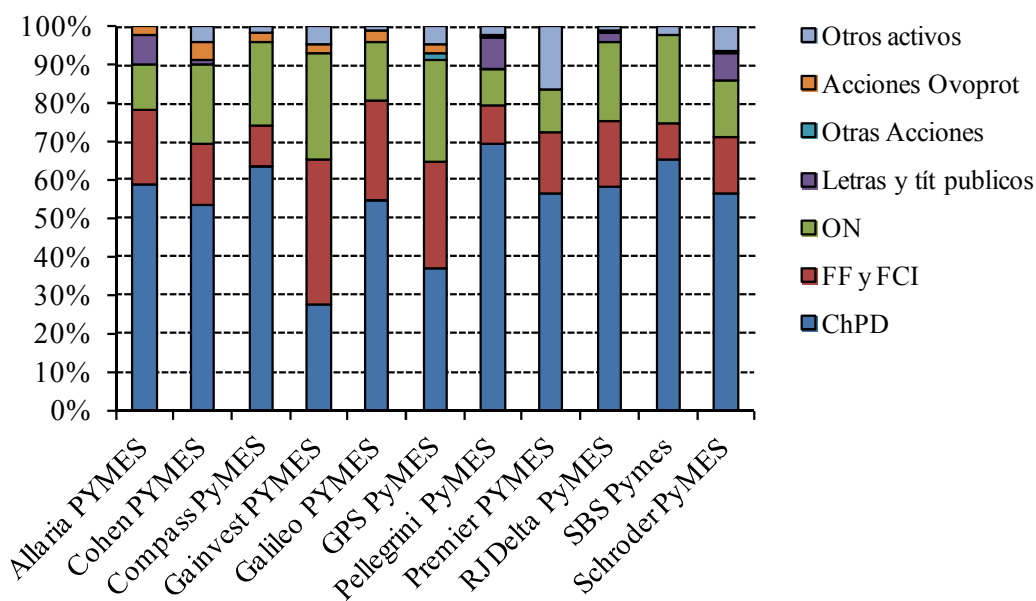
existen otros fondos de renta fija o mixta que no se encuentran dentro de esta reglamentación, que contienen en cartera una proporción considerable de los instrumentos mencionados precedentemente que financian a las PyMES, y especialmente que invierten en cheques de pagos diferidos (ChPD).



**Figura 8. Participación invertida en ChPD con respecto al total de la cartera en cada FCI PyME. Fuente: CAFCI (noviembre de 2012).**

Para diferenciar esta clase de instrumentos, como ya establecimos, los cheques pueden ser patrocinados o avalados. Los ChPD que contienen esta clase de fondos son los avalados, que contienen títulos negociados en todo el país, adquiridos en los mercados de Buenos Aires, Rosario, Córdoba, Mendoza y otros importantes centros del país, por lo que demuestra el carácter federal de financiamiento a las PyMES.

En los distintos portafolios de estos FCI como se observa en la Figura 9, en segundo lugar de importancia relativa de los instrumentos financieros que gestionan estos fondos se encuentran los denominados vehículos de inversión colectiva como los fideicomisos financieros (FF) y otros FCI. Los fideicomisos financieros generalmente son con objeto de financiamiento a PyMES, leasing o destinados a consumo. Y la inversión en otros FCI destinados al *parking* y gestión de la liquidez de los recursos (*Money markets* y/o de renta fija muy corta).



**Figura 9. Participación relativa por instrumento financiero (Asset Class) de los portafolios de inversión de los FCI bajo reglamento PyMES (sin Pionero y fST) con PN mayor a los \$45 millones bajo gestión. Fuente: CAFCI (noviembre de 2012).**

La participación de los FF y FCI, en la cartera de estos fondos es del 18% como promedio ponderado de los 13 fondos PyMES existentes. Totalizando, una inversión en estos vehículos un valor mayor a los \$205 millones (Ver Anexo). Luego seguiría en importancia con un porcentaje del 17,33%, la inversión que se realiza en otros títulos de deuda que son las ON, mayoritariamente encuadradas en el segmento PyMES, con una inversión valuada en más de \$194 millones.

Siguiendo en orden de importancia relativa (3,37%), seguiría la inversión en otra clase de títulos de deuda de renta fija públicos como son las letras y bonos. En estas clases de activos, no todos los FCI los poseen en cartera. Lo invertido por valuación por estos fondos a noviembre de 2012 es superior a los \$37 millones.

Dentro de lo invertido en acciones, el caso paradigmático fue la salida al panel PyMES de nuestra BCBA, con la OPI de Ovoprot International donde esta clase de FCI posee el 1,83% del total del PN gestionado, en un valor superior a los \$20 millones.

### ***La participación de los inversores institucionales en esta clase de fondos.***

Luego de la estatización de las inversiones que administraban las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), sus carteras se traspasaron al Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de la ANSES, formando uno de los mayores inversores institucionales de la Argentina. Para dicho fondo es una vía adecuada para invertir en estos vehículos de inversión colectivos, financiando indirectamente a las PyMES e invirtiendo en los ChPD. Dado que los ChPD no se encuentran taxativamente enunciados en el Artículo N° 74 Capítulo V de la Ley 24.241 Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP), por ende la Ley SIPA tampoco los contiene como activos en los cuales al FGS puede invertir en forma directa. Por ello se debe realizar por medio de FCI abiertos, que sí son instrumentos autorizados por la normativa vigente. Asimismo, traería a este fondo institucional y a otros como pueden ser las compañías aseguradoras, o cajas previsionales problemas en la

administración operativa de los distintos cheques que se negocian en la plaza local por el bajo valor nominal que poseen.

En el Acta N° 25 del Comité Ejecutivo del FGS del 21 de Mayo de 2010, quien orienta las inversiones del mencionado fondo de pensión estatal, se consideran las inversiones en el financiamiento de proyectos productivos de Pequeñas y Medianas Empresas. La ANSES y el Ministerio de Industria y Turismo impulsarán la creación de distintos instrumentos financieros que permitan a las PyMEs y empresas del sector financiar sus proyectos de inversión y capital de trabajo a través del sistema financiero y el mercado de capitales. Su objetivo será financiar proyectos productivos sustentables que tengan alto impacto en el desarrollo productivo local y en la generación de empleo del sector autopartista. La inversión de la ANSES se compondrá de la siguiente manera: 1. \$ 200.000.000 (Pesos doscientos millones) a PyMEs por medio del Fondo SePyME y 10 fondos privados. Estos fondos operarán comprando Cheques de Pago Diferido (ChPD), Obligaciones Negociables (ONs) y Fideicomisos Financieros (FFs). El FCI SePyME y los 10 fondos privados (que eran los que a la fecha de emisión del Acta existían en nuestro mercado) actuarán como inversores de los proyectos que cuenten con, avales del sistema SGRs o Fondos de Garantía (reduciendo el riesgo y el costo de financiamiento).

Por otro lado, la modificación a las normas que regulan a las compañías de seguros, podría tener un efecto positivo al tener que volcar parte de sus inversiones en estos tipos de FCI, que invierten en la economía real. El objetivo del plan estratégico del seguro lanzado este año, es canalizar el ahorro popular e institucional hacia un financiamiento productivo que garantice el círculo virtuoso de crédito, inversión, crecimiento, empleo y nuevas inversiones. Es decir que el mercado asegurador deberá realizar inversiones en títulos de deuda, certificados de participación en fideicomisos, cheques de pago diferido avalados por SGR, entre otras formas de inversión. Y establece que las aseguradoras deberán redireccionar un porcentaje de sus inversiones a instrumentos que financien proyectos productivos y de infraestructura de mediano a largo plazo.

## **7. VOLUMENES OPERADOS**

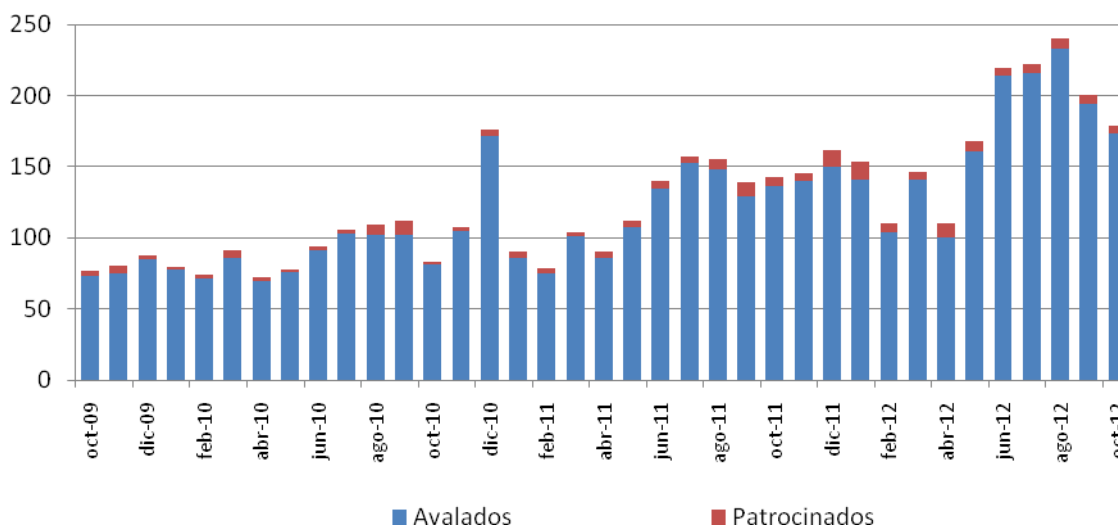
La primera negociación de CHPD se efectuó el 23 de diciembre de 2003, mes para el cual el volumen nominal negociado alcanzó a \$ 330,819.

El volumen negociado de CHPD en todo el año 2011 arrojó un total de \$1.515 millones. Sobre el total transado, \$1.446 millones correspondieron a CHPD Avalados, es decir el 95% del total. El 5% restante (\$69 millones) correspondieron a CHPD Patrocinados.

En el año 2012, en el período enero – octubre, el volumen negociado arrojó un total de \$1.749 millones, representando un incremento respecto al mismo período del año anterior de un 45%. Sobre el total transado, \$1.677 millones correspondieron a CHPD Avalados, es decir el 96 % del total y el 4 % restante (\$72 millones) correspondieron a CHPD Patrocinados.

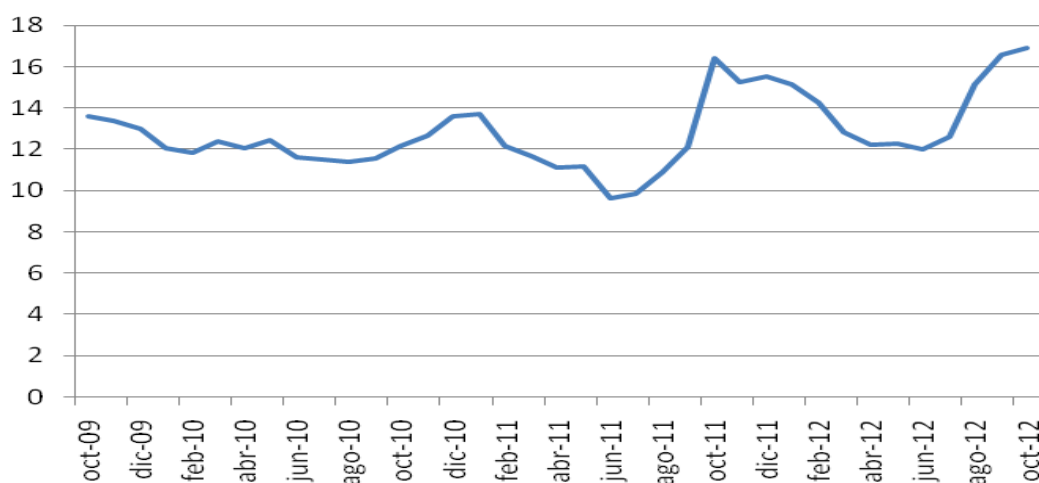


## Jornadas de Competitividad-MBA-UNLP



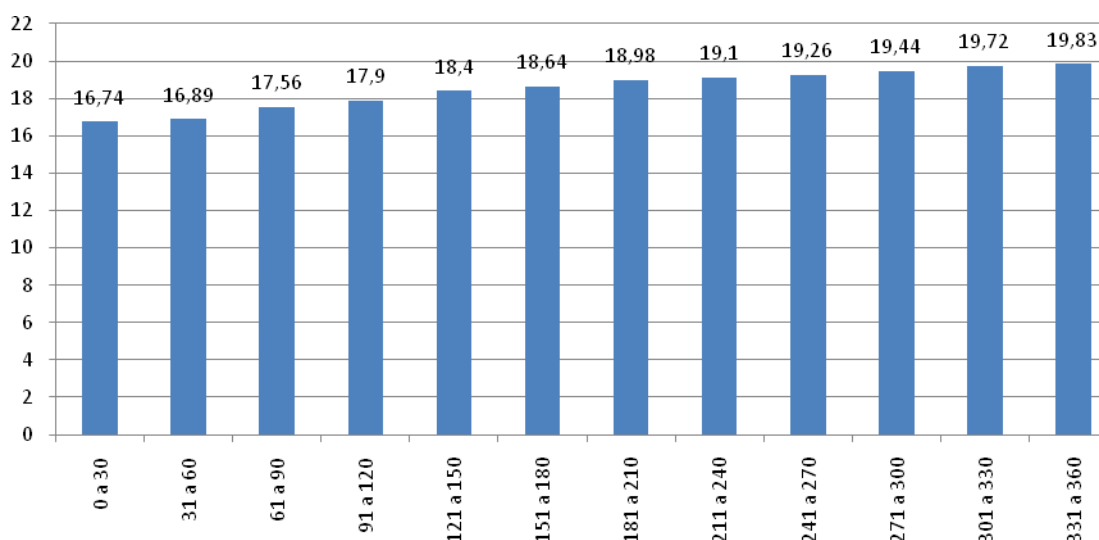
**Figura 10: Volúmenes negociados en la operatoria de ChPD durante los últimos 3 años (en millones de pesos). Fuente: BCBA (octubre 2012).**

Desde los últimos meses del año 2011 las tasas de negociación de cheques avalados se incrementaron debido a diversos factores macroeconómicos. El recalentamiento de las tasas de referencia como la tasa BADLAR en el período llevó a encarecer el financiamiento para las Pymes a través del descuento de ChPD, tanto en el mercado de capitales como dentro del sistema bancario. Sin embargo, este encarecimiento se dio de forma asimétrica entre ambos mercados, siendo el bancario el que convalidó con mayor fuerza el aumento de tasas.



**Figura 11: Evolución de la Tasa de Cheques Avalados – Plazo 61 a 90 días. Fuente: BCBA (octubre 2012).**

La tasa promedio para ambos sistemas en octubre de 2012 fue del 18,10 %, mientras que las tasas promedio ponderadas del sistema avalado y del patrocinado fueron del 18,39 % y 23,43 % respectivamente.



**Figura 12: Tasa de Cheques Avalados – Octubre 2012. Fuente: BCBA.**

## 8. CONCLUSIONES

Debemos remarcar la importancia y destacar el rol que tienen las pequeñas y medianas empresas (PyMES) en el desarrollo económico de los países y en particular en Argentina. Fundamentalmente a los fines de consolidar el proceso de crecimiento por ser la principal fuente generadora de trabajo. Para ello se necesita afianzar las alternativas de financiamiento que hoy en día se les ofrece en el mercado de capitales, dados los problemas existentes que se les presentan en el mercado de créditos bancarios, dado que los intentos estatales por si solos no alcanzan.

Si bien el mercado posee diversos instrumentos para que las empresas PyME puedan obtener financiación en el mercado de capitales, los mismos son todavía de poca relevancia en relación al financiamiento que obtienen las grandes empresas. En términos económicos el costo financiero total es significativamente menor que a través del sistema bancario.

Los Fondos Comunes de Inversión son una herramienta para que los instrumentos PyME puedan ganar relevancia en el mercado de capitales local y que sea un vehículo eficiente para promover la llegada de nuevas compañías argentinas a las bolsas y mercados de valores, para que el mercado de capitales pueda financiar a las PyMES. Analizando la evolución de los volúmenes y tasas de interés en el mercado PyMES, consideramos que los FCI han contribuido no sólo a la mejora en el costo de endeudamiento de las empresas sino también al alargamiento de los plazos de financiación.

En conclusión, como se ve los negocios en Cheques de Pagos Diferidos siguen creciendo a nuevos valores máximos históricos mes a mes, y año a año. Para el inversor conservador que desea asegurar una renta con un menor riesgo y a un plazo determinado, este tipo de activo sigue siendo recomendable, tanto como para los inversores institucionales. Pero es necesario, avanzar en otros instrumentos existentes para financiar las PyMES que sean de mediano y largo plazo para que puedan tener un crecimiento sostenible en el largo plazo.

Creemos que las empresas de este segmento se encuentran aún en una etapa inicial en el aprendizaje del funcionamiento del mercado de capitales, pero que existe un

potencial muy significativo para las mismas de acuerdo a los instrumentos disponibles, y los avances en las emisiones de ON PyMES y de los fideicomisos financieros orientados a las PyMES.

El desafío de todos los actores que conforman el sistema financiero local, es buscar el desarrollo de instrumentos de mayor plazo buscando en la parte larga de la curva de deuda PyME, y fomentando la apertura de capital con la emisión de acciones PyME en el mercado de capitales.

En términos generales, se observa un crecimiento importante en el financiamiento a pequeñas y medianas empresas en los últimos años pero todavía sigue siendo poco significativo como porcentaje del financiamiento total en el mercado de capitales argentino.

La Plata, diciembre de 2012.

## REFERENCIAS

- Avella M. (2007), *Cotización de cheques de pago diferido en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires*. Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Comisión de Estudios sobre el Mercado de Capitales. 5 de junio de 2007.
- Barbieri P. C. (1995), *Nuevo Régimen del Cheque. Ley 24.452. Comentada y concordada*. Editorial Universidad.
- Bebczuk R. (2000), *Información Asimétrica en Mercados Financieros*, Cambridge University Press, Cambridge U.K.
- Brealey R. y Myers S. (1998), *Fundamentos de Financiación Empresarial*, Quinta Edición, Mc Graw Hill.
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires, reportes semanales y mensuales, períodos 2010, 2011 y 2012.
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires, reporte de investigación y actualidad, 31/05/2010.
- Damodaran A. (1998), *Small Cap and Growth Investing*. Clases. Stern School of Business at New York University. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran A. (2012), *Investment Philosophies*. Chapter 9: The Allure of Growth: Small Cap and Growth Investing. Segunda Edición. Editorial John Wiley & Sons.
- Cohen Arazi M. y Baralla G. *La situación de las PyMEs en América Latina*. IERAL-Fundación Mediterránea. Abril de 2012.
- Dapena J.P. and Dapena J.L. (2003), *Sistemas de Información en PYMES y acceso al crédito en contextos de asimetría de información*. Universidad del CEMA. Banco Central de la República Argentina. Diciembre de 2003.
- De Giusti, E., Galán L. C., Solari E. and Nóbile, C. I. (2010), *Financiamiento de las PyMES Industriales – Los Programas Públicos como una Alternativa*. Universidad Nacional de La Plata – Facultad de Cs. Económicas – Instituto de Investigaciones de Ciencias Administrativas.
- Dean J. (1951), *Capital Budgeting: Top-Management Policy on Plant Equipment, and Product Development*. New York, 1951, Columbia University Press.
- Donaldson G. (1961), *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Harvard University Press.
- Donaldson G. (1963), *Strategy for Financial Mobility*, Harvard University Press.

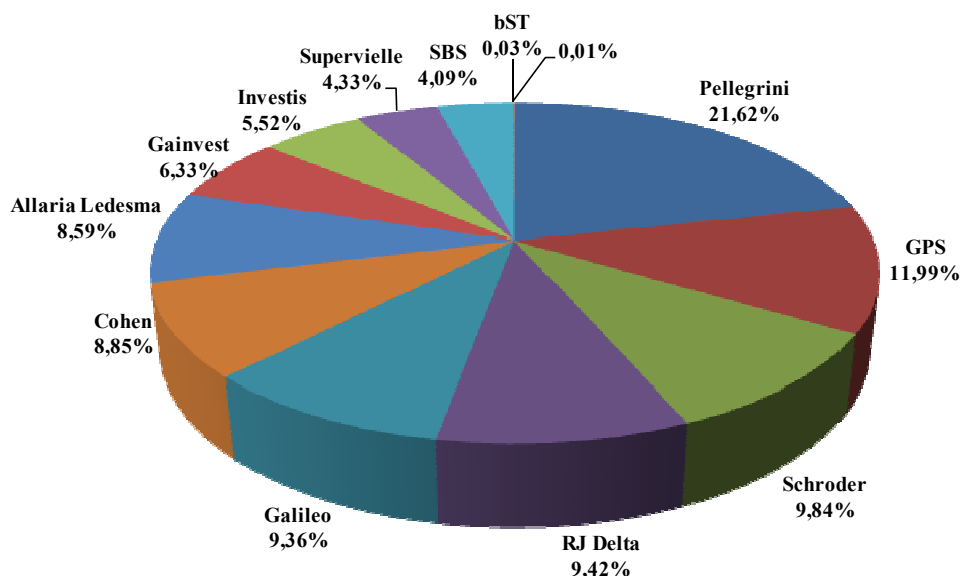
- Erpen M. (1999), *Cómo financiar a la empresa a través del mercado de capitales*. Cuaderno de Investigación N° 12 del Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC).
- Fornero R. A. (2008), *Cronología de las Finanzas*. Fondo Editorial Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.
- Fundación Observatorio PyME (2012), *Índice de Confianza Empresaria PyME*. Agosto de 2012 y Noviembre de 2012.
- Fundación Observatorio PyME (2012), *La Coyuntura de las PyME Industriales*. Informes del I, II y III Trimestres de 2012.
- Fundación Observatorio PyME (2012), *Informe Especial: Inversión y financiamiento en diferentes clusters de PyME industriales*. Septiembre de 2012
- Gómez Leo O. R. (1996), *Manual de derecho cambiario*. Ediciones Depalma.
- Gómez Leo O. R. (2004), *Tratado de los Cheques*. Editorial LexisNexis.
- Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) (2006), *Negociación Bursátil de Cheques de Pago Diferido. Principales Aspectos Normativos y Operativos*.
- Modigliani F. y Miller M. (1963), *Corporate Income, taxes and the cost of capital: a correction*. The American Economic Review, Vol. LIII, N° 3, Junio 1963, pags. 433-443.
- Modigliani F. y Miller M. (1958), *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. The American Economic Review, Junio 1958, pags. 261-297.
- Myers S. C. (1984), *The capital structure puzzle*, Journal of Finance.
- Myers S. C. (1984), *Finance theory and financial strategy*, Interfaces.
- Muñoz N. (2006), *Desarrollo del Mercado de Capitales: Un imperativo de la economía*. Fondo Editorial Consejo Prof. de Cs. Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.
- Lindsay R. y Sametz A. W. (1963), *Financial Management: An Analytical Approach* (Irwin).
- Quiroga, Eduardo (2010), *Ciclo de Vida Financiero de la Empresa: Manifestaciones en el Mercado Argentino*. Trabajo final. Maestría en Dirección de Empresas. Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de La Plata (UNLP).

## DATOS

Administración Nacional de la Seguridad Nacional – FGS ([www.anses.gov.ar/FGS](http://www.anses.gov.ar/FGS))  
 Banco Central de la República Argentina ([www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar))  
 Bloomberg ([www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com))  
 Bolsa de Comercio de Buenos Aires ([www.bcba.sba.com.ar](http://www.bcba.sba.com.ar))  
 Bolsar ([www.bolsar.com](http://www.bolsar.com))  
 Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión ([www.fondosargentina.org.ar](http://www.fondosargentina.org.ar))  
 Comisión Nacional de Valores ([www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar))  
 Fundación ObservatorioPyme ([www.observatoriopyme.org.ar](http://www.observatoriopyme.org.ar))  
 Instituto Argentino de Mercado de Capitales ([www.iamc.sba.com.ar](http://www.iamc.sba.com.ar))  
 Sepyme – Secretaría de la Pyme y Desarrollo Regional ([www.sepyme.gov.ar](http://www.sepyme.gov.ar))  
 Unión Industrial Argentina - Observatorio PYMI ([www.uia.org.ar](http://www.uia.org.ar))

## 9. ANEXO

Participación del mercado de fondos PyMES (market share)



*Fuente: elaboración propia en base a datos de la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión.*

## Sociedades avalistas de cheques:

Denominación	Símbolo	Tipo avalista
Acindar PYMES S.G.R.	ACPY	S.G.R.
Affidavit S.G.R.	AFFI	S.G.R.
Afianzar S.G.R.	AFIA	S.G.R.
Agroaval S.G.R.	AGAV	S.G.R.
Avaluar S.G.R.	AVAL	S.G.R.
Aval Rural S.G.R.	AVRU	S.G.R.
Campo Aval S.G.R. C	CAMP	S.G.R.
Cardinal S.G.R.	SGRC	S.G.R.
Confiables S.G.R.	CONF	S.G.R.
Cuyo Aval S.G.R.	CUAV	S.G.R.
Don Mario S.G.R.	DOMA	S.G.R.
Fidus S.G.R.	FIDU	S.G.R.
Fondo de Garantía Bs. As. S. A. (con part. estatal - FOGABA)	FOBA	Fondo de Garantías
Garantizar S.G.R.	GARA	S.G.R.
Garantía de Valores S.G.R.	GAVA	S.G.R.
Intergarantías S.G.R.	INGA	S.G.R.
Los Grobo S.G.R.	LGRO	S.G.R.
Macroaval S.G.R.	MAVA	S.G.R.
Puente Hermanos S.G.R.	PUEN	S.G.R.
Vinculos S.G.R.	VINC	S.G.R.

*Fuente: elaboración propia en base a datos de la B.C.B.A.*

**Participación relativa, en valores nominales (Pesos) y promedios ponderados de los instrumentos financieros en cada cartera de inversión de FCI PyMES.**

FCI PyMES	% de ON en el fondo	Pesos de ON en fondo	Promedio Ponderado	% de FF y FCI en el fondo	Pesos de FF y FCI en fondo	Promedio Ponderado
Pellegrini Empresas Argentinas PyMES	9,55%	23.235.987	0,0207	10,10%	24.574.185	0,0218
GPS PyMES FCI Abierto	26,59%	35.866.449	0,0319	27,36%	36.905.079	0,0328
Schroder Desarrollo y Crecimiento Abierto PyMES	14,74%	16.325.445	0,0145	15,95%	17.665.593	0,0157
RJ Delta Empresas Argentinas	20,92%	22.178.592	0,0197	17,14%	18.171.179	0,0161
Galileo FCI Abierto PYMES	15,17%	15.982.108	0,0142	25,85%	27.233.849	0,0242
Cohen FCI Abierto PYMES	20,74%	20.662.647	0,0184	16,02%	15.960.251	0,0142
AL FCI Abierto PYMES	11,84%	11.445.285	0,0102	19,08%	18.443.922	0,0164
Gainvest PYMES	27,69%	19.735.250	0,0175	38,21%	27.233.078	0,0242
Compass Argentina Abierto PyMES	21,89%	13.603.019	0,0121	10,65%	6.618.189	0,0059
Premier Abierto PYMES	10,84%	5.277.393	0,0047	16,41%	7.989.115	0,0071
SBS Abierto Pymes	22,77%	10.490.453	0,0093	9,82%	4.524.209	0,0040
fST Empresas Argentinas Pymes	48,16%	150.110	0,0001	41,65%	129.819	0,0001
Pionero Empresas FCI Abierto Pymes	0,00%	-	0,0000	16,00%	16.020	0,0000
		<b>\$ 194.952.737</b>	<b>17,33%</b>		<b>\$ 205.464.488</b>	<b>18,26%</b>

FCI PyMES	% de Acciones de Ovoprot en el fondo	Pesos de Acciones de Ovoprot en fondo	Promedio Ponderado	% de otros activos y pasivos en el fondo	Pesos de otros activos en fondo	Promedio Ponderado
Pellegrini Empresas Argentinas PyMES	0,86%	2.092.455	0,0019	2,02%	4.914.837	0,0044
GPS PyMES FCI Abierto	2,79%	3.763.347	0,0033	4,42%	5.962.005	0,0053
Schroder Desarrollo y Crecimiento Abierto PyMES	0,94%	1.041.107	0,0009	6,18%	6.844.725	0,0061
RJ Delta Empresas Argentinas	0,98%	1.038.959	0,0009	0,92%	975.349	0,0009
Galileo FCI Abierto PYMES	2,97%	3.128.995	0,0028	1,16%	1.222.099	0,0011
Cohen FCI Abierto PYMES	4,58%	4.562.918	0,0041	4,07%	4.054.820	0,0036
AL FCI Abierto PYMES	2,16%	2.087.991	0,0019	0,00%	-	0,0000
Gainvest PYMES	2,13%	1.518.096	0,0013	4,71%	3.356.917	0,0030
Compass Argentina Abierto PyMES	1,95%	1.211.781	0,0011	1,93%	1.199.353	0,0011
Premier Abierto PYMES	0,21%	102.237	0,0001	16,28%	7.925.826	0,0070
SBS Abierto Pymes	0,00%	-	0,0000	2,23%	1.027.392	0,0009
fST Empresas Argentinas Pymes	0,00%	-	0,0000	-14,84%	- 46.255	0,0000
Pionero Empresas FCI Abierto Pymes	0,00%	-	0,0000	11,82%	11.835	0,0000
		<b>\$ 20.547.887</b>	<b>1,83%</b>		<b>\$ 37.448.902</b>	<b>3,33%</b>

FCI PyMES	% de letras y títulos públicos en el fondo	Pesos de letras y títulos públicos en fondo	Promedio Ponderado
Pellegrini Empresas Argentinas PyMES	8,07%	19.635.017	0,0175
GPS PyMES FCI Abierto	0,00%	-	0,0000
Schroder Desarrollo y Crecimiento Abierto PyMES	6,78%	7.509.262	0,0067
RJ Delta Empresas Argentinas	2,06%	2.183.934	0,0019
Galileo FCI Abierto PYMES	0,00%	-	0,0000
Cohen FCI Abierto PYMES	1,05%	1.046.084	0,0009
AL FCI Abierto PYMES	7,82%	7.559.301	0,0067
Gainvest PYMES	0,00%	-	0,0000
Compass Argentina Abierto PyMES	0,00%	-	0,0000
Premier Abierto PYMES	0,00%	-	0,0000
SBS Abierto Pymes	0,00%	-	0,0000
fST Empresas Argentinas Pymes	0,00%	-	0,0000
Pionero Empresas FCI Abierto Pymes	0,00%	-	0,0000
		<b>\$ 37.933.598</b>	<b>3,37%</b>

*Fuente: Elaboración propia en base a la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión (noviembre de 2012).*