



RIDUNAJ
Repositorio Institucional
Digital UNAJ



Tesinas de Grado

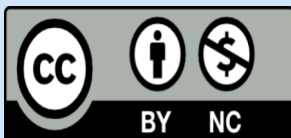
Cardella, Leandro

Fondos comunes de inversión PYMES : Descripción de los aspectos generales y particulares

*Instituto de Ciencias Sociales y
Administración*

2024

Carrera: Licenciatura en Economía



Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons.

Atribución – No comercial 4.0

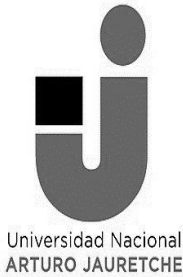
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>

Documento descargado de RID - UNAJ Repositorio Institucional Digital de la Universidad Nacional Arturo Jauretche

Cita recomendada:

Cardella, L. (2024). *Fondos comunes de inversión PYMES : Descripción de los aspectos generales y particulares* [Trabajo final de grado, Universidad Nacional Arturo Jauretche].

<https://rid.unaj.edu.ar/handle/123456789/3366>



UNIVERSIDAD NACIONAL ARTURO JAURETCHE

Trabajo Integrador Final

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN PYMES

DESCRIPCIÓN DE LOS ASPECTOS GENERALES Y PARTICULARES

Licenciatura en Economía

Autor: Cardella Leandro

Tutor: Saiegh Jaime

Índice

<u>Resumen</u>	3
<u>Introducción</u>	4
<u>1. Fondos Comunes de Inversión</u>	5
<u>1.1 Introducción:</u>	5
<u>1.2 Características y clasificación de los Fondos Comunes de Inversión:</u>	8
<u>1.3 Principales clases de Fondos Comunes de Inversión:</u>	13
<u>1.4 Evolución y panorama actual de los FCI:</u>	17
<u>2. Fondos Comunes de Inversión PyMES y sus instrumentos</u>	25
<u>2.1 Introducción a los Fondos Comunes de Inversión Pymes:</u>	25
<u>2.1.1 Normativa y regulaciones:</u>	28
<u>2.2 Las Pymes y sus instrumentos:</u>	33
<u>2.2.1 Cheques de Pago Diferido:</u>	39
<u>2.2.2 Pagaré Bursátil:</u>	43
<u>2.2.3 Factura de Crédito Electrónica:</u>	47
<u>2.2.4 Obligaciones Negociables:</u>	50
<u>2.2.5 Fideicomiso Financiero:</u>	54
<u>2.3 Sociedades de Garantía Recíproca:</u>	57
<u>3. Análisis de caso</u>	64
<u>3.1 Evolución y contexto actual:</u>	64
<u>3.2 Composición de cartera:</u>	72
<u>3.3 Antecedente histórico:</u>	81
<u>Conclusiones</u>	88
<u>Bibliografía</u>	90
<u>Anexos</u>	93

Resumen

En este trabajo se intenta explicar el funcionamiento de los fondos comunes de inversión, y específicamente los del tipo “Pymes” en conjunto con sus características, sus clasificaciones más importantes y su forma de constitución. Seguido por un breve desarrollo de la evolución empírica durante la última década en la que han mostrado una tendencia de crecimiento atravesando una serie de modificaciones normativas y de condiciones tanto económicas como financieras adversas.

También se describirá la participación de los actores que participan en el curso cotidiano de los fondos comunes de inversión Pymes, así como de los instrumentos principales de este sector y el desempeño que obtuvieron a lo largo del proceso seleccionado. Además, se indaga sobre la composición empírica de la cartera de fondos más grandes y se analizan especialmente las condiciones de oferta y de demanda del sector en general.

Palabras claves: fondos comunes de inversión, pequeñas y medianas empresas, mercado de capitales, financiamiento, inversores.

Introducción

Los fondos comunes de inversión son instrumentos financieros de inversión colectiva con un gran potencial, capaces de vincular una pluralidad muy grande de activos bursátiles, elegidos por profesionales en el tema, con distintos tipos de inversores con llegada hasta los ahorristas minoristas con poco conocimiento sobre el mercado de capitales.

Su atractivo radica en la popularidad que han ganado en los últimos años dentro de las opciones de inversión más accesibles tanto para ahorristas institucionales como minoristas. Que se debe a que están administrados por especialistas del sistema financiero que conforman y coordinan un patrimonio que diversifica sus inversiones buscando minimizar los riesgos y obteniendo rendimientos atractivos para inversionistas con un cierto perfil estándar que engloba ciertas expectativas y preferencias comunes en varios de ellos.

Existe un segmento particular de fondos comunes que replican estas características ofreciendo valores negociables de pequeñas y medianas empresas que intentan acceder al sistema financiero con el objetivo de obtener condiciones de financiamiento favorables para llevar a cabo distintas inversiones o para financiar sus actividades productivas.

El objetivo de este trabajo es poder explicar que son estos FCI del tipo Pyme, como funcionan actualmente en nuestro país y dentro de que contexto es que se desenvuelven. Dado que los mismos se constituyen dentro de Reglamentos de Gestión especiales que determinan que al menos el 75% del patrimonio neto se debe invertir en instrumentos destinados al financiamiento de Pymes, lo que impulsa una demanda permanente en este tipo de activos.

Para ello vamos a realizar una descripción que vaya desde los aspectos más generales hasta los más particulares con la intención de llevar a cabo un análisis integral de estos vehículos colectivos y de los actores relevantes en su ecosistema tanto desde el lado de la oferta como de la demanda. Intentando desmenuzar su estructura hasta llegar a la composición de la cartera y a los estados contables de los dos fondos más importantes.

Además, analizaremos el impacto de estos fondos sobre el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas evaluando el desempeño de las herramientas que utilizan en el mercado de capitales y que compiten con otras fuentes de crédito. Para ello nos detendremos en explicarlas una por una mencionando los aspectos que inspiraron su

creación, su accesibilidad, su evolución en los últimos años y su importancia tanto para los FCI Pymes como para el mercado.

1. Fondos Comunes de Inversión

1.1 Introducción:

La Comisión Nacional de Valores de Argentina (CNV) define a los fondos comunes de inversión cómo: ... “un instrumento de inversión mediante el cual un grupo de personas con similares objetivos de inversión aporta su dinero para que un profesional lo administre, invirtiendo en una cartera diversificada de activos.”. A partir de esta descripción, no unívoca, se abren distintos interrogantes cómo cuáles objetivos pueden compartir los individuos, quién es el “profesional” que administra, y cómo se construye una cartera diversificada de activos.

Los fondos aparecen como conjuntos de inversiones financieras colectivas, las cuales las articulan agentes especializados en los mercados de capitales dentro de un marco regulatorio predefinido por los organismos de control, en nuestro caso la CNV, y con el atractivo de que distintos inversionistas pueden adherirse a una inversión en función de sus propios intereses. Pese a que, como veremos más adelante, pueden existir casos particulares donde los inversionistas no se encuentren estimulados por sus propios intereses.

Es importante destacar que los fondos comunes de inversión (de ahora en más “FCI”) adquieren distintas formas dado que se tratan de instrumentos dinámicos que se construyen a partir de la interacción y motivación de distintas organizaciones. Esto permite organizarlos en función de las necesidades específicas que deberá satisfacer cada fondo. Al mismo tiempo que simplifica su condición idiosincrática, la cual hace inexistente una definición única que comprenda a todos los fondos existentes.

En la Argentina, el primer fondo de asociación colectiva aparece en 1961, sin embargo, no es hasta 1992 que empiezan a cobrar relevancia fondos más similares a los que conocemos hoy en día posible por la sanción de la Ley N° 24.083 que aportó forma jurídica e institucional a los FCI bajo la órbita de la CNV como organismo de fiscalización y control gubernamental. En su 1° artículo se instruye que los patrimonios de los fondos se van a dividir en participaciones, llamadas “cuotapartes” y pertenecientes a los diversos clientes reconociendo sus derechos de copropiedad sobre los activos totales que conformen el

patrimonio del fondo. Estas cuotapartes se calculan dividiendo el patrimonio del fondo, distribuyendo entre los participantes que, al multiplicar el valor de cada una por la cantidad de cuotas adquiridas, pueden definir el valor monetario de su inversión. De esta manera los cuotapartistas monitorean el rendimiento de su inversión y conocen cuál es el rescate de capital que tienen derecho a realizar cumpliendo con ciertas reglas preestablecidas.

Sin embargo, puede que la cantidad de cuotapartes totales de un fondo no sea siempre la misma, pueden ser fijas o variables, dependiendo si se trata de un fondo “abierto” o “cerrado”. En los fondos abiertos, un inversor puede rescatar y suscribir cuotapartes libremente (respetando plazos temporales predefinidos de hasta tres días) por lo que la cantidad es variable, es decir, aumenta cuando ingresa capital al fondo y disminuye cuando se realiza un rescate.

Por otro lado, en los fondos cerrados el número de cuotapartes es fijo y significa que un inversionista no puede desprenderse directamente de sus cuotapartes en el momento en que lo desee, sino que se pretende que la inversión inicial se mantenga hasta el fin del período. No obstante, para evitar la iliquidez, estos FCI suelen cotizar en la bolsa y los inversores pueden esperar a ciertos momentos determinados en los que se abren ventanas de liquidez y se ponen a la venta cierto número de cuotapartes a un valor de mercado concertado entre el comprador y el vendedor.

Para delimitar estas características disímiles es que existen los organismos de administración, también regulados por la ley 24.083 y que se conocen como “sociedad gerente” y “sociedad depositaria”. Entre las principales funciones de la sociedad gerente se encuentran las de administrar el patrimonio de cada fondo y velar por los intereses colectivos de los cuotapartistas definiendo las estrategias de inversión. Para cumplir con ambas tareas es necesario que obedezcan con las reglas determinadas en el reglamento de gestión realizando todas las operaciones necesarias y ejecutando la política de inversión del fondo. Además, tienen la obligación de representar judicial y extrajudicialmente a los cuotapartistas, y de llevar la contabilidad íntegra del fondo periódicamente. Dentro de esto último se encuentra el registro de las operaciones, la determinación del patrimonio, la asignación del valor de cuotaparte, sumado a todo el resto de actividades necesarias para cumplir con las disposiciones normativas aplicadas por el ente de regulación (CNV) o por el reglamento de gestión.

En tanto, la sociedad depositaria debe cumplir con la custodia, depósito y titularidad de los activos que conforman el patrimonio de cada fondo. A este fin tiene la posibilidad de

firmar convenios de subcustodia con entidades tanto locales como extranjeras, previamente autorizadas por la CNV (en nuestro país el principal agente de custodia, registro y pago es Caja de Valores). Luego de que la gerente las efectúe, la sociedad depositaria tendrá que liquidar todas las operaciones, percibiendo el importe de las suscripciones, dividendos o cualquier otro importe ingresante, además de abonar los rescates solicitados y cualquier otra salida de capital prevista y autorizada por la sociedad gerente. Así podrá llevar el registro de las cuotapartes y ejecutar la distribución de las mismas en la cuenta comitente de cada inversor.

Si bien la sociedad gerente es la que decide las inversiones, es la depositaria la que se encarga de analizar el riesgo asumible y el horizonte de inversión. Además, ambas sociedades tenían la obligación de “controlar” el desempeño de su asociada, informando al organismo de fiscalización cualquier irregularidad detectada hasta que se lanzó la Ley de Financiamiento productivo (Ley N° 27.440) en 2018 que modificaba la Ley N° 24.083 introduciendo nuevos productos a la industria y eliminando esta “responsabilidad solidaria” entre la gerente y la depositaria. No obstante, se incorporó la obligación expresa de las autoridades y miembros del órgano de fiscalización de la sociedad gerente de velar por los intereses del fondo, además de otras novedades para los fondos como la posibilidad de entrar en plataformas internacionales de custodia de valores negociables para poder colocar cuotapartes en el exterior.

La estructura de los fondos establecida por las sociedades gerente y depositaria debe estar especificada en el “reglamento de gestión”. Se trata de un documento público y normativo que funciona como un contrato de adhesión al cual se suscribe el inversionista cuando ingresa al fondo sin tener la posibilidad de modificarlo individualmente. El reglamento debe estar previamente autorizado por la CNV, para lo cual debe cumplir con las normas generales que dicte este organismo para cada tipo de fondo, pero, además, establece las normas particulares del fondo a constituir, así como cuáles, y cómo, van a ser las relaciones entre la sociedad gerente, la depositaria y los cuotapartistas.

Empíricamente, el reglamento de gestión precisa los objetivos del fondo, la naturaleza de las inversiones, la aversión al riesgo que se va a perseguir, la existencia o no de coberturas al mismo, las formas y plazos de las operaciones de suscripción/rescate, los límites a los gastos de gestión, los derechos a las comisiones percibidas por las sociedades gerente y depositaria, y el tratamiento tributario alcanzado por el fondo.

Una vez que ambas sociedades establecen un reglamento de gestión autorizado por el organismo de fiscalización, el siguiente paso consiste en encontrar un agente colocador

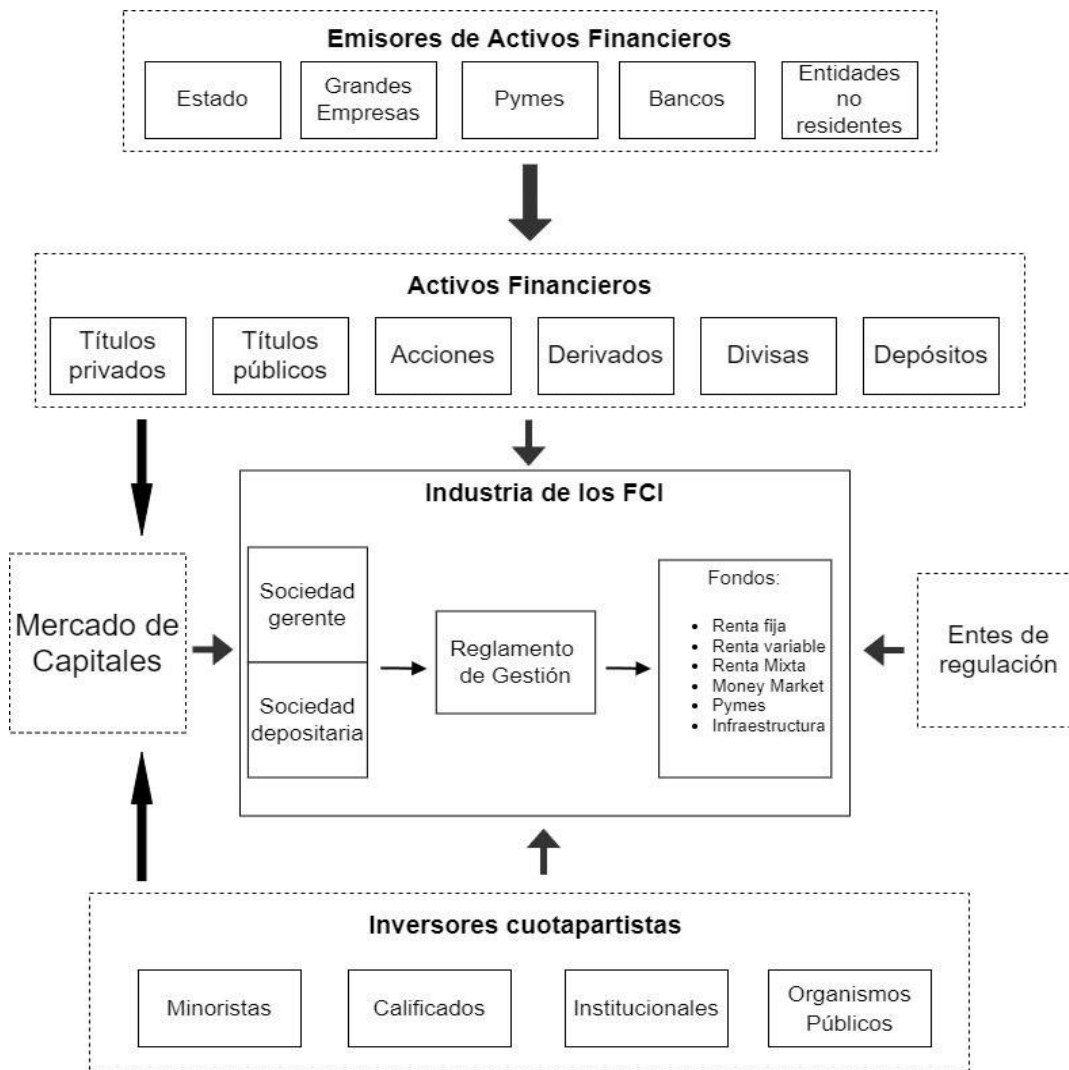
que se encargue de comercializar el fondo. Se trata de empresas privadas que los acercan a los inversores recibiendo las solicitudes de suscripción (entrada de capital) y de rescate (salida de capital). Cuando el cliente compra un determinado número de cuotapartes se envía el capital suscripto, la sociedad depositaria canaliza ese ingreso y lo utiliza para realizar las inversiones adecuadas para perseguir el objetivo del fondo.

Las fluctuaciones entre el movimiento de capital propio, así como el rendimiento de las inversiones realizadas, se combinan para estimar la variación diaria del FCI. De este punto es posible que la sociedad gerente determine la cotización de cada cuotaparte de acuerdo al criterio de valuación pactado en el reglamento de gestión. De la cotización se desprende el rendimiento diario de cada cuotapartista que participa proporcionalmente tanto de las ganancias como de las pérdidas del fondo.

Dentro de esa variación diaria del valor de la cuotaparte se encuentran devengados los honorarios de administración y de custodia de las sociedades pese a que se perciben mensualmente. Como la cuotaparte ya incluye dichos honorarios en su valor no se requiere de ningún cálculo u operación adicional por parte de los clientes. Según la CAFCI, a abril de 2020, el honorario promedio es de 1,7913% en el total de la industria.

1.2 Características y clasificación de los Fondos Comunes de Inversión:

Luego de mencionar las definiciones pertinentes nos concentraremos en los rasgos característicos del sistema argentino que, si bien mantiene algunas semejanzas de los colectivos universales, posee ciertas particularidades. Esquematizando el engranaje de la industria FCI, en el **cuadro 1** podemos observar las relaciones entre los distintos elementos que desarrollan la industria.



Fuente: Elaboración propia.

El mercado de capitales funciona a partir de distintos agentes que emiten activos financieros mediante los cuales adquieren financiamiento para distintos propósitos, dichos agentes pueden ser tanto de carácter público (Estado) como privado (Grandes Empresas, Pymes, etc.) que pertenezcan tanto al plano nacional como internacional. Los activos entran en el mercado de capitales a través de la colocación primaria, es decir, directamente desde el emisor, como por el mercado secundario, con la ayuda de distintos intermediarios financieros.

Como mencionamos anteriormente, el núcleo de la industria FCI es la conexión entre la sociedad gerente y la sociedad depositaria que establecen un reglamento de gestión a partir del cual se delimita el formato del fondo en cualquiera de las distintas clases que puedan adoptar. Sin embargo, el eje central no estaría completo sin los otros tres componentes, por un lado, el mercado de capitales que ofrece y permite intercambiar los

activos financieros, los entes de regulación que fiscalizan el correcto desempeño de todo el sistema y velan por la seguridad de todos los participantes. Y por último, en un rol fundamental se encuentran los inversoras cuotapartistas, es decir, aquellos agentes que demandan la existencia de los fondos y aportan el capital necesario para que cobre vida la industria.

Un rasgo de la industria de FCI es que absorben una gran variedad de tipos de inversores, sus clientes pueden ser tanto minoristas, familias e individuos con ahorros privados, como instituciones, compañías u organismos que suelen manejar un monto mucho más grande de capital. Al mismo tiempo, los inversionistas poseen distintos grados de conocimiento sobre las finanzas y las operaciones en el mercado de capitales por lo cual las oportunidades de inversión que conocen no son las mismas.

La industria de los FCI intenta ofrecer distintas opciones a participantes con intereses muy diversos, de allí que suelen configurarse distintos perfiles de “inversor” según los cuales puedan adecuarse a los fondos que acompañen sus objetivos. En primera instancia, los fondos pueden clasificarse según su objeto de inversión que representa distinto tipo de riesgo, los más conservadores se conocen como “money market” o “mercado de dinero” e invierten en activos de muy corto plazo como los certificados de depósitos a plazo fijo, las cuentas corrientes remuneradas abiertas de las entidades financieras, las letras del BCRA, las cauciones, o los certificados de participación de fideicomisos financieros.

Además, los fondos pueden especializarse en la renta fija, invirtiendo su patrimonio principalmente en valores negociables de deuda privada o pública, así como en instrumentos de depósitos a plazo. O en la renta variable que denota una menor aversión al riesgo e invierte en valores más volátiles que representan el capital de las empresas, ya sean acciones de las mismas como certificados representativos de ellas en otros mercados, como es el caso de los ADRs o los CEDEARs. Incluso existen fondos de renta mixta, es decir, que se posicionan en distintas proporciones de los dos tipos de renta combinando tanto instrumentos de deuda como de capital buscando un margen de ganancia intermedio con cierto resguardo en las inversiones. Por último, también existen fondos que invierten en otros tipos de activos del mercado de capitales, como bien pueden ser los derivados, los fideicomisos, los valores hipotecarios o prendarios, entre otros.

Otra clasificación de los fondos es según su horizonte temporal, es decir, el plazo mínimo de permanencia recomendado en el reglamento de gestión con la premisa de que a mayor volatilidad/riesgo mayor deberá ser el plazo de permanencia recomendado. Y pueden ser de corto plazo, posicionándose en activos de baja volatilidad con una tendencia

preferentemente previsible, con un alto grado de liquidez y una rentabilidad esperada menor dado que se prioriza minimizar el riesgo. En segundo lugar, se puede considerar un mediano plazo donde priman instrumentos que, si bien presentan fluctuaciones en el corto plazo, manifiestan una tendencia definida al largo plazo. Y para inversiones en activos riesgosos se recomienda una permanencia en el largo plazo donde deberían mostrar un comportamiento estable con tendencias alcistas.

Otras de las clasificaciones existentes más relevantes, a las que volveremos más adelante, son según su forma de constitución (abiertos o cerrados) o la clase del fondo. No obstante, los fondos también se clasifican en base a su moneda de inversión, es decir, a la moneda en la que está expresada la cuota parte y a la que se realizan los rescates y las suscripciones, remarcando que cuando se elige un fondo en moneda extranjera se está asumiendo un riesgo cambiario. Según el área geográfica de los activos en los que invierte, ya sean locales, internacionales o mixtos (el artículo 6° de la Ley 24.083 establece que un fondo no puede invertir más del 25% de su cartera en valores emitidos o negociados en el exterior salvo que pertenezcan al Mercosur o a Chile).

También se clasifican según su política de inversión, ya sea con una administración pasiva o una administración activa. En el primer caso, consiste en replicar la evolución de cierto índice o cierto objetivo general por lo que se persigue una rentabilidad de mercado intentando reducir cierta volatilidad. Para la administración activa se requiere una mayor actuación por parte del administrador buscando las oportunidades que permitan obtener un rendimiento superior al del objetivo o índice de referencia. Sin embargo, esta estrategia requiere modificar la cartera en los momentos adecuados, pero con la ventaja de poder invertir en sectores más pequeños o particulares que no poseen un índice al cual replicar.

Sin mencionar diversas clasificaciones más que pueden adquirir los fondos de inversiones colectivas fuera de nuestro país, nos concentramos en las que se adoptan en nuestro país a razón de presentar la oferta más amplia posible para los clientes, quienes en última instancia son los actores más importantes en la industria. La búsqueda de los cuotapartistas se da a través de las distintas ventajas que les presentan los fondos comunes de inversión, sin dudas la más importante recae en la composición diversificada de la cartera que si bien no elimina ciertos tipos de riesgos más sistemáticos, funciona muy bien en los casos particulares donde puede haber ciertas inversiones con resultados distintos a los previstos.

Pero, además, para los ahorristas no expertos implica una buena oportunidad de acceder a distintos mercados e instrumentos que por sí solos no podrían hacerlo, pero sí pueden a través de la cartera del fondo al que suscriben, ya sea por sus precios elevados, por su localización geográfica o simplemente por desconocimiento de los mismos. Este punto es importante debido a que, con la habilidad de los profesionales también se suele optimizar la relación entre el rendimiento, diversificación y el riesgo de activos, con el beneficio de la transparencia y simplicidad con la que los inversores pueden monitorear la acción de las sociedades gerentes y la evolución de sus inversiones a través del valor diario de la cuota parte.

Otras de las ventajas particulares de la industria son, por un lado, el ahorro en costos producto de las “economías de escala” que se produce tanto para recopilar información como para realizar las operaciones para un portafolio de gran dimensión. Y, por otro lado, la pronta liquidez dado que las cuotas partes pueden rescatarse en un plazo considerablemente corto de tiempo que, si bien varía en función al tipo de fondo, en nuestro país no suelen tardar más de 72 horas como máximo.

Los FCI obtienen un tratamiento impositivo particular que intentan favorecer a los ahorristas pese a que los propios FCI no son sujetos a los efectos de las leyes fiscales según la Ley 24.083 y los decretos 174/93 y 194/98. Teniendo en cuenta el período fiscal de 2021, se encuentra que, por ejemplo, tanto la revaluación de las cuotas partes como la distribución de utilidades que realizan los FCI están exentas del pago al Impuesto al Valor Agregado (IVA). Si el titular de las cuotas partes coincide con el de la Cuenta Corriente de la cual se transfiere tanto la suscripción como el rescate, tampoco pagará el impuesto a los débitos y créditos bancarios.

Y con respecto al Impuesto a las Ganancias sucede que las personas humanas no deben pagar nada ni por el dinero que tienen posicionado en un FCI ni por el interés que esta inversión arroje. Mientras que las personas jurídicas se encuentran gravadas por la alícuota general que abonan las sociedades, que es va del 25% al 35% dependiendo de la ganancia neta imponible acumulada según la Ley 27.630 para el período fiscal 2021.

No obstante, las ventajas que presentan los FCI no son sólo para los inversores, sino también para los emisores de activos por distintas razones. Dada la facilidad de operación, el inversionista sólo debe aportar su dinero a un profesional en virtud de sus ciertos intereses, los fondos introducen nuevos actores al mercado que si tuvieran que conocer todos los aspectos de las operaciones financieras seguramente se quedarían afuera. Y no sólo implica que se amplíe el mercado, sino que, con la diversificación de los especialistas,

el capital llega a lugares donde antes no lo hacía. Por lo tanto, los fondos pueden funcionar como una especie de distribuidora del mercado de capitales ya que, como consecuencia se robustece el mercado, se descentraliza y también impulsa la demanda de instrumentos abaratando las tasas de interés y revalorizando el capital de los emisores de activos.

Igualmente existen ciertas desventajas que pueden presentar los fondos en general, de las cuales nos concentraremos en desglosar las tres más importantes. En primer lugar, están las comisiones de las sociedades gerentes, las mismas se aplican sobre el rendimiento de las cuotas provocando que el resultado final que observa el cliente por su inversión nunca alcance el benchmark o el objetivo deseado (un ejemplo muy claro es cuando se buscan rendimientos que compensen los aumentos de la inflación o el tipo de cambio). En segundo lugar, los ahorristas suscriptos al fondo sólo son cotitulares de los activos de su patrimonio, por lo tanto, no tienen acceso directo a los activos finales por lo que no pueden acceder a ciertos beneficios de los mismos, por ejemplo, si la moneda de denominación del fondo es en pesos, por más que invierta en instrumentos que pague su valor en dólares, el ahorrista no tendrá acceso a las divisas.

Por último, en la industria de los fondos se pierde la connotación de “renta fija”, esto es así debido a que por más que las sociedades gerentes se posicionen en este tipo de activos, ante cambios en sus valoraciones van a buscar vender o comprar en función de priorizar el valor de la cuota. Por ejemplo, si se compran Letras del BCRA y el organismo decide subir las tasas de interés, los instrumentos van a subir su rendimiento, pero las cuotas van a caer por la disminución en su precio. Esto lleva a que los fondos se deshagan de las Letras, cuando, si un ahorrista individual elige estos activos, por más que su precio baje pueden conservarlo hasta el final del período y obtener su renta esperada sin verse afectado por el riesgo de tasa o de precio.

1.3 Principales clases de Fondos Comunes de Inversión:

Luego de evaluar las distintas características de los fondos comunes de inversión, así como sus ventajas y desventajas para los inversores, nos adentraremos en analizar los distintos tipos de fondos que existen en nuestro país. El perfil y la diversidad de los mismos son importantes porque forman la oferta de la industria, a mayor pluralidad se deberían captar mejor los distintos intereses de los agentes.

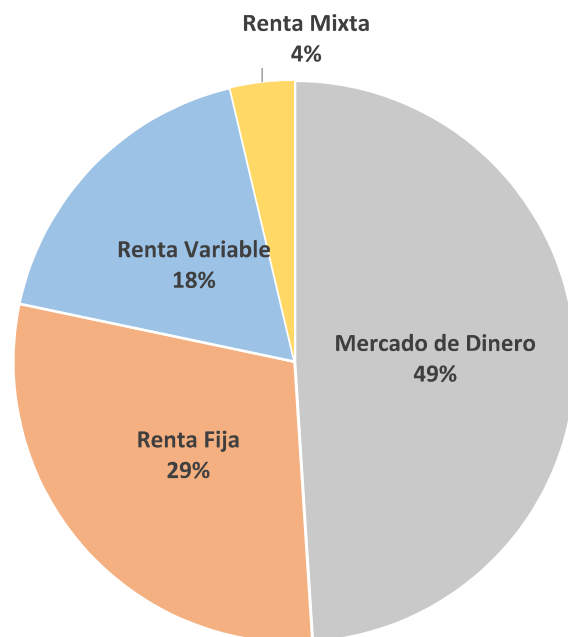
Actualmente en nuestro país existen siete tipos distintos de fondos comunes de inversión abiertos que al mismo tiempo se pueden subdividir en otras clasificaciones más

específicas como el mercado al que apuntan. Por ejemplo, un fondo de renta fija puede estar focalizado en instrumentos del mercado local, o en títulos de deuda Latinoamericanos, o del mercado estadounidense y lo mismo sucede con los otros tipos de fondos sean también de renta variable o mixta.

Además de los mencionados Fondos Comunes de Inversión Cerrados (FCIC) que, como vimos, si bien tienen características distintas forman una oportunidad muy atractiva para vincular el trazo productivo debido a que no necesitan la liquidez para afrontar eventuales rescates por lo que pueden financiar operaciones con bienes durables o inmobiliarios que por definición son mucho más ilíquidos que el resto de los activos del sistema.

En el **gráfico 1** podemos observar el porcentaje de patrimonio bajo administración de los tipos de fondos existentes en enero del 2010 sobre el porcentaje del total. La esquematización de la industria en este período, posterior a la gran crisis financiera internacional, muestra la existencia de sólo cuatro grandes tipos de fondos pese a que ya existían las otras clases (en 2008 nacieron los primeros fondos abiertos tipo Pymes) que aún eran muy pequeñas representativamente. Lo que señala, hasta ese momento, un desarrollo incipiente y bastante homogéneo del sector que abarcaba poco más de 250 fondos.

Gráfico 1: Patrimonio bajo administración por clase de FCI. Enero 2010.



Fuente: Elaboración propia en base a CAFCI.

Lo primero que se vislumbra es una clara preferencia por la liquidez y las estrategias conservadoras con una predominancia sustancial de los fondos “money market” que disponían de un patrimonio de \$7.757 M, lo que representa un 49,0% de los \$15.830 M que administraba la industria de los FCI en total. Estos fondos de mercado de dinero suelen posicionarse en herramientas locales muy seguras con amplio respaldo en el sistema bancario y financiero, su moneda de dominación en todos los casos es el peso y su horizonte temporal es de muy corto plazo con posibilidad de rescatar el capital en el mismo día que se solicitó (t+0). Particularmente estos fondos buscan obtener rendimientos similares al de los plazos fijos (el instrumento de ahorro en pesos con mayor popularidad) presentando la ventaja comparativa de que se puede rescatar el dinero en un día sin dejarlo inmovilizado al menos 30 días en un banco. Que casi la mitad del dinero que se administra sea en este tipo de fondo demuestra el carácter conservador, insustancial y de poca credibilidad de una industria que se utilizaba como una herramienta secundaria con la cual obtener un moderado rendimiento en el plazo momentáneo mientras se realizan otros tipos de operaciones entre los agentes.

La poca participación del tipo renta variable (valuada en poco más de \$2,8 MM) y la renta mixta (\$0,6 MM) denota una baja demanda por parte del sector en activos más vinculados con el capital de las empresas o el desarrollo de nuevos sectores que por lo general contemplan horizontes de más largo plazo y con mayor variedad en zonas geográficas. Del monto total administrado (\$15.830 M) sólo el 19,5% estaba compuesto por títulos de participación accionaria, opciones y derivados. Lo que explica que la industria de los fondos puede ser un fiel reflejo de nuestro mercado de capitales tanto en causa como consecuencia de su pequeño tamaño y lento dinamismo.

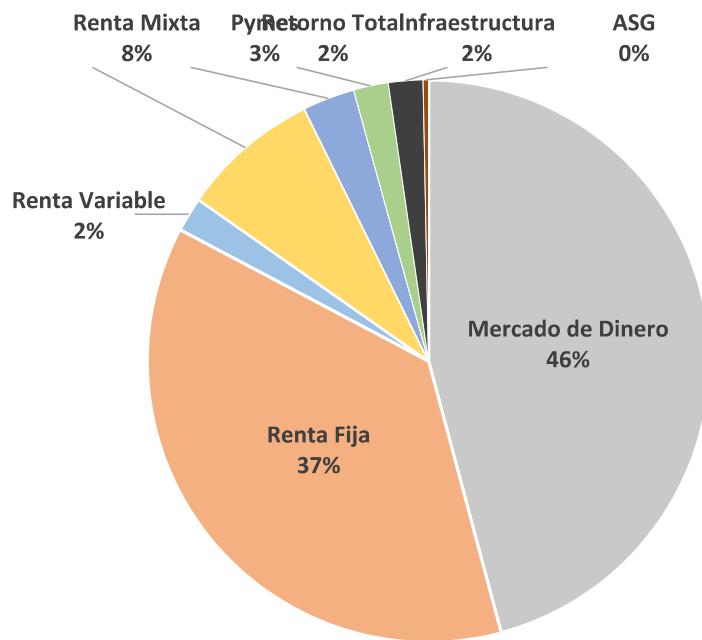
Con el avance del sistema financiero en los últimos 12 años se ha incrementado la variedad de los activos comercializados pese a las distintas fluctuaciones macroeconómicas y cambiarias. Esto permitió no sólo un crecimiento en la industria sino una mayor heterogeneidad a partir de la creación de nuevos tipos distintos de fondos con mayores alcances en los objetos de inversión.

A partir de marzo de 2012 la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión comenzó a desagregar los patrimonios netos de diferentes clases de fondos que fueron creciendo hasta llegar a un total de ocho tipos distintos en la actualidad. A los mencionados anteriormente se sumaron los del tipo Pymes que si bien ahondaremos más adelante su característica principal es la inversión en instrumentos emitidos por pequeñas y medianas empresas o en activos destinados al financiamiento de las mismas, es decir, con activos de renta fija con un horizonte temporal de corto o mediano plazo.

También se incluyen los fondos de Infraestructura que se componen mayormente por activos de renta fija destinados al financiamiento de proyectos de Economías regionales e Infraestructura o de la economía real. Así como los de retorno total que tienen una política de inversión que busca aprovechar las oportunidades del mercado para obtener el rendimiento más alto posible con un horizonte a largo plazo y con un tipo de renta mixta. El último gran tipo de FCI comenzó a desarrollarse a partir de la pospandemia y se trata de los fondos ASG (Ambientales, Sociales y de Gobernanza) que persiguen las finanzas sustentables optando por instrumentos variados que posean un enfoque sostenible e impulsen proyectos con un impacto significativo en algún aspecto social, climático, medioambiental o de gobernanza. Sin embargo, si bien las finanzas sostenibles constituyen una temática interesante de estos tiempos, su desarrollo en nuestro país es aún muy incipiente, a diciembre de 2021 sólo existen tres de estos fondos comunes de inversión.

Actualmente, el patrimonio bajo administración de los tipos de fondos ilustrados en el **gráfico 2** muestran que a pesar de la innovación en las distintas clases no se ha modificado significativamente la composición de la industria pese a que nominalmente su monto se haya multiplicado en más de 238 veces desde enero del 2010 (con un crecimiento real del 551,8% en términos reales).

Gráfico 2: Patrimonio bajo administración por clase de FCI. Diciembre 2021.



Fuente: Elaboración propia en base a CAFCI.

Si bien la participación relativa de los money market cayó un 3%, continúa siendo el tipo de fondo más predominante administrando el 46% del monto total, seguido por los de renta fija. Las novedades más importantes sin dudas son el crecimiento de esta clase, que alcanzó el 37% (+8 p.p.), en desmedro de los fondos de renta variable que registran una abrupta caída de representar el 18% en ene-10 a tan sólo el 2% ene-22. Sin dudas los problemas macroeconómicos de los últimos años, acelerados a partir de la corrida cambiaria de 2018 y acentuados por la crisis de 2019 y la pandemia, han generado una clara aversión al riesgo por parte de los cuotapartistas. Los rendimientos negativos en momentos muy marcados han ido desterrando la confiabilidad en este sector al mismo tiempo que crecía la competencia con otros sectores, creando tipos de fondos más novedosos con objetivos mucho más específicos que buscan ajustarse a las preferencias de los inversores (por ejemplo, aquellos fondos de renta fija que buscan rendimientos iguales o superiores a la evolución del tipo de cambio o la inflación).

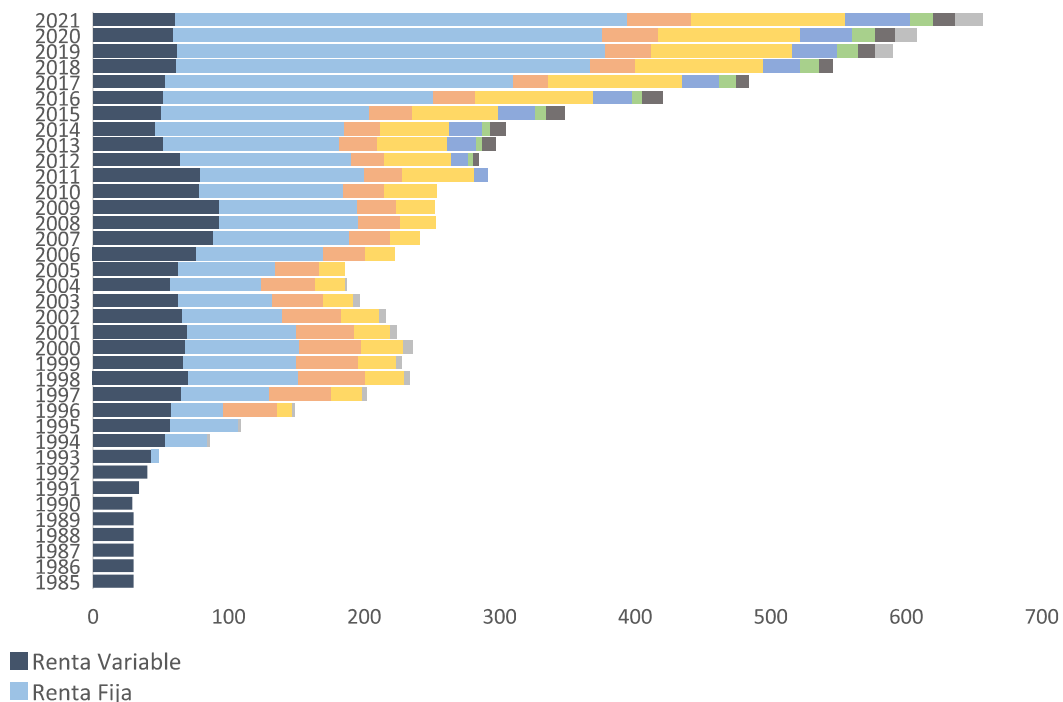
Además de la focalización de la industria, la precaución al riesgo y los problemas más estructurales han desplazado a los clientes, con preferencias audaces, a la renta mixta (+4 p.p.) que alcanza el 8% del total más el 2% si tomamos en cuenta a fondos de Retorno Total que pertenecen a este mismo tipo de renta. Así, si clasificamos a los fondos por su tipo de renta encontramos que, sacando el porcentaje del mercado de dinero, la industria se divide en un 40% de renta fija (incluido Pymes), 12% renta mixta (incluido Infraestructura y Retorno Total) y tan sólo un 2% de renta variable.

1.4 Evolución y panorama actual de los FCI:

Desde lo normativo existen dos grandes sucesos para la industria de los FCI tal como se la conoce hoy en día, la primera es cuando empieza a tomar forma a partir de 1992 con la promulgación de la Ley N° 24.083 que, además de impulsar su desarrollo con la creación de los nuevos tipos de fondos, forzaba a los fondos comunes de inversión preexistentes a reconvertirse para ajustarse a la normativa de la nueva Ley. Y la segunda es con la Ley N° 27.440 de Financiamiento productivo que modifica a su antecesora e introduce nuevas reglas de juego buscando profundizar el desarrollo de la industria. No es casualidad que ambas políticas convergieron durante los gobiernos con mayor apertura financiera que estimulaban la entrada del capital extranjero esperando mantenerlos dentro del sistema local con la ayuda de oportunidades bursátiles atractivas.

En el **gráfico 3**, que se muestra la cantidad anual de fondos comunes de inversión por clase, podemos ver como en la década de los '90, la cantidad de fondos creció un 660,0% desde 30 fondos de renta variable en 1989 a 228 fondos en 1999, de los cuales 84 eran de renta fija, 66 de renta variable, 46 fondos de “money market”, 28 de renta mixta y sólo 4 FCI cerrados.

Gráfico 3: Cantidad anual de Fondos Comunes de Inversión por clase. Período 1985-2021.



Fuente: Elaboración propia en base a CAFCI.

Por otra parte, en el segundo período de mayor expansión, la cantidad de fondos se incrementó un 115,8% comenzando con un total de 304 fondos en 2014 hasta alcanzar los 656 en 2021 (+50 i.a. incluyendo los FCIC). Actualmente, la clase con mayor cantidad, cerrando 2021, es la de renta fija (333) seguido por renta mixta (114) y, en tercer lugar, la renta variable (61).

Como podemos observar, no existe una relación directa entre las clases con las mayores cantidades de fondos y el patrimonio administrado por cada una. El patrimonio neto más grande lo suministran el tipo “money market” pese a contar con tan solo 47 fondos, uno por debajo de los del tipo PyMES” (48) que tan sólo representan el 3% del patrimonio neto. Mientras que el resto de la industria se divide en 17 de retorno total, 16 de infraestructura, 2 de ASG y 20 fondos comunes cerrados.

En tanto, en el **gráfico 4** se encuentra la evolución mensual del patrimonio neto de toda la industria entre enero del 2010 a diciembre del 2021 ilustrando una evidente aceleración en los últimos años hasta alcanzar un total de \$3.605.507 millones a fines de 2021, consolidando un incremento del 87,0% anual (+ \$1.651.889 millones i.a.). No obstante, desde la creación de la industria, el aumento más alto del monto total tuvo lugar en el año 2020 creciendo un 129,9% i.a. (+ \$1.072.782 millones). El fuerte incremento nominal se observa luego de “default técnico” en agosto de 2019, mes en el que la industria perdió un 28,7% de su patrimonio producto de la fuerte salida de los flujos netos. En los meses subsiguientes comenzó una tendencia de crecimiento mensual ininterrumpido que se aceleró a partir del inicio de la pandemia mundial por Covid-19. Lo cual demuestra que el avance del ahorro, ante la abstención de consumo por parte de los hogares (producto de la restricción a la movilidad) más que compensó la contracción de la actividad económica en general en el primer año de la pandemia. Lo que permitió un incremento patrimonial de más de \$2.593.111 millones a una tasa promedio del 6,1% mensual entre mar-20 a dic-21.

Gráfico 4: Evolución del Patrimonio Neto (PN) mensual de los Fondos Comunes de Inversión en millones de pesos. Período 2010-2021.

Esta tendencia es inédita en las últimas décadas, logrando superar el período de inestabilidad entre ene-18 y ago-19 que ante los recurrentes problemas cambiarios y

financieros, los fondos comunes de inversión cayeron nominalmente un 4,6% a una tasa promedio positiva del 1,1% mensual, pero con ocho meses de fuerte contracción.

Anteriormente, entre 2010 y 2017 la industria se había desarrollado en un 3.341,7% pero evolucionando a un ritmo más moderado a con una tasa promedio de 4,1% mensual, reportando su mejor año en 2014 donde los fondos crecieron un 81,5% anual principalmente por el aporte de la entrada de capitales al sector (+52,7% i.a.).

Sin embargo, la tendencia alcista de los últimos años estuvo acompañada vis a vis por una aceleración también de los precios, lo que presenta particular interés en analizar también la evolución en términos reales llevando los montos totales de la industria a los precios del 2010. En el **gráfico 5** podemos ver cómo a pesar de los cambios en la dinámica de los precios de la última década, el patrimonio de los fondos en términos reales persigue la misma tendencia que en términos nominales acentuando los cambios de ritmo. Lo mismo sucede con los fondos como porcentaje del PBI, que, si bien ambos se comparan en términos nominales, la variación de este ratio comparte los mismos movimientos permitiendo analizar el peso que tienen dentro de nuestra economía.

Entre 2010 y 2017 el monto real creció un 410,4%, casi ininterrumpidamente sólo que, a un promedio mensual menor, de un 1,9%, registrando su mejor año en 2014 con un incremento real del 33,5% i.a. pese a la inflación anual de 35,9%. Al mismo tiempo, el patrimonio de los fondos como porcentaje del PBI pasó de un 1,17% en ene-10 a un 4,61% en dic-17, es decir, se amplió 3,4 p.p. mientras que el PBI creció un 541,2% en el mismo período.

Gráfico 5: Patrimonio Neto de los FCI en precios de 2010 y Patrimonio Neto nominal como porcentaje del PBI nominal. Período 2010-2021.

En subsiguiente, las aceleraciones inflacionarias de 2018 y 2019 (47,6% i.a. y 53,8% i.a., respectivamente) agudizaron la pérdida del patrimonio neto por la salida constante de capitales. Entre ene-18 y ago-19 la industria perdió un 49,5% del monto administrado en términos reales, esto implica un daño irrecuperable en los ahorros de múltiples agentes que perdieron casi la mitad de su poder adquisitivo en un contexto macroeconómico de deterioro y contracción. Demostrada también en la pérdida del peso en la economía, que en 2019 había retrocedido hasta el 2,74% sobre el PBI (-1,9 p.p.).

Hacia fines de 2019 y hasta 2021 se remarca una tendencia expresamente alcista con aceleraciones fuertes en los meses más duros de la pandemia donde, si bien en mar-20 hubo un golpe muy duro en el sistema financiero global, coincidió el mayor ahorro de la población con un descenso de la inflación y una contracción del PBI. Lo cual repercutió directamente en las variables analizadas, permitiendo a los fondos más que duplicar su patrimonio en términos reales, creciendo un 143,4% entre sep-19 y dic-21 a una tasa promedio de 3,4% mensual. Al mismo tiempo que más que se duplicaba su peso en el producto nacional aumentando de 2,86% en sep-19 al 6,30% en dic-21 (+3,6 p.p.).

Sin embargo, como mencionamos anteriormente, la evolución del monto administrado de un FCI depende tanto del rendimiento de las inversiones que realiza como de las suscripciones o rescates de capital que llevan a cabo los cuotapartistas. Ya que ambas

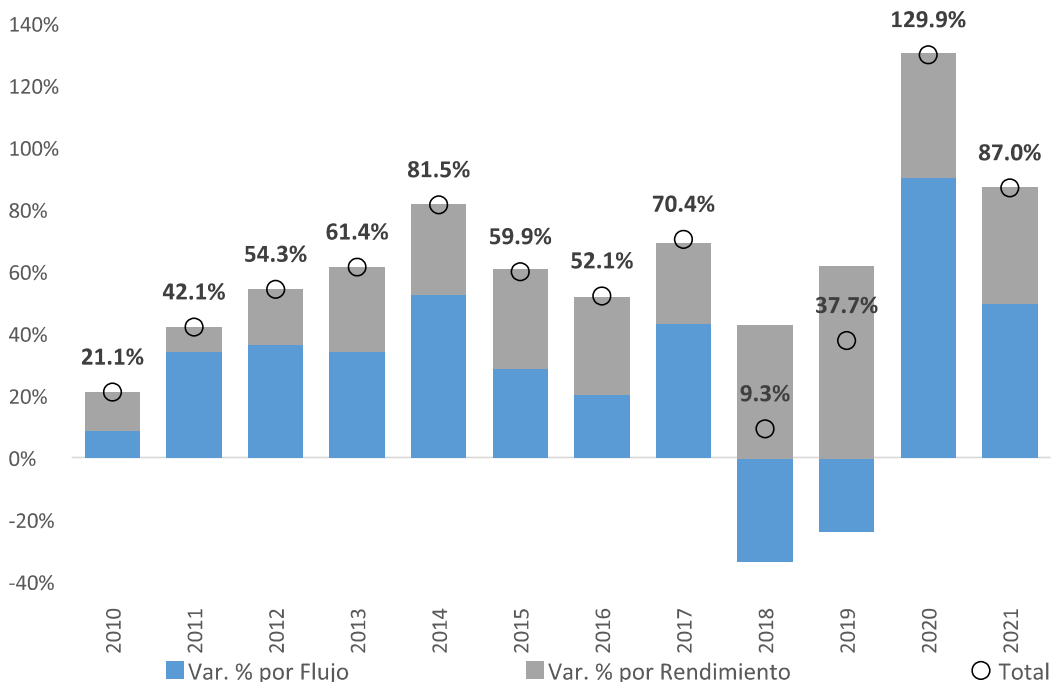
situaciones involucran un mayor stock de activos/dinero en el fondo que se reparten proporcionalmente entre sus adeptos.

Esto requiere de una particular atención, puede suceder que el patrimonio de un fondo se incremente, y sus participantes perciban una ganancia superior, por una entrada masiva de capitales externos cuando las inversiones arrojen resultados negativos. Caso contrario cuando rendimientos muy buenos de las inversiones se sobrepongan a una variación negativa de los flujos o movimientos de cuotapartistas.

Si bien en el largo plazo la participación de ambos depende del contexto macroeconómico como, por ejemplo, del ahorro de la economía, de la entrada de capitales extranjeros o del desempeño de los mercados financieros, no necesariamente ambas variaciones van a ir de la mano. Para entender la evolución de los flujos hacia los fondos comunes no basta con dimensionar el capital disponible para el ahorro dentro de una economía, sino también se debe tener en cuenta la comparación con otras oportunidades de atesoramiento para entender el interés que puede generar la industria para captar el dinero circulante. Por otra parte, comprender el rendimiento global del sector es un poco más complejo ya que existen diversos fondos que invierten en activos muy distintos. Sin embargo, teniendo en cuenta que en nuestro país gran parte del patrimonio es captado por los fondos de mercado de dinero, una primera aproximación debería señalar que el rendimiento total debería estar fuertemente influenciado por la evolución de los agregados monetarios.

A continuación, en el **gráfico 6** vemos como la tasa de variación anual de la industria es la suma de los resultados tanto de los flujos como de los rendimientos de las inversiones. Habiendo analizado previamente la evolución nominal entre 2010 a 2021, ahora podemos descomponer el motivo principal del cual surge el rendimiento de los fondos.

Gráfico 6: Crecimiento del Patrimonio Neto anual de los Fondos Comunes de Inversión en porcentaje. Período 2010-2021.



Fuente: Elaboración propia en base a CAFCI y Ministerio de Economía.

En primera instancia, entre 2010-2014 la tendencia señala una clara participación de la entrada de flujos monetarios, a un promedio interanual del 33,4%, en comparación con el 18,7% de los resultados de las inversiones. Que se da en un momento muy dinámico de la industria donde los avances tecnológicos permitieron una mayor inclusión financiera abriéndole las puertas a distintos sectores en un contexto previo de bonanza económica con estándares sociales más altos que facilitaban la simpatía hacia el ahorro. No obstante, en el período 2015-2019, con excepción del 2017 (año en el que ingresa una gran cantidad de capitales externos), se observa cómo cobra mayor protagonismo el rendimiento de las inversiones (tasa promedio del 38,5% i.a.). Que no sólo equilibran la desaceleración de los flujos, sino que hasta compensan el rescate neto de capital en 2018 (-33,6% i.a.) y 2019 (-23,7% i.a.).

Asimismo, en 2020 y 2021 la ganancia anual de las inversiones no se modificó mucho con respecto al período anterior, con un promedio del 38,1% i.a., pero el efecto de la entrada de capital aceleró fuertemente el crecimiento. En el primer año de la pandemia los flujos de capital alcanzaron un 90,9% i.a. mientras que en 2021 crecieron un 50,2% i.a., permitiendo que los fondos comunes de inversión obtengan ganancias a tasas del 129,9% i.a. y 87,0% i.a., respectivamente.

Para finalizar con la contextualización de los fondos comunes de inversión, decidimos pertinente comparar la industria de nuestro país con la de otros países de la región o con

naciones de mayor desarrollo económico y financiero, de modo tal de dimensionar nuestra estructura actual en el mundo. Con datos de la Asociación Internacional de Fondos de Inversión (IIFA por sus siglas en inglés), en el **cuadro 2** podemos observar tanto el patrimonio neto, medido en millones de dólares (para el caso argentino inferimos que se utilizó el tipo de cambio oficial), como la cantidad de FCI de distintos países en el primer trimestre del 2008 y en el cuarto del 2021. Ambas variables son relevantes debido a que, el patrimonio neto delimita la cantidad de dinero dentro de cada sistema que a su vez depende tanto del ahorro de la economía local como de los flujos externos que logre canalizar, es decir, la demanda general de los fondos. Por otro lado, la cantidad de fondos existentes debería reflejar casi fielmente la oferta de la industria bajo el preconcepto de que, a mayor cantidad de fondos, posiblemente sea más abarcativa y diversa la oferta.

Cuadro 2: Cantidad de fondos y patrimonio neto de países seleccionados y global.

Países	Patrimonio Neto			Cantidad de FCI		
	1T-2008	4T-2021	1T-2008 vs . 4T-2021	1T-2008	4T-2021	1T-2008 vs . 4T-2021
Alemania	1.562.474	3.138.013	100,8%	5.907	7.357	24,5%
Argentina	7.075	34.562	388,5%	245	640	161,2%
Australia	1.160.417	2.619.739	125,8%	-	-	-
Brasil	1.018.448	1.859.009	82,5%	7.931	26.382	232,6%
Canadá	795.390	2.529.162	218,0%	2.531	4.262	68,4%
Chile	25.984	59.709	129,8%	1.326	2.892	118,1%
China	364.463	3.530.077	868,6%	354	8.103	2189,0%
Estados Unidos	12.893.390	37.395.935	190,0%	9.447	11.457	21,3%
Francia	2.283.095	2.527.382	10,7%	12.013	10.915	-9,1%
México	85.290	136.108	59,6%	474	613	29,3%
Global	29.147.374	76.270.754	161,7%	89.511	149.216	66,7%

Fuente: Elaboración propia en base a IIFA.

Sin considerar las distintas estructuras y particularidades que pueden presentar las industrias de cada país, lo primero que se evidencia es que, tanto en capitalización como en cantidad, se destaca lo pequeño que es el sector argentino pese a registrar uno de los crecimientos más pronunciantes entre el 2008 y el 2021. En relación al total de la industria en el mundo, Argentina tan sólo representaba el 0,02% del patrimonio mundial en 2008 y tan sólo el 0,05% en el 4T21. Siendo el más bajo de los países seleccionados incluidos los de la región que pertenecen a la IIFA, lo mismo ocurre en la cantidad de FCI donde el sector argentino apenas equivalía el 0,27% de los 89.511 fondos existentes en el 1T08 y al 0,43% de los 149.216 fondos totales en el 4T21.

Muy distinta es la situación con otros países de la región, en el 4T21 Brasil abarcaba el 2,44% del patrimonio mundial con el 17,68% de la cantidad total de fondos comunes de inversión en el mundo, por otro lado, México y Chile presentan sectores más similares al

nuestro, pero visiblemente superiores administrando el 0,18% y el 0,08% del patrimonio mundial, respectivamente. La distancia es aún más amplia con la de países desarrollados, por ejemplo, EE.UU. es un caso totalmente excepcional debido no sólo al tamaño de su economía sino a su importancia financiera internacional donde sus mercados logran captar miles de millones de dólares de alrededor del mundo convirtiéndolo en el gigante de la industria administrando el 49,03% del patrimonio mundial de los FCI, aunque sólo aporten con el 7,3% de la cantidad de fondos totales.

Esta comparación nos permite también asentar que el pequeño tamaño, relativo, de nuestro mercado de capitales lo constituye con un enorme potencial que posibilitó un gran dinamismo en los últimos años incrementándose casi USD 27.500 M. Si bien en el recorte temporal estudiado, tanto el stock como el crecimiento patrimonial de la Argentina constituyen los más bajos nominalmente, la evolución entre el 2008 y 2021 proporcionalmente fue una de las más altas (388,5%) sólo superada por China (868,8%). Mostrando un igual desarrollo en la cantidad de fondos donde el aumento (161,2%) sólo es superado por China (2.189,0%) y Brasil (232,6%) permitiendo superar los fondos existentes en México, que suman los 613 en el 4T21 contra los 640 fondos de la Argentina.

2. Fondos Comunes de Inversión PyMES y sus instrumentos

2.1 Introducción a los Fondos Comunes de Inversión Pymes:

Dentro del amplio universo de los fondos comunes de inversión, ahora nos adentraremos particularmente en los del tipo Pymes, es decir, en aquellos fondos que invierten al menos un 75% de su patrimonio en activos que contribuyan al financiamiento de las Pymes y al menos un 40% en valores emitidos específicamente por las mismas.

Como vimos, el perfil de los fondos deriva de las características de los activos, que en este caso deben adecuarse a las herramientas disponibles de las Pymes dentro del mercado de capitales. Si bien históricamente el acceso de las pequeñas y medianas empresas tuvo ciertas restricciones normativas al mercado de capitales, además de las limitaciones más vinculadas con el desconocimiento y la coyuntura macroeconómica, en los últimos años se avanzó sobre este asunto promoviendo su ingreso.

En agosto de 2021, con la Resolución General 901/21 de la CNV, se simplificó la definición de Pyme alineándose con la de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y los Emprendedores (Sepymee).

Esta medida favoreció a sectores golpeados por la pandemia, que eran claves en la recuperación económica para reactivar la actividad y la demanda de empleo, y que se encontraban con dificultades tanto para acceder al financiamiento como para afrontar sus deudas. De esta forma no sólo se terminó de democratizar el acceso, sino que permitió acelerar los procesos y trámites requeridos para que las pymes puedan participar de la oferta pública solamente acreditando el Certificado “MiPyme” expedito por la secretaría Sepymee. Además, la RG 901/21 abrió el acceso al régimen de emisores Pymes a asociaciones civiles que cuenten con la necesidad de fondeo y con el respaldo de una entidad de garantía. Actualizando los montos máximos del régimen estableciéndolos en \$1.500 millones para la Pyme CNV y en \$800 millones el de Pyme CNV Garantizado.

Para ilustrar la importancia de las Pymes en el entramado productivo mencionaremos brevemente algunos datos coyunturales previos a la pandemia y a la crisis cambiaria y financiera de 2018. Según el Ministerio de Producción y Trabajo, en 2017 existían unas 609.393 empresas empleadoras, de las cuales el 99,8% de ellas eran pequeñas y medianas empresas. Las Pymes concentran el 76,9% del empleo privado formal con un promedio de 11 trabajadores por compañía. Además, son las que explican gran parte de la creación de

empleo, siendo responsables del 83% del total de la creación bruta de empleo, y las que conforman del 90% de las compañías exportadoras, aunque sólo concentran el 18% del total de los bienes exportados.

Por otra parte, según la CNV, en 2021 el segmento Pymes se llevó el 25,7% del financiamiento total empresarial dentro del mercado de capitales medido en pesos y un 25,3% medido en dólares. Estos datos muestran la escasa participación que tiene este sector en el fondeo obtenido por las compañías tanto en el sistema bancario como financiero, pese a su rol preponderante en el empleo y la actividad. Además, por las características de los instrumentos comercializados, el fondeo que obtienen suele ser en moneda local a cierta tasa de interés (usualmente fija) y de corto o mediano plazo.

En cuanto a su estructura, los fondos Pymes replican las características del financiamiento de este sector, es decir, suelen estar denominados en moneda local y categorizados dentro del tipo de renta fija o, en algunos casos, dentro de la renta mixta. Esto se debe a que, como veremos, los instrumentos Pymes en su mayoría son activos de deuda de bajo riesgo donde ya se conoce la rentabilidad o el interés que se va a generar en el momento de su emisión. Estas características son cruciales en el universo Pyme por varias cuestiones, como la transparencia y claridad en las operaciones que realizan, así como la previsibilidad necesaria para poder afrontar los pagos de la mejor manera.

Si bien la mayor parte de los activos que se encuentran dentro de los patrimonios de los fondos deben necesariamente ser destinados al financiamiento Pyme, el porcentaje restante se suele posicionar en otros tipos de activos en pos de ganar mayor rentabilidad o liquidez, por lo que algunos fondos se denominan “de renta mixta”.

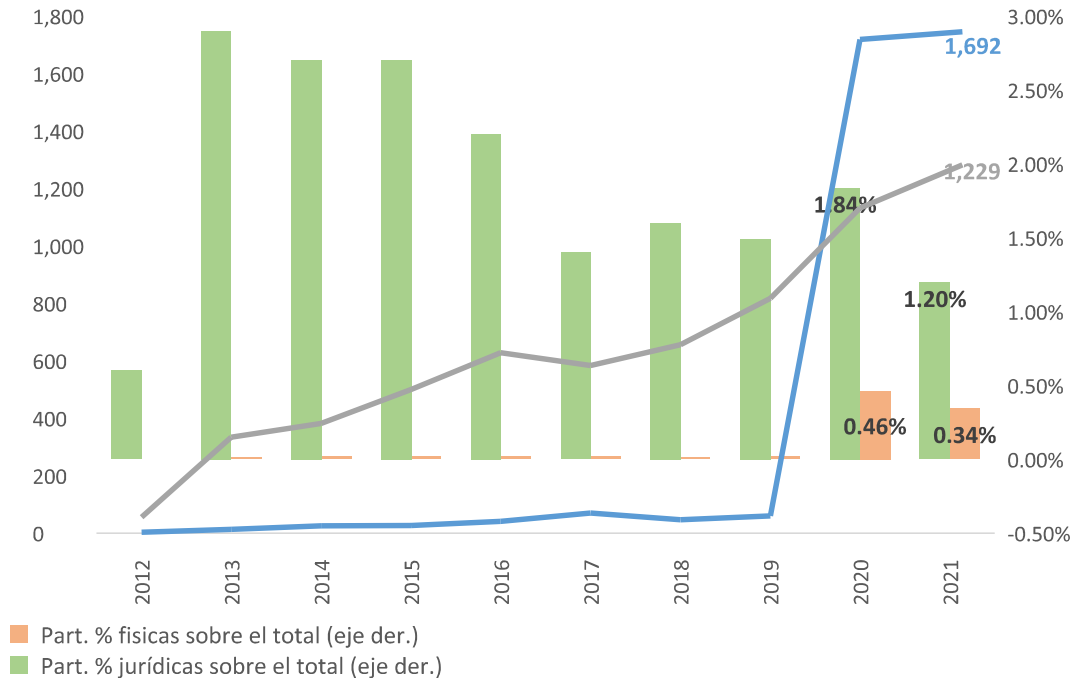
No obstante, la liquidez de este tipo de fondos suele ser bastante baja en relación a los de mercado de dinero, asemejándose más a plazos intermedios entre los del tipo de renta fija y los del tipo de renta variable. Es decir, el plazo de rescate va entre unas 48 a 72 horas en general, aunque en los reglamentos de gestión de cada fondo suelen añadirse cláusulas para ocasiones especiales. Por ejemplo, en el caso del fondo Pellegrini Pymes Empresas Argentinas la disponibilidad es de 48 horas, sin embargo, en el reglamento de gestión se aclara que el pago del rescate puede tardar hasta 7 días hábiles. Y en casos excepcionales donde la suma de los rescates diarios sea superior al 10% del patrimonio neto total, la sociedad gerente (bajo preaviso) puede disponer que el pago se efectúe en un plazo máximo de 10 días hábiles.

Al mismo tiempo son presentados como fondos de un horizonte temporal de corto o mediano plazo, a causa de que las duraciones de los instrumentos no suelen ser superiores

a los dos años, sino que usualmente van entre 2 o 3 meses a 15 o 18 como máximo, aunque manifiestan una tendencia en el largo plazo normalmente vinculada a alguna de las tasas de interés. Estas propiedades de los fondos, asociadas a un tipo de renta fija y a un horizonte temporal no muy largo hacen que estén destinados a un perfil de inversor “moderado”. Dado que no son tan conservadores como los fondos de “money market” o aquellos que invierten en activos de renta fija “más seguros” o con disponibilidad de rescate inmediata. Pero tampoco son tan arriesgados como los fondos de renta variable con volatilidades mucho más altas y horizontes temporales más extensos.

Sin embargo, el tipo de inversor puede ser tanto una persona humana como una persona jurídica, dentro de esta industria de fondos en particular, las personas jurídicas se han llevado el protagonismo regularmente tanto invirtiendo montos superiores pese a ser menores cuentas que las personas humanas. Aunque en los últimos dos años, a partir de septiembre de 2020, las cuentas de las personas físicas se incrementaron considerablemente como se puede observar en el **gráfico 7**. Acto que puede deberse al lanzamiento del “Fondo 1822 Raíces Pyme” del Provincia Fondos, el único fondo creado en estos meses que por la masividad de clientes del Banco Provincia podría haber impulsado sustancialmente la cantidad de clientes en este sector en el corto plazo.

Gráfico 7: Evolución de la cantidad de las cuentas de los fondos Pymes y el porcentaje sobre los fondos totales tanto de personas físicas como jurídicas. Período 2012-2021 (al 31/12).



Fuente: Elaboración propia en base a CAFCI.

Con valores cerrados a 2021, las personas jurídicas que alcanzaban las 1,229 cuentas (+97 cuentas respecto a 2020) reunieron un patrimonio de \$123,574 millones (99,94% del total de la industria, un crecimiento del 56,0% respecto al año anterior). Estas cuentas representaban un 1,20% del total de los FCI mientras que las cuentas de personas físicas en los fondos Pymes representaban apenas un 0,34%. Ambas participaciones cayeron respecto al año anterior, en el caso de las personas físicas las cuentas también cayeron anualmente, sumando 1,692 comparado a las 1,719 de 2020 y sumando un patrimonio de \$79 millones (el equivalente al 0,06% del patrimonio de la industria pese a crecer 36,2% i.a.).

2.1.1 Normativa y regulaciones:

Como hemos mencionado anteriormente, las normas de cada FCI deben estar explícitas en el reglamento de gestión de cada fondo, se trata de un documento que necesita de la aprobación de la CNV y que formula el marco contractual especificando las cláusulas generales y particulares. De aquí parten desde los objetivos y la política de inversión hasta los pormenores que hacen a la cotidianeidad de las operaciones.

Sin embargo, el marco legal de la industria lo proporciona una serie de leyes junto con sus modificaciones y las regulaciones que lleva a cabo la CNV. La estructura de la industria se formó en la década de los '90 en el marco de una mayor financiarización con mayor grado de apertura financiera. Y a partir de lo delineado por la Ley 24.083 de los Fondos Comunes de Inversión promulgada en 1992, sumada a las modificaciones que incorporaron la Ley 24.441 de Fideicomisos Financieros del año 1994, la Ley 24.781 de 1997 y el Decreto 174/93 del año 1993.

Si bien el colapso económico del 2001 retrotrajo los avances en materia financiera de la década anterior, sobre todo en la credibilidad del sistema, en los años subsiguientes la acelerada recuperación económica impulsó el desarrollo de actividades en todo el entramado productivo. Que en conjunto con los adelantos tecnológicos y las condiciones financieras favorables (influenciadas por el contexto internacional) generaban un contexto propicio para impulsar el financiamiento empresarial en los mercados de capitales.

Por esta razón, a fines de 2006 se puso en marcha el Panel Pyme en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, donde las pequeñas y medianas empresas podían emitir acciones abriendo su capitalización bursátil a todo el mercado. Entre 2007 y 2008 se llevaron a cabo una serie de medidas que tenían como objetivo promover el acceso de las Pymes al sistema financiero. Por ejemplo, en noviembre de 2007 la Comisión Nacional de Valores lanzó la RG 519/07 que creaba los instrumentos de fideicomisos financieros y de fondos comunes de inversión cerrados para Pymes. Por otro lado, en mayo de 2008 lanzó la RG 527/08 que simplificaba y actualizaba el régimen de acceso de las Pymes a la oferta pública para el lanzamiento de Obligaciones Negociables y otros títulos de deuda.

Al mismo tiempo, se decidió crear un régimen especial de fondos comunes de inversión abiertos para Pymes atendiendo las necesidades particulares de estas compañías, así el 28/08/2008 la CNV lanzó la RG 534/08 consolidando la creación del nuevo vehículo de inversión y delimitando todos los parámetros estructurales de este régimen. Cuyas diferencias para con el resto de los FCI se centraban en que, al menos el 75% del patrimonio debía invertirse en activos que compongan el objeto especial del financiamiento Pyme, de dicho monto, el 40% debe invertirse en valores negociables emitidos directamente por las Pymes (como ON, CPD, FCE, etc.) mientras que el porcentaje restante puede completarse en activos de empresas de baja capitalización bursátil o en instrumentos de otras entidades pero que tengan como finalidad el financiamiento Pyme.

Además, se señalaba otros factores importantes, como que desde el lanzamiento del fondo se puede demorar hasta 180 días la conformación de la cartera de inversión. O que para

las operaciones de rescates superiores al 10% del patrimonio neto, el plazo podía establecerse (bajo preaviso) en un máximo de 10 días.

En diciembre de 2012 se sancionó la Ley 26.831 denominada “Ley de Mercado de Capitales” que trajo un gran paquete de cambios e innovaciones al sistema bursátil argentino promoviendo, entre otras cosas, la participación tanto de pequeñas y medianas empresas como de pequeños inversores con un mayor nivel de integración y de transparencia entre los distintos actores a los cuales se les exigía una mayor divulgación. Además, se estableció un régimen diferenciado para las llamadas “Pymes CNV”, es decir, aquellas que accedan al mercado de capitales cumpliendo con una serie de requisitos y restricciones que determinará el organismo de fiscalización. Medida que fue acompañada por la sanción del “Nuevo Texto Ordenado de Normas” de la CNV en 2013 que instauraba todo un sistema de regulaciones cuyos principales impactos en los FCI se pueden resumir en cambios en los márgenes de liquidez, y en la redefinición tanto de los agentes de custodia como los agentes de administración ampliando los requisitos de estos agentes.

Con el propósito de generar un impulso de demanda hacía los proyectos e inversiones de la “economía real” como programas productivos, obras de infraestructura, financiamiento de pymes, etc. En octubre de 2012 la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) lanzó la Resolución 37.163 en la que redefinía el régimen de las aseguradoras exigiéndoles a invertir como mínimo un 10% de sus fondos en activos que un comité debía aprobar como vinculados a la economía real. Esta norma estaba explicitada en el inciso “K” del Reglamento General de la Actividad Asegurado y dos años más tarde (dic-14) se volvería a ver modificado subiendo el piso mínimo invertible del 10% al 14,5%.

El 15 de enero de 2016, a principios de la presidencia de Mauricio Macri, la SSN emitió la resolución 39.645 en la cual redefinió el inciso “K” volviéndolo optativo para las compañías aseguradoras. Esto trajo grandes revuelos debido a que, ante la posibilidad de cambiar las inversiones en las que estaban posicionadas, los fondos de seguros abandonaban bruscamente los instrumentos volcados a la “economía real” para posicionarse en activos que le resultaban más interesantes. El brusco redireccionamiento de estos fondos provocó, en pocos días, una caída sustancial de los instrumentos pymes encareciendo el fondeo de las empresas, por ejemplo, la tasa de descuento de los Cheques de Pago Diferido se incrementó 10 puntos alcanzando entre un 30%-35% en promedio.

Esta razón, obligó a las autoridades a atender las quejas de los distintos sectores que trabajan en la inclusión de los sectores productivos y los proyectos de inversión que forman a la “economía real” dentro del mercado de capitales. Por lo que el 22 de enero se

lanzó la Resolución 39.647 de la SSN en la que al punto 35.8.1 del “Reglamento General de la Actividad Aseguradora” se le agregaba el inciso “L” (manteniendo la modificación en el inciso K) en el cuál forzaban a las compañías aseguradoras de todo tipo a invertir entre un 3% y un 20% en cuotapartes de Fondos Comunes de Inversión Pyme. Más adelante veremos el impacto inmediato de esta medida, que nuevamente trajo revuelos entre aquellos que cuestionaban la orientación forzada de los inversores institucionales para “subsidiar” a las pymes, y las compañías, los fondos comunes y las Sociedades de Garantía Recíproca que calificaban de insuficiente ya que no alcanzaba a recuperar el daño producido con la resolución anterior.

Desde entonces los fondos comunes del tipo Pyme se fueron consolidando marcando una tendencia sostenida, pese a ciertos vaivenes, al mismo tiempo que evolucionaron la industria de los FCI en general y el acceso de las empresas al financiamiento bursátil. En los últimos años, se llevaron a cabo distintas medidas con el objeto de profundizar la participación de los fondos en el panorama del ahorro local llegando a cada vez más tipos de inversores distintos.

En 2017 se llevaron a cabo algunas modificaciones en los tratamientos de tasas y aranceles, así como resoluciones de la CNV como la RG 698 que permitía la suscripción de fondos comunes de inversión en una moneda distinta a la moneda del fondo, así como la RG 718 en la que se lanzaba la posibilidad de emitir distintos instrumentos como Obligaciones Negociables o Cuotapartes de FCI denominados en Unidades de Valor Adquisitivo (UVA) que se trataba de una moneda ajustable por el Coeficiente de Estabilización de Referencia, es decir, que acompañe la evolución de los precios. Se trataba de medidas cuyo objetivo consistía en volver más interesante la industria para poder captar cada vez más fondos privados, sobre todo del exterior, para que pudieran aprovechar los incentivos del sistema local en un mercado más innovador que atendiera sus necesidades.

Otro punto de quiebre para la industria fue la sanción de la Ley de Financiamiento Productivo (Ley 27.440) de 2018 cuya novedad principal para las Pymes consistía en el lanzamiento de un nuevo producto, permitiendo negociar las facturas de crédito electrónicas (FCE), con un funcionamiento similar al de los CPD donde el incentivo de estos instrumentos radica en que el riesgo de incobro está asociado al deudor de la factura emitida y no a las pymes.

Además, se simplificaron los requisitos para las ON garantizadas que emiten las pymes y, como mencionamos en el primer capítulo, se decidió eliminar la “responsabilidad

solidaria” entre la sociedad gerente y depositaria quienes debían responder de manera individual y separada ante cualquier incumplimiento en sus obligaciones. Desde la CNV lanzaron la RG 759 para efectuar dicha modificación al mismo tiempo que con la RG 771 se transformaron los criterios de valuación de los FCI adecuando los preexistentes a procedimientos y fórmulas aprobadas internacionalmente.

Para 2019 se realizaron dos grandes modificaciones normativas para el régimen de los FCI tipo Pyme interviniendo en los tipos de activos o instrumentos admitidos para este tipo de fondos. Los cuales, vale la pena recordar, deben posicionarse al menos en un 75% del patrimonio, en inversiones específicas que hayan sido emitidas por Pymes o contribuyan a su financiamiento. La primera fue la RG 784 del 27 de febrero que incorporaba nuevos instrumentos como las FCE, los valores negociables emitidos por otras entidades pero que son descontados en primer endoso por una Pyme, los Certificados de Obra Pública librados a favor de una Pyme, y las cuotapartes de fondos comunes de inversión cerrados cuyo objetivo contribuya a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (este último no podía superar el 5% del Patrimonio neto ni ser administrado por la misma Sociedad Gerente). La segunda, la RG 803 del 26 de julio, aclaró la situación de los valores negociables emitidos por otras entidades (no Pymes) al excluir a las obligaciones negociables emitidas por entidades financieras, de esta forma se ponderaba más a los activos propios de las Pymes ya que con la medida anterior se venían reemplazando por estas ON que ofrecían un rendimiento más atractivo para Sociedades Gerentes y se alejaban del propósito final de estos tipos de fondos.

En materia normativa, 2020 fue un año de importantes cambios para la industria de FCI en general, aunque no sucedieron grandes modificaciones particularmente en los del tipo Pymes. La inminente pandemia mundial producto del virus COVID-19 protagonizó la escena causando desplomes en los principales mercados, la industria local se vio afectada principalmente a partir de marzo-abril cuando el virus comenzó a propagarse dentro de nuestro país.

A fin de morigerar las consecuencias del contexto internacional y de atender las fuertes necesidades de la economía local se lanzaron varias políticas redireccionando el horizonte de la industria. El 24 de abril, la CNV lanzó la RG 835 en la que limitaba la tenencia de divisas de los fondos en moneda local (como los del tipo Pymes) a no más del 25% del total del patrimonio neto. Al mismo tiempo, los fondos expresados en una moneda que no sea en pesos sólo podían tener depositado el 25% del patrimonio neto en la moneda del fondo y se suspendieron las suscripciones de cuotapartes en monedas diferentes a la moneda del fondo.

Cinco días más tarde, se emitió la RG 836 según la cual los FCI debían invertir al menos el 75% del patrimonio neto en activos financieros y valores negociables emitidos en el país exclusivamente en la moneda al cual esté expresada la cuota parte del fondo. Esta medida estuvo acompañada por la RG 837, del 13 de mayo, que admitía a los productos ajustables por el tipo de cambio oficial (Dólar Linked) dentro de dicho límite del 75%, de la misma forma que le permitía a los FCI mantener en cartera aquellos productos que no expresados en la misma moneda del fondo pero que sean de deuda pública tanto nacional, provincial como municipal. Entre otras políticas, también hubo avances (con la RG 873) en relativo con simplificaciones en la presentación de la información financiera por parte de los fondos.

Por otro lado, en septiembre de ese mismo año se actualizó el régimen de las pequeñas y medianas empresas dentro de la Comisión Nacional de Valores (PYMES CNV y PYMES CNV GARANTIZADAS) donde se fijaron nuevos montos máximos de los ingresos totales anuales de las empresas, así como también se fijaron montos máximos en circulación de \$ 900 millones para las PYMES CNV y de \$ 500 millones para las PYMES CNV GARANTIZADAS. Al mismo tiempo que se actualizaron restricciones para aquellas Pymes que estén controladas o vinculadas con otras y quieran acceder a dicho régimen cuando la contraparte no cumpla con los requisitos mencionados.

No obstante, y como vimos anteriormente, esta definición volverá a ser modificada al año siguiente con las RG 901/21 y 902/21 de la CNV simplificando los trámites y tiempos incurridos en el acceso de las Pymes al régimen especial. Igualmente, en 2021 no se registraron grandes cambios normativos que influyan en los FCI Pymes, aunque vale la pena mencionar que se creó un nuevo tipo de fondo con una perspectiva sustentable y un régimen especial para invertir en valores negociables con impacto Ambiental, Social y de Gobernanza (denominados ASG). Los cuales fueron autorizados por la RG 885 a invertir hasta un tope del 30% de su patrimonio en Fideicomisos Financieros destinados al financiamiento de Pymes.

2.2 Las Pymes y sus instrumentos:

Los activos financieros son instrumentos que adquieren múltiples formas con distintos horizontes temporales pero que cuyo denominador común es que se encuentran libres para negociarse dentro de los mercados financieros sujetos a una valuación de mercado. Los más negociados en nuestro país suelen ser los títulos de deuda emitidos tanto por el sector público, provenientes del Tesoro o del BCRA (bonos o letras), como por el sector

privado (obligaciones negociables o bonos corporativos), la característica principal de estos activos es que a priori se sabe cuál va a ser el flujo de fondos y el capital amortizado hasta el final de la inversión.

Como hemos mencionado, los instrumentos financieros de las Pymes suelen estar categorizados dentro de la “renta fija” debido a la idiosincrasia del sistema financiero y productivo argentino. Son muy pocas las Pymes que logran abrir su capital al mercado bursátil y pueden mantenerse con desempeños notablemente buenos pese a las recurrentes crisis de la macroeconomía argentina. Por esta razón, resulta más conveniente apearse a instrumentos de deuda donde previamente se pueden pactar el capital, los intereses y el vencimiento de toda la operación reforzando la previsibilidad entre las Pymes y los demandantes, que como veremos, también suelen ser actores institucionales que no debieran correr grandes riesgos como capaz un inversor minorista que ante un presentimiento interesante puede optar por arriesgarse con sus propios fondos.

Existen Pymes que logran lanzar sus acciones a través del Panel especial de la BCBA, lo cual es sumamente ventajoso ya que al incorporar nuevos socios para compartir el riesgo del negocio se pueden financiar los distintos proyectos que tenga la empresa sea con respecto a sumar bienes de capital como capital de trabajo.

Vale la pena explicar que la Resolución General 509/07 de la CNV determina que los valores negociados emitidos por las Pymes sólo pueden ser adquiridos por “inversores calificados”. Dicho organismo define a los inversores calificados como aquellos que reúnan las condiciones de idoneidad, profesional o técnica, o de solvencia patrimonial fijada por la misma CNV. Dentro de los mismos se encuentran las entidades públicas (tanto de gobernanza como empresariales), distintos tipos de sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, sindicatos, agentes de bolsa, fondos comunes de inversión, personas jurídicas y personas físicas, pero con patrimonios netos de grandes riquezas.

Si bien las Pymes cuentan con un régimen simplificado de oferta pública con beneficios impositivos significativos como el estar exentas del pago de la tasa anual de fiscalización de la CNV, o del comité de auditoría. También debe ser necesario que la organización cumpla con los distintos requerimientos que se exigen como la presentación de la información basada en estados contables profesionales. Y es importante aclarar que las acciones de estas compañías sólo pueden ser adquiridas por inversores calificados según la RG 579/10 de la CNV.

Existen otros valores negociables que favorecen el financiamiento de las Pymes, como algunos Fondos Comunes de Inversión Cerrados, sin embargo, nosotros nos

concentraremos en los cinco instrumentos que integran el criterio de la CNV para clasificar el “Financiamiento de las Pymes en el mercado de capitales”. Estos son las Obligaciones Negociables (ON), los Cheques de Pago Diferido (CPD), los Fideicomisos Financieros (FF), los Pagarés Bursátiles, y las Facturas de Crédito Electrónicas (FCE). Como veremos, cada instrumento tiene características y particularidades distintas, y pueden tener distintas clasificaciones o formatos dependiendo si se requiere de algún tipo de aval o de garantía.

Estas herramientas se han popularizado en los últimos años, lo cual permitió su crecimiento, según una encuesta a las Pymes industriales realizada por el Observatorio Pyme en 2015, sólo el 21% de las empresas han descontado un cheque de pago diferido en el mercado de capitales. Mientras que sólo el 2% colocó una Obligación Negociable a corto plazo y sólo el 1% colocó una ON a largo plazo o un Fideicomiso Financiero.

A continuación, podemos observar la evolución de este financiamiento registrado por la CNV en los últimos años (desde feb-15) en millones de pesos de diciembre de 2021 desagregado por el tipo de instrumento. La evidencia muestra una tendencia creciente a través del tiempo con crecimiento real en todos los años (con excepción del año 2020), en diciembre de 2021 se alcanzó un incremento anual del 92,5% en términos nominales y del 27,7% en términos reales.

Gráfico 8: Evolución del Financiamiento Pyme en el mercado de capitales a precios constantes (en millones de pesos de dic-21). Período 2015-2021.

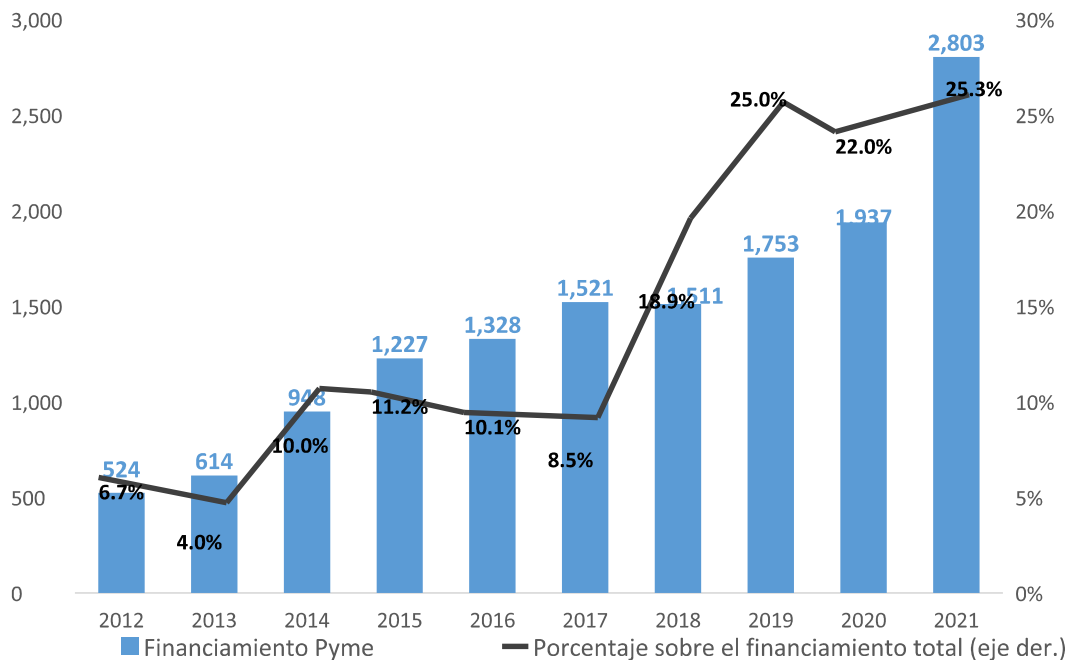
También se puede visualizar la preponderancia de los Cheques de Pago Diferido como la principal herramienta utilizada por las Pymes, a dic-21 estos instrumentos representaban el 71,8% sobre el total (\$16.586 M). Sin embargo, su participación ha ido cayendo en los últimos años con el lanzamiento de nuevos valores negociables, a enero de 2016 los CPD significaban el 90,5% del total.

En segundo lugar, se encuentran los Pagarés, con el 15% del total (unos \$3.473 M), uno de los instrumentos de mayor dinamismo en los últimos años. Seguido por las Obligaciones Negociables con un 7% (unos \$1.619 M) y los Fideicomisos Financieros con apenas el 3,8% sobre el total (\$867 M). Por último, se encuentran las Facturas de Crédito Electrónicas, se trata de la herramienta Pyme más nueva que ofrece el mercado pero que a pesar de su gran crecimiento en los últimos dos años su peso es considerablemente bajo representando sólo el 2,4% del financiamiento Pyme (\$547 M).

Al mismo tiempo, el financiamiento medido en dólares más que se quintuplicó en la última década, en 2021 alcanzó un total acumulado de USD 2.803 M (+44,7% i.a.) convirtiéndose en el segundo año de mayor incremento por detrás de 2014. El **gráfico 9** ilustra la tendencia alcista a un nivel sostenido con crecimiento en todos los años, con excepción de 2018 que cayó un 0,66% en el marco de la crisis cambiaria y financiera. Sin embargo, resalta el crecimiento en períodos con un contexto macroeconómico y financiero muy

adverso soportando recesiones como por la pandemia del COVID-19, períodos de inestabilidad como el default de 2019 y grandes saltos devaluatorios.

Gráfico 9: Evolución del financiamiento Pyme acumulado 12 meses (en millones de dólares) y de la participación sobre el financiamiento empresarial total. Año 2012-2021.

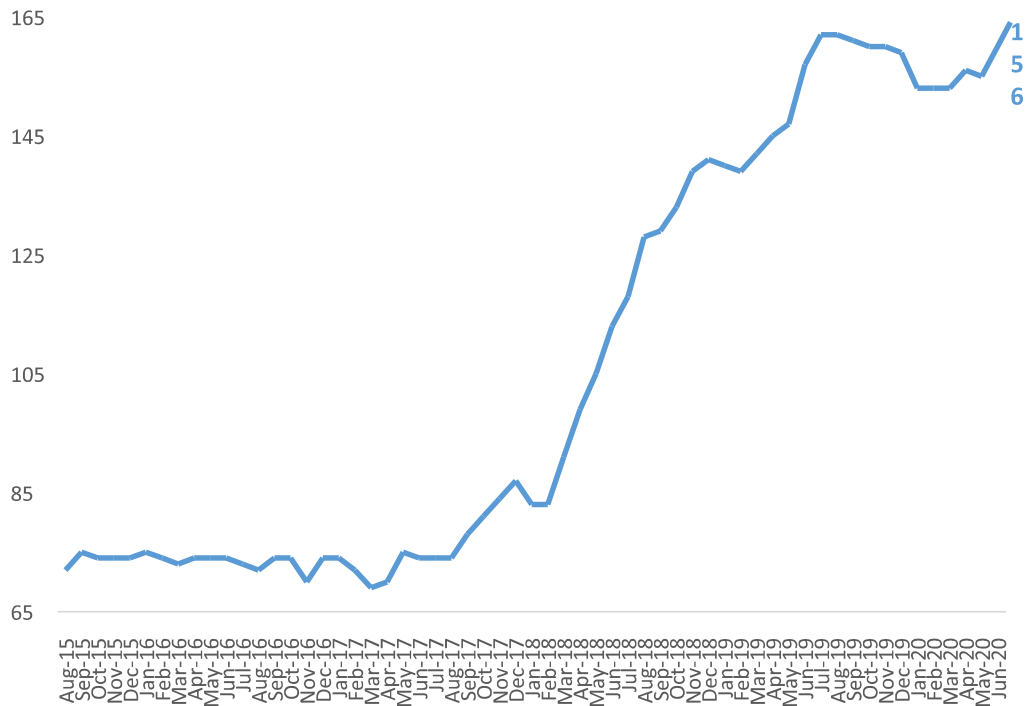


Fuente: Elaboración propia en base a CNV.

Por otra parte, la participación de este segmento sobre el financiamiento empresarial total en el mercado local también aumentó en los últimos años, aunque con ciertos vaivenes. Desde representar apenas un 6,7% en 2012 hasta alcanzar un máximo del 25,3% en 2021 (el financiamiento total fue de USD 11.064 M).

Además, la cantidad de empresas que ingresaron al mercado de capitales también se multiplicó en los últimos años. En el **gráfico 10** se puede visualizar la cantidad de emisoras Pymes, es decir, de aquellas compañías que han emitido al menos una ON bajo el régimen "Pyme CNV". Vale la pena mencionar que no se tienen en cuenta a aquellas Pymes que colocaron algún cheque, pagaré o factura en alguno de los mercados secundarios.

Gráfico 10: Evolución de la cantidad neta de emisoras Pymes. Período ago-15 a jun-20.



Fuente: Elaboración propia en base a CNV.

Se puede observar la aceleración de la inclusión de empresas PyME en el mercado de capitales a partir de la implementación de la ON Simple en agosto de 2017. Desde ese momento la cantidad de compañías pasó de un promedio de 73 (entre agosto de 2015 y agosto de 2017) a multiplicarse consistentemente hasta alcanzar un máximo de 162 en jul-19 para luego asentarse finalizando en 156 compañías en junio de 2020 (último dato disponible).

De estas 156 empresas, se encuentran 103 emisoras que pertenecen al régimen “Pyme CNV Garantizada” con un ingreso promedio anual de \$356 M. Cabe recordar que este régimen es más simplificado y con menores requisitos que los demás, pero el monto de financiación es limitado, los valores emitidos sólo pueden ser adquiridos por inversores calificados y además se necesita del aval de una SGR, de un fondo de garantía o de una entidad financiera.

Tan sólo 34 pertenecen al régimen de empresa “Pyme CNV” (con un ingreso anual promedio de \$520 M), mientras que las 19 restantes se ubican en el régimen general con un ingreso anual promedio de \$579 millones. Además, el 46,2% de las compañías se encuentran registradas en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires o en la provincia de Buenos Aires.

Estos instrumentos que desarrollaremos a continuación resultan sumamente importantes, no sólo para el sector de los FCI Pymes en particular, sino para toda la industria de Fondos

Comunes de Inversión. A continuación, en el **gráfico 11** podemos vislumbrar la composición de cartera de toda la industria en 2021, de donde se puede vislumbrar, como mencionamos en el primer capítulo, la fuerte incidencia de valores negociables conservadores de una fuerte liquidez y muy vinculados a actores locales, gubernamentales y bancarios. El porcentaje más alto se lo llevaron los activos de deuda pública (extranjera, nacional, y subnacional) con el 31,9% sobre el total, seguido por las Operaciones a Plazo (plazos fijos, pases, cauciones) con un 25,6% y Disponibilidades (dinero disponible, Cajas de ahorro, Cuentas Corrientes, etc.) con un 23,8%. Resalta la poca participación que tienen los Bonos Corporativos (3,2%, sin incluir las ON), las acciones y los recibos de depósitos de acciones (1,9%), y el resto de los activos.

Gráfico 11: Composición de la cartera de la industria de FCIA. Año 2021 (al 30/12).

Los cinco instrumentos que se utilizan para estructurar el financiamiento empresarial y Pymes apenas representan el 11,72% de la cartera total de FCI abiertos con una predominancia sustancial de las Obligaciones Negociables (8,0% sobre el total), apenas seguidos por los Cheques de Pago Diferido con un 2,3% mientras que el resto de los instrumentos no alcanzan el 1%. En este punto resulta pertinente mencionar la importancia de los fondos tipo Pyme, dado que sólo estos fondos poseen en su cartera, por ejemplo, el 89,7% del total de CPD que posee la industria de FCI. Así como también poseen el 79,7% del total de FCE o el 39,1% de los Pagarés.

2.2.1 Cheques de Pago Diferido:

Tal como sugiere la palabra, el cheque de pago diferido (CPD) es una orden de pago con un valor nominal librada a una fecha determinada contra la entidad que lo emitió. Llegada la fecha, el expendedor debe tener los fondos suficientes depositados en una cuenta corriente o debe estar autorizada por una entidad financiera para girar el monto quedando en descubierto, es decir, generando una deuda con la entidad financiera a fin de saldar la orden de pago.

Se trata de un instrumento que surge en el año 1995 con la “Ley de Cheques” (Ley 24.452) y que cuenta con distintas ventajas impositivas cuando se negocia en el mercado de capitales, lo que provoca que las compañías puedan obtener un rendimiento mayor producto de un costo financiero total más bajo que en el sistema bancario. Por ejemplo, no se aplica el IVA sobre los intereses (cuando lo compra un FCI, como ocurre usualmente), como el dinero se acredita en una cuenta comitente y no en una cuenta comitente la empresa no debe pagar el Impuesto al Débito y Crédito, no se pagan las retenciones al SIRCREB (Sistema de Recaudación y Control de las Acreditaciones Bancarias), y tampoco se paga el Impuesto al Sello al no descontar el cheque en una entidad bancaria.

Usualmente, las Pymes realizan la función de “proveedores” para otras compañías aportando bienes o servicios intermedios, bienes de capital o distintos artefactos que contribuyen a una cadena productiva más amplia. La integración del entramado es la base de la economía productiva nacional, y muchas veces se requiere de distintos niveles de valor agregado hasta alcanzar la finalización de un producto. Por lo tanto, las Pymes suelen recibir cheques u otras órdenes de pago por parte de empresas para ganar tiempo hasta que puedan finalizar o vender sus productos y así generar ingresos con los cuales afrontar sus gastos.

No obstante, las Pymes no consiguen aguardar hasta la fecha de cobro del cheque, que puede ser hasta un plazo de 360 días y siempre va a ser emitido en pesos, debido a que también tienen gastos periódicos que afrontar, como el pago de sueldos, servicios, alquileres, etc. Sin mencionar, las condiciones de inestabilidad en la cotidianeidad de la macroeconomía argentina que sobre afectan el desenvolvimiento de las pequeñas o medianas empresas. Por esta razón, existen Pymes que eligen optar por este sistema de descuento de cheques en el mercado de capitales por el cual adelantan su cobro

obteniendo liquidez inmediata a cambio de resignar parte del monto a cobrar por el cheque.

Históricamente los cheques a descontar fueron de formato físico, hasta que en marzo de 2020 (coincidiendo con la restricción a la movilidad impuesta en nuestro país por la pandemia del COVID-19) comenzaron a utilizarse unos cheques totalmente digitales. Los llamados “Echeq” poseen las mismas características de los CPD físicos y pueden ser negociados de la misma manera, pero con las ventajas de la digitalidad que permite agilizar los procesos, evitar los tiempos del traslado y proporcionar transparencia y seguridad en cada paso de la operatoria.

Existen tres grandes sistemas de negociación de cheques de pago diferido según quien se responsabilice por el pago, el sistema avalado, el sistema patrocinado y el sistema directo. El sistema patrocinado se caracteriza en que el librador del cheque (usualmente la compañía grande) fomenta el descuento del mismo, solicitando su cotización, facilitando a sus proveedores (usualmente las Pymes). Estos cheques sólo se pueden emitir exclusivamente para el pago de proveedores y el riesgo lo asume la empresa que patrocina, por lo cual la tasa de interés es más alta que en los otros segmentos ya que implica un riesgo mayor.

Por lo tanto, nos concentramos en los sistemas avalado y directo que son los que utilizan las pequeñas y medianas empresas en el mercado de capitales. El segmento directo es aquel donde no se realizan ni avales ni patrocinios, sino que el beneficiario de los fondos del cheque realiza de manera directa la operatoria en el mercado.

No obstante, existen distintas modalidades de operatoria, por ejemplo, la “garantizada” donde la compañía que va a negociar el cheque presenta una garantía bursátil (como títulos o divisas que tenían en su poder) en el mercado donde se negocia, que suele ser el MAV (Mercado Argentino de Valores) para este tipo de valores, quien se encarga de custodiar la garantía hasta la fecha del vencimiento del CPD. Por otra parte, en el segmento “no garantizado” no existen garantías formales, sino que es simplemente la confianza depositada por parte del comprador del CPD en el librador del cheque. Lógicamente en este tipo de operatoria es donde se fijan las tasas de interés más elevadas ya que no cuenta con ningún tipo de garantía o de aval, por lo que se pretende una remuneración mayor que compense el riesgo asumido.

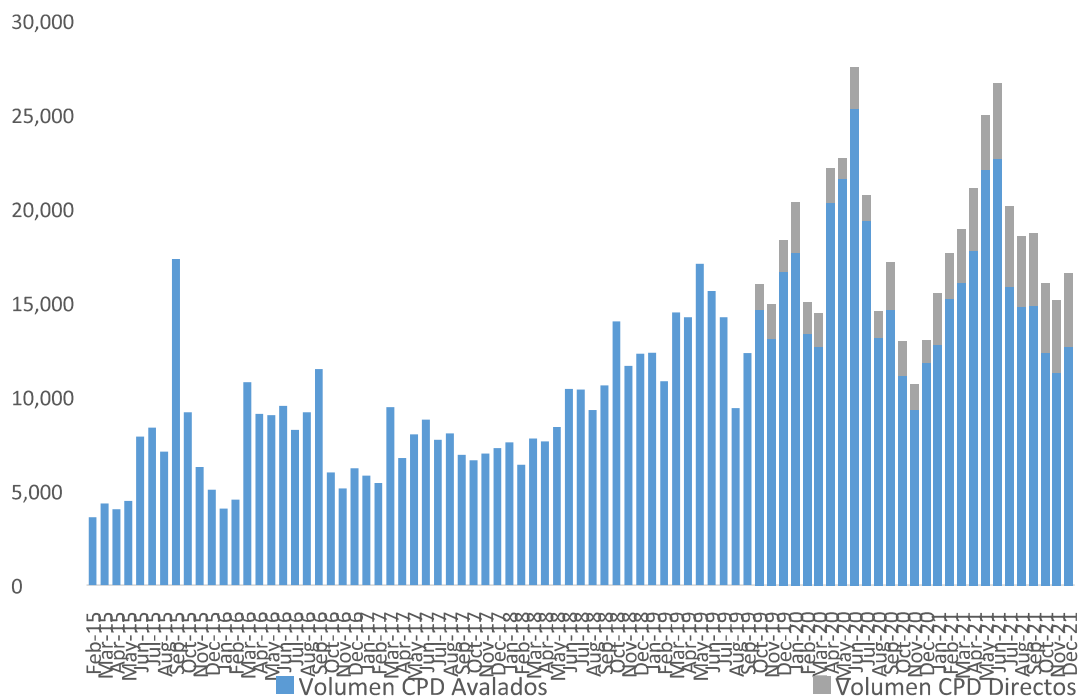
El segmento de negociación “Avalado” es el más utilizado por las Pymes dado que está orientado hacia ellas con montos de negociación menores a los de una empresa grande y con una infraestructura mayor por detrás de la negociación. En estos casos, las Pymes

negocian los cheques propios o recibidos a través de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) que avala la operación.

En este caso, el comprador del CPD no sabe quién es ni el librador ni el beneficiario debido a que el que cotiza el cheque en el mercado es la SGR, que además es quien se hará cargo del pago ante cualquier dificultad del librador llegado el vencimiento. Este aval en la operación aporta un rasgo de seguridad muy importante en la integración de las Pymes en el mercado de capitales ya que les permite adelantar su cobro a una tasa de interés considerablemente baja en relación al resto de los segmentos de negociación.

A continuación, observamos el volumen operado de CPD tanto en el segmento avalado como directo en millones de pesos de 2021. Las Pymes siempre han accedido el segmento directo del descuento de CPD, sin embargo, recién a mediados de 2019 se empezó a clasificar el tamaño de las empresas por lo cual la cantidad de intervenciones de las Pymes en este tipo de operatoria se conocen a partir de oct-19.

Gráfico 12: Evolución del volumen operado de CPD por Pymes a precios constantes (en millones de pesos de dic-21). Período 2015-2021.



Fuente: Elaboración propia en base a CNV.

La operatoria de cheques de pago diferido en el segmento avalado registró un crecimiento sostenido a través de los años a un promedio del 36% i.a. para el período 2015-2019 con un plazo promedio de 154 días (5 meses) y una Tasa Nominal Anual (TNA) promedio

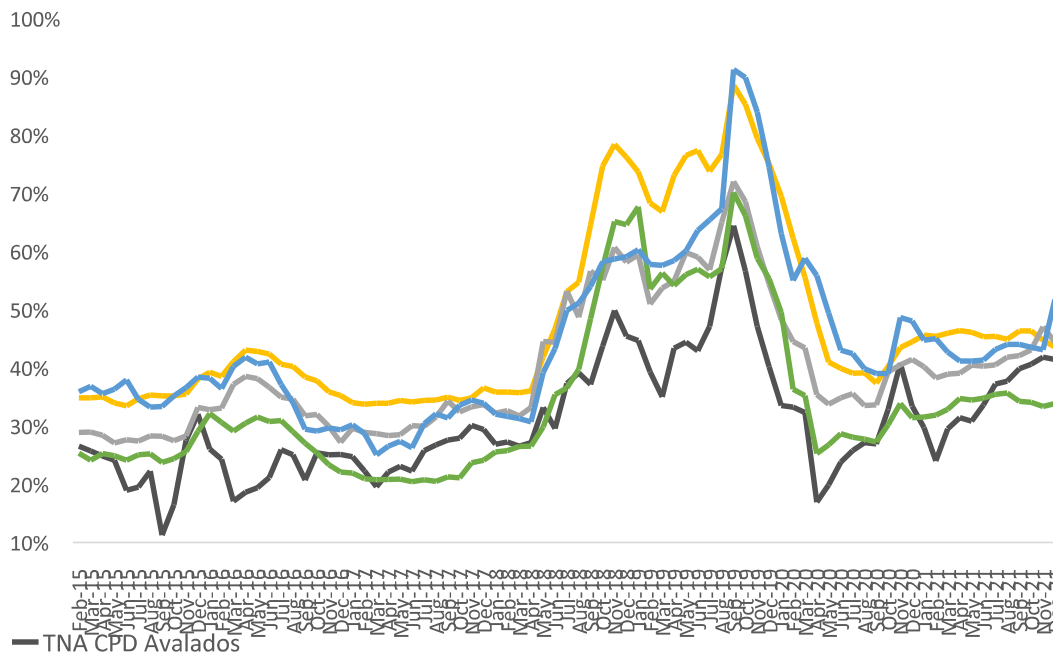
ponderada del 30,7% alcanzando un máximo del 64,4% en sep-19 post Default de la deuda pública.

El lanzamiento de los Echeq fueron claves en los meses más complicados de la pandemia, entre marzo y junio de 2020, los CPD representaron, en promedio, más del 96% del financiamiento Pyme. Sin embargo, en los meses posteriores los montos cayeron levemente, así, entre 2020 y 2021 los cheques de pago diferido avalados crecieron a un ritmo promedio del 9,6% i.a. hasta llegar a los \$12.735 millones en dic-21 (+7,4% i.a.) con una TNA promedio ponderada del 31,8%.

Por otra parte, los cheques de pago diferido del segmento directo crecieron a un promedio del 11,1% mensual a partir de noviembre de 2019 hasta alcanzar los \$3.851 millones en dic-21 (+239,8% i.a.).

Para resaltar la importancia del segmento avalado de CPD en el **gráfico 13** comparamos la evolución de las distintas tasas de interés con las cuales suelen financiarse las Pymes tanto en el sistema financiero como en el sistema bancario. Por el lado del sistema financiero se tomó la TNA ponderadas de los tres segmentos de negociación de los Cheques de Pago Diferido. Mientras que por el lado del sistema bancario se tomaron las TNA de los préstamos al sector privado de Adelantos en Cuenta Corriente y Descuentos a sola firma (de 90 días o más) para personas jurídicas categorizadas como Pymes.

Gráfico 13: Comparación de las TNA ponderadas de los segmentos de CPD y las TNA a personas jurídicas Pymes de los productos bancarios. Período 2015-2021.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y CNV.

Como mencionamos, el segmento patrocinado, para grandes empresas, presenta el costo más alto de los Cheques de Pago Diferido, muy similar a la tasa de los Adelantos en Cuenta Corriente. Mientras que la operación directa se encuentra en un punto intermedio y las tasas de los Documentos a 90 días y los CPD avalados se posicionan como las más bajas. En 34 de los 83 meses analizados (41%) la TNA del segmento avalado fue menor que la tasa bancaria de Documentos, sin embargo, al tomar en cuenta las comisiones bancarias y el tratamiento impositivo que desarrollamos anteriormente, encontramos que el Costo Financiero Total (CFT) del sistema bancario es considerablemente mayor al obtenido en el mercado de capitales.

2.2.2 Pagaré Bursátil:

Se trata de un valor de deuda negociable emitido exclusivamente por Pymes donde la empresa se compromete a pagarle al beneficiario una suma determinada de dinero ya sea en el corto como en el mediano plazo. Una de sus características más atractivas es la versatilidad del plazo que puede adoptar dado que pueden ir de un plazo de mínimo 15 días hasta un máximo de 3 años convirtiéndose en el instrumento más ágil y simple para conseguir financiamiento mayor a un año sin tener que adquirir montos más altos como en las ON y o los FF.

Además de contar con bajos costos de transacción, con un tratamiento impositivo interesante (por ejemplo, tampoco pagan IVA sobre intereses), una estructuración simple y enteramente electrónica, y con la posibilidad de negociarse tanto individualmente como en paquetes de varios documentos, los pagarés presentan la oportunidad de negociarse tanto en pesos como en dólares. Técnicamente no se usan dólares, sino que se utiliza el llamado “dólar linked”, es decir, la moneda es en pesos ajustables por la variación del tipo de cambio oficial, implicando que, si bien el instrumento se denomine en dólares, tanto el pago de la concertación como del vencimiento va a ser en pesos. Representa una alternativa muy atractiva para las empresas cuyos principales cobros son en dólares y de esta forma pueden adelantar sus ingresos futuros o endeudarse para financiar tanto capital de trabajo como proyectos de inversión.

Los segmentos de operatoria coinciden con los de los CPD (aunque los CPD sólo se pueden gestionar en pesos), es decir, existe un segmento avalado donde la Pyme requiere de un aval expedido por una Sociedad de Garantía Recíproca aceptada en el mercado correspondiente (el MAV). Y también un segmento de negociación directa, pero bajo dos modalidades distintas que de alguna forma amortiguan el riesgo, una es la llamada “Cadena de Valor” donde una SGR avala la operación, pero no directamente a la Pyme, sino a la relación comercial que esta tiene con una o más empresas grandes para las cuales la Pyme puede funcionar tanto como proveedora como cliente. La otra modalidad es la “Garantizada” propia del Mercado Argentino de Valores donde la operación se garantiza a cambio de garantías bursátiles como pueden ser títulos públicos, privados, cuotapartes de FCI, etc.

El concepto de “Pagaré” aparece por primera vez en la Ley de Mercados de Capitales de 2012 (Ley N° 26.831). Sin embargo, recién en septiembre y octubre de 2015 se colocaron los primeros dos pagarés bursátiles (en pesos por un monto acumulado de \$3,75 millones). Pero no fue sino hasta mediados de 2016 que la CNV terminó de estructurar la operatoria entre distintas resoluciones y con la Ley de Recuperación Productiva (Ley N° 27.264), lo cual permitió que se comiencen a operar Pagarés en dólares.

Con el **gráfico 14** se puede apreciar que, desde su lanzamiento, la operatoria de Pagarés Bursátiles Avalados fue acaparada por la negociación en dólares. Desde mediados de 2016 creció constantemente en términos reales alcanzando un ritmo del 11,9% mensual entre jun-17 y jun-19 (mes donde se alcanza un máximo para el segmento avalado en dólares de USD 31 M o de \$3.527 M en precios de dic-21) con una TNA en promedio ponderada del 8,27% en dólares.

Luego del Default post elecciones presidenciales, la operatoria de los Pagarés avalados disminuyó de forma dramática tanto en pesos como hasta casi desaparecer en dólares (disminuyendo mes a mes hasta llegar a que no se negocie ningún pagaré avalado en dólares en febrero de 2020).

Gráfico 14: Evolución del volumen operado de Pagarés Bursátiles a precios constantes (en millones de pesos de dic-21). Período 2016-2021.

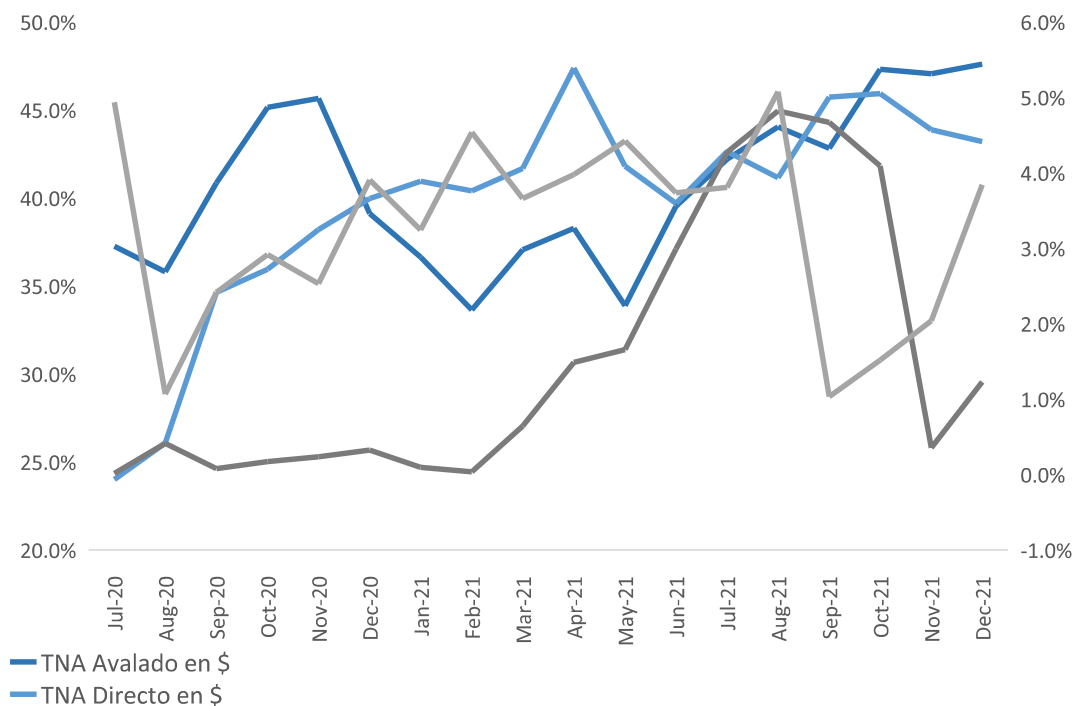
Esto se debió principalmente a los factores coyunturales tanto financieros como cambiarios que afectaron las tasas de interés producto de un aumento en el riesgo país por lo cual se consideraron más riesgosos los instrumentos argentinos, y a la salida masiva de capitales en el sistema financiero local. En septiembre de 2019 las tasas de interés alcanzaron un máximo en este segmento subiendo 9 p.p. en pesos (TNA del 68,2%) y 7,3 p.p. en dólares (TNA del 15,0%), en los meses posteriores fueron bajando lentamente, pero manteniéndose en niveles considerablemente altos.

A partir de junio de 2020, el Mercado Argentino de Valores (MAV) habilitó la operatoria de Pagarés en el segmento directo tanto en dólares como en pesos, es decir, sin la necesidad de contar con la garantía de la SGR y con un tipo de operatoria ágil, simple y completamente digital. Desde su lanzamiento, se puede observar como la negociación empieza a repuntar de forma exacerbada al punto de desplazar a los Pagarés del segmento avalado y aun así convertirse en el instrumento Pyme con mayor dinamismo.

Para dic-20 ya representaban el 76,9% de la negociación total de Pagarés con un total de \$1.251 M en precios de dic-21 de los cuales se operaron \$218 M negociados en pesos (plazo promedio de 612 días) y \$1.033 M negociados en dólares (plazo promedio de 588 días). Mientras que para diciembre de 2021 pasaron a representar el 80,7% del total con un volumen de \$2.802 millones de los cuales \$1.449 M eran negociados en pesos (plazo promedio de 357 días) y los restantes \$1.354 M se negociaron en dólares (plazo promedio de 252 días).

Para completar este análisis, con el **gráfico 15** podemos ver cómo han variado las tasas de interés (las TNA en promedio ponderadas) de los distintos segmentos a partir del lanzamiento de los Pagarés Directos. En primera instancia lo primero que se vislumbra es una fuerte inestabilidad que acompaña lo que desarrollamos anteriormente en cuanto a los volúmenes operados.

Gráfico 15: Comparación de las TNA ponderadas de los Pagarés en pesos y en dólares de los segmentos Avalado y Directo. Período jul-20 - dic-21.



Fuente: Elaboración propia en base a CNV.

La inestabilidad es tal que entre las fuertes fluctuaciones de las tasas no se describe una tendencia clara donde el segmento avalado sea más barato para las Pymes que el segmento directo (lo que rompe con el rol básico de las garantías de las SGR).

Por ejemplo, la TNA de los Pagarés avalados en dólares promedió el 0,23% entre jul-20 y mar-21, luego aumentaron considerablemente alcanzando un pico del 4,82% en ago-21 y promediando una TNA ponderada del 2,84% entre abril y diciembre de 2021. Además, en los meses de julio, septiembre y octubre de 2021 la tasa superó a la de los Pagarés directos.

2.2.3 Factura de Crédito Electrónica:

Al igual que los CPD, la Factura de Crédito Electrónica (FCE) se trata de una orden de pago futuro que suelen recibir las Pymes cuando le venden a otras compañías (en este caso, necesariamente deben ser Empresas Grandes listadas en la AFIP) algún bien o servicio. Cuando el monto nominal a facturar supera cierto umbral establecido por la SEPYME y publicado por la AFIP, la Pyme se ve obligada a emitir una Factura de Crédito Electrónica. Aunque también existen casos donde las Pymes aceptan voluntariamente ser receptoras de una FCE emitidas por Empresas Grandes o por otras Pymes.

Este documento de naturaleza comercial puede convertirse en una herramienta de financiamiento tanto en el mercado de capitales como en el sistema bancario (en este último se empezó a utilizar a partir de mediados de 2021). Formalmente funciona así: La Pyme emite una factura, a determinada fecha, contra otra empresa (puede ser grande, mediana o chica), esta compañía puede cancelar la factura realizando el pago en el momento, puede rechazar la factura o aceptarla. La aceptación puede ser “expresa”, cuando la empresa válida la factura dentro de los 30 días de su emisión, o “tácita” cuando no emite respuesta alguna durante el plazo mencionado. Una vez que la autoriza, el instrumento queda conformado de forma irrevocable como factura de crédito electrónica (lista para su negociación) y la fecha de vencimiento no se modifica bajo ninguna instancia.

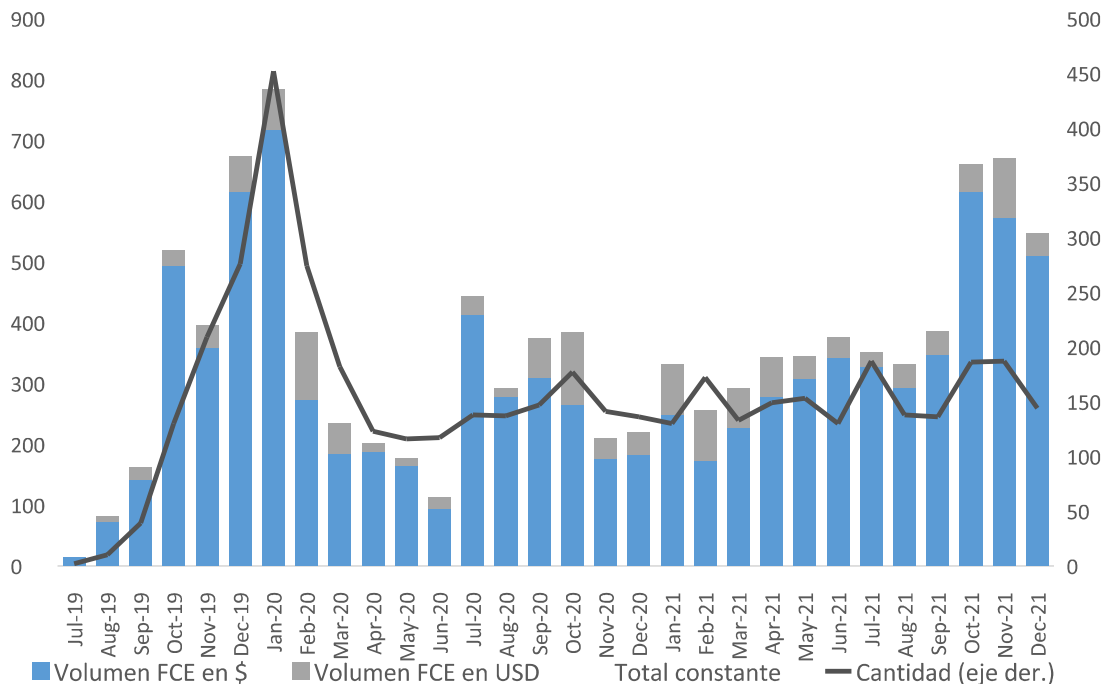
Al igual que con el resto de los instrumentos bursátiles, las FCE cuentan con distintas ventajas impositivas que vuelven aún más interesante su utilización, como estar excluidas de retenciones, percepciones, de notas de débito y crédito, y de todos los valores negociables correspondientes de la oferta pública. La principal diferencia que tiene con los CPD, lo que la vuelve más atrayente, es que la Pyme no tiene la responsabilidad del pago final ni de tener que consumir un crédito bancario. No importa la situación crediticia de la Pyme, ni su calificación para el mercado, en todos los casos el pago lo lleva a cabo exclusivamente la Empresa Grande que suele tener una mejor calificación que una pequeña o mediana empresa.

Esta herramienta se puede emitir tanto en pesos como en moneda extranjera, sea en dólares, reales, euros, etc. No obstante, al igual que el resto de los valores negociables Pymes, tanto la liquidación cuando se compra el instrumento en el mercado, como el pago al vencimiento del mismo, se realizan en pesos. Para los casos de las facturas en moneda extranjera se ajustará en base al tipo de cambio mayorista del BCRA o al tipo de cambio BNA vendedor billete de la divisa elegida, según se haya pactado previamente.

Las FCE se lanzaron en 2018 con la “Ley de Financiamiento Productivo” (Ley n° 27.440) pero no fue que entraron en vigor sino en 2019 luego de que se estructurara su operatoria y se diera a conocer entre los agentes. Los primeros números datan de jul-19 cuando se emitieron 2 FCE en pesos por un monto total de \$5.835.399 una TNA ponderada del 48,1% a un plazo promedio de 52 días.

Visualizando el **gráfico 16** y el **gráfico 17** se puede identificar la evolución de este instrumento desde que se empezaron a publicar los datos en julio de 2019, en ese año el crecimiento fue exponencial tanto en monto como en cantidad. Para diciembre de 2019 ya se negociaban unas 276 FCE, de las cuales el 91,5% se emitieron en pesos (por un monto de \$617 M en pesos inflacionados) y el 8,5% en dólares (monto de \$57 M en pesos inflacionados). Los primeros se negociaron a una TNA ponderada del 55,2% (a un plazo promedio de 42 días) mientras que la TNA ponderada de las facturas en dólares promedió el 5,8% (plazo promedio de 27 días, sin llegar al mes).

Gráfico 16: Evolución del volumen operado de FCE en peso y en dólares a precios constantes (en millones de pesos de dic-21) y de la cantidad mensual emitida. Período jul-19 - dic-21.



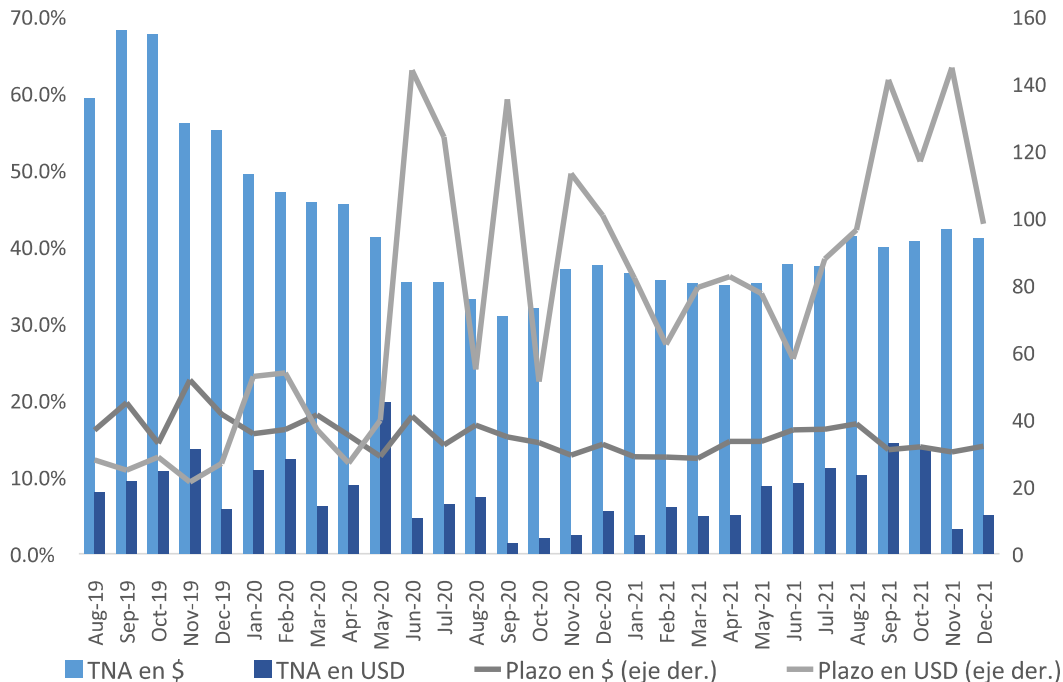
Fuente: Elaboración propia en base a CNV.

En el último semestre de 2019 las FCE crecieron a un ritmo considerable tanto en montos como en cantidad pese a las altas tasas de interés (sobre todo en pesos) y a la inestabilidad macroeconómica por la cual los períodos de aceptación no fueron, en promedio, mayores a un mes.

Este ritmo continuó hasta los primeros meses de 2020 hasta que la pandemia por el COVID-19 dio vuelta rotundamente todos los planes y aplicó un fuerte freno a todo el sistema. Entre marzo (donde se lanzan las primeras restricciones a la movilidad en nuestro país) y diciembre de 2020 la cantidad de FCE gestionadas fue de 141 en promedio.

No obstante, las caídas en las tasas de interés en todo el mundo promovieron la operatoria de FCE en dólares, la tasa ponderada promedió el 6,5% entre marzo y diciembre a un plazo promedio superior alcanzando los 83 días en promedio. También ganó participación, representando el 15,9% del total para dic-20, a un monto de \$35 M en términos reales, mientras que las operaciones en pesos fueron de \$184 M en diciembre. Las tasas en pesos también bajaron, la TNA ponderada fue de 37,4% en promedio entre marzo y diciembre, pero el plazo promedio no mejoró manteniéndose en 35 días durante el mismo período.

Gráfico 17: Comparación de las TNA ponderadas de las FCE en pesos y en dólares, y de los plazos promedios en días. Período jul-19 - dic-21.



Fuente: Elaboración propia en base a CNV.

En 2021 mundialmente los Bancos Centrales decidieron subir sus tasas de forma de amortiguar los efectos de las aceleraciones inflacionarias producidas por los esfuerzos de recuperación económica luego de los peores meses de la pandemia. Como consecuencia, las operaciones en dólares volvieron a perder terreno, para diciembre representaban apenas el 6,4% de las operaciones totales (unos \$35 millones) aunque el plazo promedio ascendió a 94 días entre enero y diciembre mientras que la TNA ponderada subió hasta el 7,9% en promedio durante el año.

Por otra parte, las negociaciones en pesos crecieron paulatinamente hasta alcanzar los \$512 M en diciembre (+178,4% i.a.) manteniendo constante tanto la TNA ponderada (38,2%) como el plazo promedio (33 días) entre enero y diciembre. La cantidad de FCE emitidas en 2021 tanto en pesos como en dólares se mantuvo estable en 154 en promedio mensual.

2.2.4 Obligaciones Negociables:

Las Obligaciones Negociables son títulos de deuda, al igual que otros de los valores bursátiles, pero con grandes diferencias que vuelven a este instrumento mucho más completo apuntando a un horizonte temporal mucho más largo que el resto, no hay

expreso límite de años de duración. Las ON están reglamentadas por la “Ley de Obligaciones Negociables (Ley N° 23.576) de 1988, se trata de un producto con décadas de historia en nuestro país que, si bien por sus características siempre fue más frecuentada por compañías grandes, en los últimos años cada vez hay más Pymes que las utilizan.

A diferencia de los documentos descontados, las Pymes deben solicitarle a la CNV la autorización para ingresar al régimen de oferta pública, no obstante, las ON pueden servir para más de un propósito, ya sea como refinanciar sus pasivos para mejorar la estructura financiera, mejorar la tecnología o llevar a cabo proyectos de inversión, etc.

Se trata de un documento de renta fija con un vencimiento pactado sobre el cual se puede ir devolviendo capital (pagando amortizaciones) en cuotas anuales o semestrales. Una de las características más importantes de este instrumento es la versatilidad que puede abordar adaptándose a distintos plazos, monedas, métodos de amortización, existencia o utilización de garantías, presentar la posibilidad de convertirlas en acciones de la empresa emisora, etc. Además del interés que puede ser a una tasa fija, variable dependiendo de alguna otra variable (por ejemplo, la tasa de política monetaria, la tasa Badlar, etc.) o mixta. Todo el cronograma de pagos se anuncia previamente a que salga la oferta pública en el prospecto de emisión.

Las ON pueden emitirse tanto en pesos como en monedas extranjeras (en los últimos años se han emitido en dólares, en francos suizos, en pesos chilenos, etc.) como en pesos ajustados a las variaciones del tipo de cambio como de los precios (dólar linked, UVA). Además, hay un tipo de ON especialmente para el corto plazo conocidas como “Valores de Corto Plazo” (VCP) que no pueden superar los 365 días de extensión y que son consideradas más ilíquidas que las ON tradicionales dado que es más difícil para inversor volver a venderlas en el mercado secundario.

En cuanto a la seguridad, las Obligaciones Negociables cuentan con una calificación de riesgo expedida por una calificador externa que mide y califica la capacidad de la empresa de afrontar tanto los pagos de amortización como de interés. Existen casos donde no se proporciona una calificación de riesgo, pero la desventaja es que los inversores institucionales no las pueden incorporar a su cartera, además la calificación se realiza en base al documento y no a la empresa, por lo cual distintos valores de una misma empresa pueden tener distintas calificaciones en base a su plazo, la moneda, las formas de pago, etc. Por otro lado, para obtener un mayor seguridad pueden estar respaldadas por una garantía, ya sea real, fiduciaria o de una SGR.

Lo cual nos lleva a que existen varias modalidades de negociación tanto de ON como de VCP, particularmente existen dos destinadas para las pequeñas y medianas empresas, una es la “ON Pyme CNV” y se requiere de tener un buen balance con un patrimonio neto positivo, utilidades mínimas en los últimos balances, presentación de cierta información que la CNV exige publicar, etc. La otra se la conoce como “ON Pyme CNV GARANTIZADA”, cuya particularidad es que está avalada por una SGR o por otro Fondo de Garantía (público) que asume el riesgo ante la dificultad de pago y fija el monto de la colocación en base a lo que está dispuesta a respaldar.

Ambas modalidades presentan distintas ventajas con respecto al régimen de colocación para las grandes compañías, en primer lugar, conllevan menores plazos de autorización y mayor flexibilidad en los requisitos. La condición de emisión la establece la Pyme según sus necesidades y está exenta del pago de la tasa anual de fiscalización de la CNV y del pago del arancel por colocación, así como de otros beneficios impositivos.

Vale recordar que en los últimos años se realizaron avances en materia de inclusión de las Pymes para la colocación de Obligaciones Negociables, en agosto de 2017 se lanzaron las “ON Simple”, donde se agregó la modalidad garantizada, mientras que a partir de la Ley de Financiamiento Productivo de 2018 se simplificó su operatoria agilizando los procesos y adaptando los requisitos solicitados. A continuación, con el **gráfico 18** se puede analizar la evolución del monto total de las ON emitidas por Pymes, en términos reales, desde febrero de 2015 hasta diciembre de 2021. Realizando la aclaración pertinente de que dentro del monto publicado por la CNV para las ON Pymes supera los montos publicados por dicho organismo sobre las modalidades mencionadas en esta sección, lo que nos lleva a pensar a que existen Pymes que han realizado colocaciones por fuera del régimen exclusivo de las pequeñas y medianas empresas.

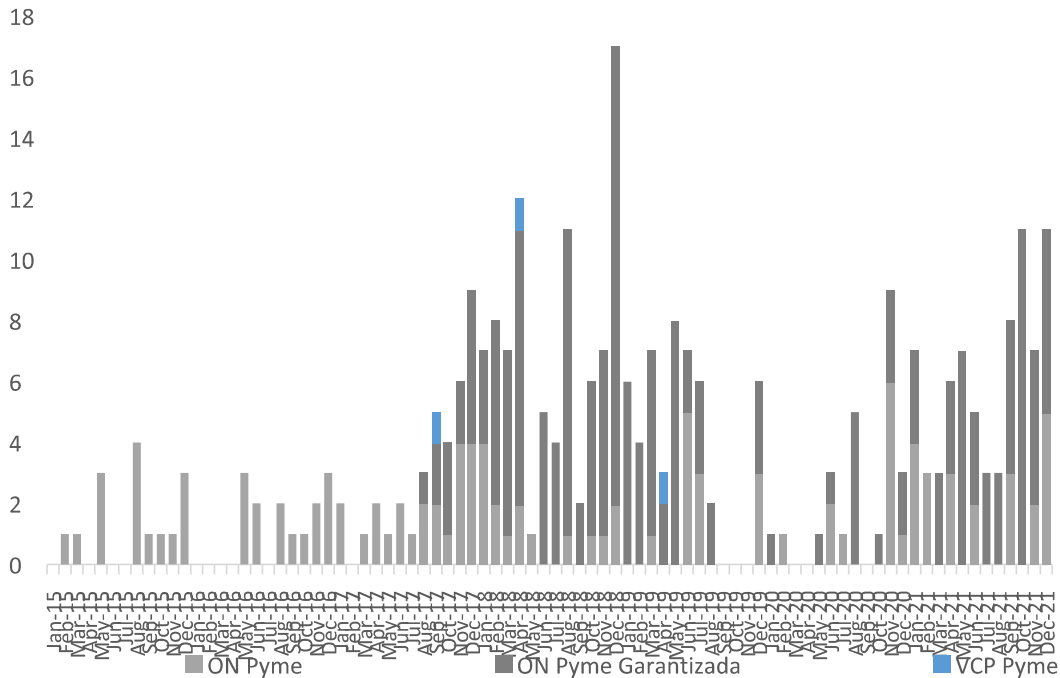
Gráfico 18: Evolución de los montos colocados de Obligaciones Negociables por parte de Pymes a precios constantes (en millones de pesos de dic-21). Período 2015-2021.

Como primera conclusión encontramos que la participación de este instrumento en las colocaciones Pymes ha ido perdiendo terreno. Entre febrero de 2015 y julio de 2017 se lanzaron títulos por un total de \$21.095 M a valores constantes, con un promedio de \$703 M mensual, apenas un 7,2% sobre el total del Financiamiento Pyme durante el mismo período.

Por otra parte, entre agosto de 2017 a fines de 2019 la suma de todos los valores colocados asciende a \$21.460 M, lo que implica un promedio mensual del \$740 M, pero con una participación menor sobre total (apenas un 5%) ante el lanzamiento de nuevos instrumentos que más que compensan las mejoras y novedades en las operatorias de ON Pymes. Para finalizar, entre 2020 y 2021 el monto emitido alcanzó los \$18.495 M, elevando el promedio mensual a unos \$771 M, aunque continuando con la caída en la participación sobre el total con tan solo el 4,2%.

Por último, con el **gráfico 19** se puede vislumbrar la cantidad de ON Pymes por modalidad, excluyendo aquellas emisiones pertenecientes al régimen general sobre las que no se tienen registros. Como se puede observar, entre febrero de 2015 y julio de 2017 se colocaron un total de 38 Obligaciones Negociables, todas pertenecientes a la modalidad de ON Pyme y con un plazo promedio de 31,3 meses (poco más de dos años y medio).

Gráfico 19: Evolución de la cantidad mensual de ON Pymes por modalidad. Período 2015-2021.



Fuente: Elaboración propia en base a CNV.

Entre ago-17 y dic-19 la cantidad crece considerablemente al reglamentarse y difundirse la “ON Pyme Garantizada” pese a que no se trasladó a un aumento correspondido en los montos de las operaciones, en parte por la aceleración inflacionaria sufrida durante este período y en parte a que los títulos avalados por las SGR conseguían un monto menor que los del régimen no garantizado. Entre estas fechas se pusieron en circulación un total de 163 documentos de los cuales apenas 40 pertenecen al régimen ON Pyme (plazo promedio de 24,9 meses) y 120 forman parte de las ON Pyme Garantizada (a un plazo promedio de 31,3 meses). Y se alcanzó un máximo en dic-18 donde se lanzaron 17 Obligaciones Negociables en un solo mes de las cuales 15 estuvieron garantizadas.

Además, se emitieron tres Valores de Corto Plazo Pymes, una en septiembre de 2017, otra en abril de 2018 y la última en abril de 2019 que en su conjunto suman un monto nominal de \$63 millones todas a un plazo de un año de duración.

Para los años 2020 y 2021 la cantidad disminuyó a partir de la pandemia y de la contracción acumulada en la actividad económica en los meses previos, puesto que apenas se colocaron 99 ON de las cuales 66 estuvieron avaladas por una SGR y se emitieron a un plazo promedio de 26,2 meses. Mientras que las 33 restantes no tuvieron el aval mencionado y se expidieron a un plazo de 25,3 meses.

2.2.5 Fideicomiso Financiero:

El Fideicomiso Financiero data de hace décadas en nuestro país, sin embargo, tal instrumento como se lo conoce hoy en día nace a partir del lanzamiento de la Ley N° 24.441 (1994) que estructura y regula todo su funcionamiento. Su idiosincrasia se asemeja a la de los FCI cerrados, ya que se trata también de un valor negociable de inversión colectiva donde diversos agentes se unen entre sí para financiar un objetivo específico, y su horizonte temporal apunta al mediano o largo plazo, al igual que las Obligaciones Negociables.

El instrumento nace ante la necesidad de financiación de una empresa que elige este método donde ella, la cual se la conocerá como “fiduciante”, le transmite la propiedad fiduciaria de ciertos bienes a un agente financiero o una autorizada especialmente por la CNV, que se lo conoce como “fiduciario”. El fiduciario toma estos bienes u activos, los valúa, los administra y emite valores negociables contra ellos, a un monto determinado, que se colocan en el mercado primario. Los agentes que deciden comprar estos valores, conocidos como “beneficiarios”, inyectan esa suma de dinero, que se transfiere al fiduciante, a cambio de recibir certificados de participación del fideicomiso (CP) o valores de deuda fiduciaria (VDF).

Lo que hay detrás del armado del fideicomiso es la posibilidad de convertir activos, normalmente ilíquidos o que no son muy significativos individualmente, en activos líquidos con los cuales obtener financiamiento a cambio de desprenderse de la titularidad de una parte de su patrimonio por parte de la compañía.

Los CP se consideran títulos de renta variable donde el beneficiario recibe un porcentaje determinado de las utilidades generadas al fideicomiso (similar a la inversión accionaria). Mientras que los VDF se tratan de títulos de renta fija que abonan tanto cuotas de interés como de capital del fideicomiso hasta que se cumpla el plazo de vencimiento.

En pocas palabras, los beneficiarios compran estos valores a un precio de mercado esperan obtener una ganancia (en el caso de los CP) o el cobro de un interés (VDF), cuando el fideicomiso concluye los activos ilíquidos que no se hayan liquidado o vencidos irán a parar al último beneficiario, conocido como “fideicomisario”.

Los Fideicomisos son sumamente adaptables y flexibles, por ejemplo, pueden estructurarse a partir de varias empresas que actúen como fiduciantes cediendo sus activos. Se van a considerar “Fideicomisos Financieros Pyme” cuando al menos el 70% del

valor nominal de los activos utilizados provengan o de una Pyme CNV o de actividades comerciales con ellas. Vale la pena mencionar que, dentro de uno, los activos que se hayan cedido sean otros valores negociables Pymes, como cheques de pago diferido o facturas de crédito electrónico.

Se trata de una alternativa de financiación distinta a las demás que amplía la gama de posibilidades, a diferencia de los otros instrumentos analizados, una particularidad o ventaja de los Fideicomisos es la posibilidad de un financiamiento denominado “por fuera de balance”. Puesto que como solamente se desprende de una parte de su patrimonio, no genera un aumento en el pasivo de la empresa (pues se trata de un mero intercambio de activos) y no afecta la capacidad crediticia ni en el sistema bancario ni en el financiero.

Entre otras ventajas se destacan el bajo costo de endeudamiento debido a que el riesgo se disminuye al aislar el riesgo del emisor, la larga extensión del plazo (superior a varios de los activos que lo respaldan), y la eliminación la posibilidad de descalce al poder ajustar los plazos de pago a los vencimientos de los activos utilizados. También elimina la intermediación bancaria, las restricciones que se aplican sobre los balances de las compañías a la hora de obtener un crédito, y los prejuicios que se pueda tener sobre la misma ya que el fideicomiso obtiene una calificación de cartera distinta a la calificación de su fiduciante. Además de contar con un plazo de financiamiento mediano y largo, con distintas ventajas impositivas al igual que en el resto de los dispositivos financieros, y de permitir la utilización de garantías complementarias que provengan de compañías de seguros o de sociedades de garantía recíproca.

A partir del **gráfico 20** podemos observar el monto, en términos reales, de las colocaciones de Fideicomisos Financieros Pymes desde principios de 2015. Se han emitido FF en 75 de los 83 meses estudiados, contemplando que, en abril, mayo y septiembre de 2020, durante el período más duro de la pandemia y la cuarentena social, no se lanzó ninguno.

Gráfico 20: Evolución de los montos colocados de Fideicomisos Financieros Pymes a precios constantes (en millones de pesos de dic-21). Período 2015-2021.

Durante el año 2016 el monto de las colocaciones registró el promedio mensual más elevado en todos los años investigados alcanzando unos \$1.885 M mensuales, creciendo un 83,5% con respecto a 2015. Luego, el volumen comenzó a desacelerar año tras año, en 2017 el promedio cayó a \$1.740 M (-7,7% i.a.), siguiendo con \$1.106 M (-36,4% i.a.) en 2018 y \$1.061 M (-4,1% i.a.) en 2019. En 2020 llegó al pico más bajo obteniendo un promedio de apenas \$1.019 M (-4,0% i.a.) para luego repuntar en 2021 con un monto de \$1.770 M (+73,7% i.a.) superando los valores de 2017.

Por otra parte, en el **gráfico 21** nos proponemos comparar cómo evolucionaron estos montos de los Fideicomisos Financieros Pymes sobre la industria de FF en general y el Financiamiento Pyme agregado. Las tendencias sobre estas relaciones parecieran ir en dirección contraria, los FF Pymes tenían un peso mayor los primeros años en el Financiamiento Pyme total y parecen perder terreno a partir de 2018.

Gráfico 21: Evolución de los montos colocados de Fideicomisos Financieros Pymes a precios constantes (en millones de pesos de dic-21). Período 2015-2021.

Sin embargo, cabe recordar que en los últimos años la cantidad de instrumentos y formas de negociaciones crecieron, lo que explicaría la caída del tamaño relativo de los FF en el universo Pyme. Entre 2015 y 2017 esta participación promedió el 14,6%, alcanzando un máximo del 35,0% en mayo de 2016, mientras que entre 2018 y 2021 el promedio cayó al 6,5% sobre el total finalizando con apenas un 3,8% en diciembre de 2021.

Por otra parte, la participación de los FF Pymes sobre los FF totales comenzó relativamente bajo entre 2015 y 2017 (a un promedio del 7,7%) para luego aumentar constantemente en los años posteriores. Entre 2018 y 2021 el promedio llegó al 17,2% tocando un máximo del 72,5% en junio de 2020 y terminar con un 10% en diciembre de 2021.

2.3 Sociedades de Garantía Recíproca:

A continuación, nos propondremos estudiar brevemente el rol de las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) y la importancia de estos agentes en el universo Pyme y de qué manera intervienen en los Fondos Comunes de Inversión. Estos actores surgieron con la Ley 24.467 (1995) de “Sociedades de Garantía Recíproca”, que desde su promulgación ha sufrido distintas modificaciones, por ejemplo, la Ley 27.444 (2018) modificó el artículo 33

que quedó expreso de la siguiente manera: “El objeto social principal de las sociedades de garantía recíproca será el otorgamiento de garantías a sus socios partícipes mediante la celebración de contratos regulados en la presente ley. Además, podrán otorgar garantías a terceros. Podrán asimismo brindar asesoramiento técnico, económico y financiero a sus socios en forma directa o a través de terceros contratados a tal fin”. (Artículo 13 de la Ley N° 27.444).

Este párrafo sintetiza de alguna manera el objetivo principal de las SGR cuyo fundamento económico consiste en facilitar el acceso de las empresas al crédito en sus diferentes formas, con mejores plazos o a mejores tasas a las que podrían acceder por su propia cuenta. Mientras que el fundamento más operativo se basa en el otorgamiento de garantías o avales a los socios partícipes, además de brindarles asesoramiento técnico y financiero.

Normalmente, el tipo de empresa que recurre a estos agentes suele ser las pequeñas y medianas compañías debido principalmente a dos motivos. Por un lado, que son aquellas con un desconocimiento más amplio sobre los instrumentos, las formalidades operativas y las normativas dado su escasa experiencia tanto por antigüedad como por limitaciones lógicas en actores minoristas. Y por el otro lado, las condiciones que les suelen ofrecer a las Pymes no son las mismas que a las empresas grandes por la lógica de que no se encuentran en la misma posición a la hora de planificar su horizonte, de formar una red de vínculos comerciales virtuosa para sus objetivos, realizar las inversiones necesarias para mejorar los sistemas de producción o contar con los especialistas necesarios en las distintas áreas de organización. Estas y muchas otras diferencias más son valuadas por el mercado asignándole un riesgo mayor a las pequeñas empresas dificultando aún más sus posibilidades de crédito y requiriendo más la intervención de actores que las asistan.

También sucede que para convertirse en una “empresa grande” se precisa una serie de requerimientos técnicos que implican una inversión muy difícil de afrontar y puede generar que una empresa mediana continúe con su esqueleto sirviéndose de los servicios de las SGR facilitar sus operaciones.

También existen Fondos de Garantía de carácter público (FGCP) cuyos recursos son proporcionados casi en su totalidad por entidades públicas, puede ser de origen nacional (como por ejemplo el FOGAR) como algunos más pequeños de origen provinciales que buscan romper con las asimetrías entre las condiciones de financiamiento en las zonas más ricas del país con las demás, intentando promover la federación del acceso al mercado.

El apalancamiento se da a través de la interacción entre dos tipos de socios, por un lado, están los socios partícipes y por el otro, los socios protectores. Los partícipes se tratan de empresas categorizadas como Pymes que buscan obtener mejores condiciones para las distintas posibilidades de acceso al crédito tanto bancario como bursátil, como con proveedores o con la AFIP, particularmente nosotros nos concentramos en la interacción de estas entidades en el mercado de capitales. Para ello se ponen en contacto con una SGR, la cual, a través de un equipo técnico evalúa a la pequeña o mediana empresa en cuanto a su capacidad crediticia, así como en sus necesidades financieras.

Si la evaluación llega a buen puerto, la SGR acepta la incorporación de la Pyme, se le informe de las posibilidades de créditos e instrumentos en base a ciertos límites y la convierte en su “socia partícipe” bajo previa aprobación de la SPYME. Cabe destacar una misma SGR no puede otorgar garantías a un solo partícipe por más del 5% del total del Fondo de Riesgo, y no pueden otorgarle a un mismo acreedor más del 25% del fondo total, por lo cual lo más conveniente es que sean varios los acreedores de las Pymes.

Por otro lado, los protectores suelen ser entidades financieras, grandes empresas, compañías de seguro o instituciones públicas que realizan un aporte de capital al fondo de riesgo de la SGR. A pesar de que también pueden realizar aportes el resto de las personas físicas o jurídicas, aunque no sea lo habitual dado que el principal incentivo para aportar a un fondo de riesgo es una serie de ventajas impositivas propias para los actores que están obligados a pagar el Impuesto a las Ganancias.

Como mencionamos, el Fondo de Riesgo se conforma con las partes de distintos agentes externos a la SGR y sólo sirve para garantizar y respaldar los avales que se otorgan, debido a que, en caso de incumplimiento por parte del socio partícipe, se utilizará este fondo para afrontar los cumplimientos y asumir el riesgo. Vale la pena resaltar que las entidades de Garantía no pueden prestarle dinero a las Pymes, y que es incompatible que una misma empresa sea socia protectora y partícipe de la misma SGR.

Ya mencionamos el incentivo de las Pymes para acudir a una SGR, mientras que, entre los incentivos de los protectores, se destaca la exención impositiva, las oportunidades de inversión y el desarrollo de clientes y proveedores. Por ejemplo, existen grandes empresas que deciden actuar como socias protectoras no sólo para obtener las deducciones impositivas sino para, además, poder avalar a sus pequeños proveedores y que puedan acceder a mejores líneas de financiación. Además, reciben un rendimiento periódico de las inversiones generadas por el fondo en cuestión dado que el Fondo de Riesgo no

permanece inmóvil, sino que, se invierte en el mercado local en distintos tipos de instrumentos.

Por otra parte, el negocio de las compañías SGR, es la contraprestación que reciben del aval concedido a las Pymes por cada una de las operaciones de financiamiento que se garanticen. El monto de estas comisiones varía según cada entidad de garantía y usualmente exigen la constitución de algún tipo de contragarantía, por medio de la cual, la SGR tiene la posibilidad de recuperar los montos que eventualmente deba pagar por la ejecución de la garantía principal.

Como hemos mencionado con anterioridad, en los últimos años el financiamiento Pyme en el mercado de capitales mantiene una tendencia de crecimiento a valores constantes. En el **gráfico 22** se puede observar esa misma tendencia sobre los productos avalados por una SGR de los instrumentos Pymes, así como el peso porcentual de estos dentro de la financiación total acumulada. El volumen de los montos avalados se armó en base a la información disponible en cuanto a la desagregación de la CNV. Las SGR también avalan Fideicomisos Financieros, y Facturas de Crédito Electrónicas, siempre y cuando se negocien entre empresas consideradas Pymes (casos muy particulares), aunque también las pueden tomar en forma de contragarantía.

Gráfico 22: Evolución del Financiamiento Pyme Garantizado en el mercado de capitales a precios constantes (en millones de pesos de dic-21) y participación porcentual acumulada en el total. Período 2015-2021.

Como primera aproximación, se observa que estos segmentos continúan con la tendencia total denotando la preponderancia de los cheques de pago diferido dentro de toda la industria. Asimismo, el peso porcentual de los valores avalados por una SGR sobre el total del financiamiento es considerablemente alto a lo largo de toda la serie representando, en promedio, el 80% del volumen obtenido por las Pymes. No obstante, la participación pareciera caer a través del tiempo a medida que se diversifican las opciones y aumenta la utilización de los segmentos directos, a principios de 2015 estos representaban más del 90% del monto operado mientras que para diciembre de 2021 el peso desciende hasta el 77,4%.

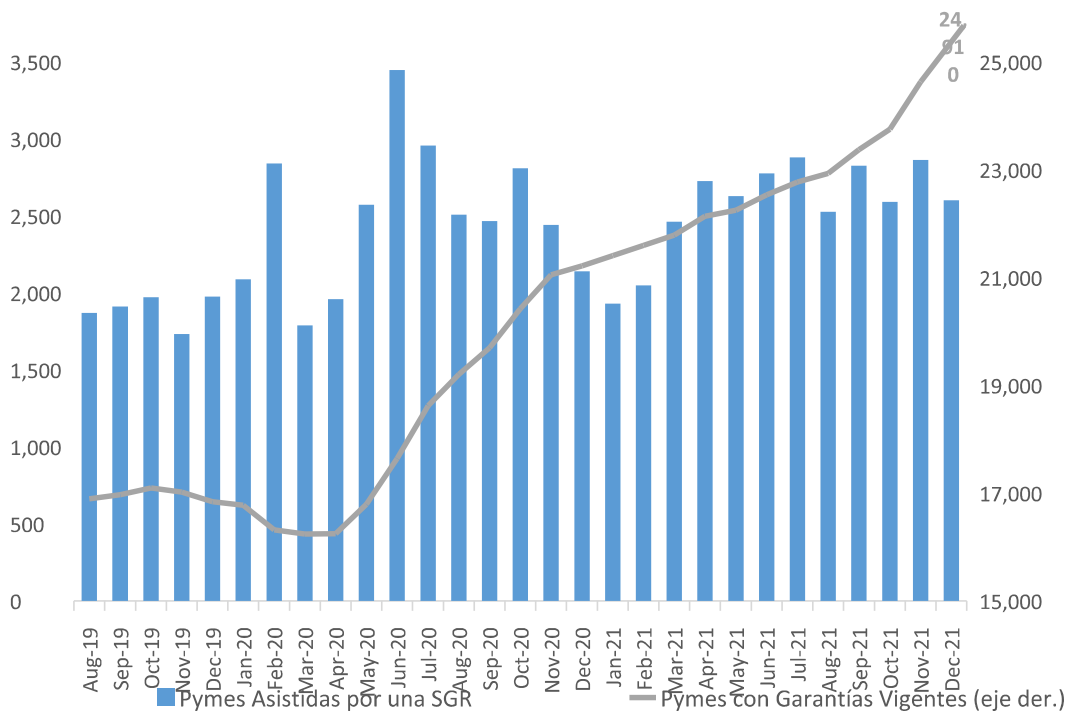
Lo cual no necesariamente debe considerarse como algo negativo, dado que, tal vez se deba a cierta maduración de las empresas a medida que ganan años y experiencia en el mercado manteniéndose en buenas situaciones tanto contables como patrimoniales. Este se replica tanto para el caso de los CPD, como se mencionó en su sección, como para el caso de los pagarés bursátiles que también puede observarse en el gráfico donde a partir de 2019 el segmento avalado perdió fuertemente su aplicación.

De igual manera, pareciera ser que, en los períodos de mayor incertidumbre o inestabilidad macroeconómica, los respaldos de las SGR obtienen una mayor relevancia debido a que en estos mismos momentos la participación sube. Lo que podría deberse a

que, ante la menor percepción al riesgo por parte del mercado, estos títulos respaldados se mantienen con fuerza garantizando el financiamiento de las Pymes.

Para seguir ilustrando la importancia de las SGR en el sistema del financiamiento Pyme, en el **gráfico 23** exhibimos, por un lado, la cantidad de Pymes que fueron asistidas por una SGR en el mes corriente, y por el otro, la cantidad de Pymes con al menos una garantía vigente al último día de cada mes.

Gráfico 23: Evolución de la cantidad de Pymes asistidas por una SGR y con garantías vigentes. Período ago-19 a dic-21.



Fuente: Elaboración propia en base a SEPYMEE-Ministerio de Desarrollo Productivo.

En primer lugar, la cantidad de Pymes asistidas registró una tendencia alcista pero moderada, a un promedio mensual de 2.426 empresas alcanzando un máximo en jun-20 (3.448) en medio de las restricciones por la pandemia del COVID-19. Por otro lado, la cantidad de pequeñas y medianas empresas con garantías vigentes se mantienen estables con cierta tendencia a la baja entre agosto de 2019 y abril de 2020 (promedio de 16.712 empresas) para luego incrementarse con fuerza al mismo tiempo que se comenzaron a utilizar los Echeqs y se masificaron la operatoria de otros segmentos con la novedad de poder llevarse a cabo de manera enteramente electrónica.

Según datos de la SEPYMEE, en 2021 las 45 sociedades de garantía recíproca autorizadas a funcionar otorgaron un total de 196.442 garantías por un monto de \$218.296 millones de

los cuales un 68% se destinaron al aval de CPD y apenas un 2% a garantizar pagarés, mientras que el resto del monto se destinó a respaldar el resto de las operaciones bursátiles, financieras y bancarias. El 95% de las garantías se denominaron en pesos mientras que el restante 5% se realizó en dólares, además, el 47% de las operaciones tuvieron como acreedor al mercado de capitales mientras que el resto se divide entre acreedores bancarios, públicos y otros.

Estos avales fueron posibles por los Fondos de Riesgo de la industria que, en el mes de diciembre de 2021, alcanzaron un valor de mercado de \$71.480 M los cuales se invirtieron en un 56% en instrumentos en pesos, un 39% en títulos denominados en dólares y el restante 5% en valores ajustados por UVA/CER. Al mismo tiempo, estas inversiones se dividen en un 32% en títulos públicos (bonos o letras), en un 29% en fondos comunes de inversión, un 17% en obligaciones negociables (garantizadas o no) y apenas un 3% en FCI del tipo Pymes o en instrumentos Pymes avalados como CPD o pagarés, el restante se fracciona en el resto de las inversiones.

De igual manera, de las 45 SGR autorizadas, las 5 más grandes concentran el 58% del Fondo de Riesgo de toda la industria a valor de mercado. La más importante es la SGR “Garantizar” que concentra un 33% (unos \$23.872 M a valor de mercado) seguida por “Acindar” (10%), Argenpymes (6%), Potenciar (5%) y Don Mario (4%).

3. Análisis de caso

3.1 Evolución y contexto actual:

Luego de analizar las principales características de los FCI Pymes, su marco normativo y los instrumentos en los que debería invertir la mayor parte de su cartera, ahora nos proponemos exponer la evolución y el desempeño de los mismos durante los últimos años. Para ello se puede descomponer la evolución de los fondos en cuanto su cantidad y su patrimonio, mientras que su desempeño se mide en el rendimiento mensual de los mismos comparándolos con distintas variables.

En primer lugar, en el **gráfico 24**, se presenta la cantidad mensual de fondos comunes de inversión Pymes. Se puede observar como ya en diciembre de 2011 (primer dato disponible), a unos tres años de la RG 534/08, existían unos 10 fondos de esta clase que representaban tan sólo el 3,6% de la cantidad total de toda la industria. Vale la pena mencionar que en 2008 (año del lanzamiento de esta especie) se creó el primero específico en esta clase.

Gráfico 24: Cantidad mensual de Fondos Comunes de Inversión por clase y participación sobre la cantidad total. Período dic-11 a dic-21.

Hasta mediados de 2015 la cantidad de fondos fue creciendo sostenidamente al mismo tiempo que también lo hacía el porcentaje sobre el total, alcanzando un máximo del 8,0% en septiembre y octubre de 2014. Posteriormente, el sector pareció estancarse entre 2015 y 2018 (tal como pasó con el patrimonio, como veremos más adelante) mientras que la industria siguió con su desarrollo normal por lo cual la participación comenzó a desacelerar levemente. A partir de mediados de 2019 la tendencia parece revertirse para volver a crecer hasta finalizar 2021 con un máximo de 48 fondos del tipo Pymes, el año de mayor incremento donde de alta 10 fondos nuevos.

En tanto, en el **gráfico 25** se encuentra la evolución mensual del patrimonio neto tanto del sector, como de toda la industria entre marzo del 2012 a diciembre del 2021 en términos reales (a precios de dic-21). Similarmente a lo que pasó con la cantidad de fondos, hasta principios de 2016 los fondos Pymes crecen sostenidamente, al igual que los FCI Totales, a un promedio del 57,9% i.a. real.

Gráfico 25: Evolución del Patrimonio Neto mensual de los Fondos Comunes de Inversión totales y Pymes en millones de pesos constantes. Período 2012-2021.

Luego, la tendencia parece estancarse abandonando el sendero del resto de la industria (que siguió con subas y caídas en términos reales) como marcando cierta rigidez en el sector hasta casi mediados de 2019 donde vuelve a retomar un incremento que se mantiene hasta el final del período. Con un apartado aparte para el mes de agosto de 2019 donde ante ciertos problemas de inestabilidad macroeconómica a partir de las elecciones presidenciales, los FCI Pymes caen de forma abrupta un 16,4% mensual pero menos pronunciado que la caída del 31,4% real de la industria total.

En 2020 y 2021 los fondos Pymes desaceleraron parcialmente, creciendo en un promedio del 31,5% y del 13,0%, respectivamente. Para finalizar con un patrimonio neto total de \$ 123.653 millones (a dic-21), lo que representaba apenas un 3,4% del patrimonio bajo administración de toda la industria y se alejaba del crecimiento real de toda la industria en el año (28,5%).

Como vimos, la evolución real del sector no parece explicarse o estar relacionada íntegramente por el desarrollo de la industria en su conjunto. Por lo tanto, a continuación, tratemos de encontrar muy superficialmente si su desempeño si asimila más a un rendimiento del sector financiero o del sector real. Para ello, compararemos estos fondos junto con el Merval, y con la evolución de las pequeñas y medianas empresas.

En primer lugar, decidimos utilizar como parámetro del sistema financiero al índice “S&P Merval”, una variable financiera de referencia en el sistema argentino que mide el

comportamiento de las acciones de las principales 27 empresas argentinas que cotizan en el mercado. Las empresas no son siempre las mismas, sino que cada tres meses suelen cambiar eligiéndose las de mayor cotización y liquidez en el semestre anterior para, de esta forma, que estén integradas las más “importantes” u “operadas” de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Durante los primeros años de la gestión de Juntos por el Cambio, el mercado argentino, y el Merval, se expandieron sostenidamente a partir, principalmente, de la entrada continua de capitales extranjeros, una característica común de la apertura financiera. Por esta razón toma relevancia observar si de alguna forma repercute su inclinación sobre los fondos Pymes, entiendo que estos no dejan de ser una herramienta de inversión bursátil para privados con la cual compite a la hora del armado de la cartera de un individuo.

Para realizar la comparación, ambas variables fueron expresadas al tipo de cambio financiero “CCL” o “Contado Con Liquidación” que se trata de un tipo de cambio que resulta de comprar un Bono soberano en pesos en el mercado local y venderlo en dólares en el exterior. De esta manera, en el **gráfico 26** se encuentran plasmadas la evolución tanto de los Fondos Pymes como del Merval. En primer lugar, permite observar una clara diferencia con el desempeño de los FCI en términos reales que habíamos analizado en el gráfico anterior. Dado que, si bien se mantiene una tendencia alcista entre 2012 y 2015, seguido de una tendencia de estancamiento contractivo entre 2016 y 2019. A partir del cambio de rumbo macroeconómico de agosto de 2019, los fondos Pymes parecen quedar estancados hasta finales de 2021, incluso recuperándose menos que el Merval cuya caída había sido mucho más abrupta alcanzando un mínimo en el período analizado con un desplome de casi el 50% al día siguiente de las elecciones PASO.

Gráfico 26: Evolución del Patrimonio Neto de los FCI Pymes en millones de dólares y del índice S&P Merval. Expresados en al tipo de cambio CCL. Período 2012-2021.

No obstante, a pesar de la diferencia en el comportamiento de los FCI, los cuales finalizan 2021 con un patrimonio de USD 625 M lejos del máximo alcanzado en marzo de 2017 (USD 917 M). No pareciera existir una clara influencia de la expansión del mercado de capitales, por lo menos a simple vista. Lo cual resulta interesante ya que, si bien existen comportamientos similares propios de la macroeconomía argentina, no se encontraría que a mayor interés en el sistema financiero o a mayor entrada de capital, los FCI Pymes se vieran rápidamente beneficiados. Ni tampoco que un mejor rendimiento de la renta variable desplace a los Fondos contemplando una hipotética rivalidad suplementaria como estrategia de inversión.

Para graficar el comportamiento del lado “real” de la economía (no financiero) nos pareció oportuno utilizar el Índice de Producción Industrial Pyme (IPIP) que lleva a cabo la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME). Se trata de un índice con base enero 2004=100 que mide mensualmente la facturación de las empresas Pymes manufactureras en base a la información suministrada por la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP).

De esta forma, lo que queremos buscar es si, un mejor desempeño de las Pymes, se traslada en una mayor voluntad de invertir en los FCI que apuntan a un sector al cual le va mejor, es más seguro (cae la posibilidad de impago) y es más probable que avance en el mercado del financiamiento bursátil mejorando los instrumentos existentes e

incorporando nuevas alternativas. Sin embargo, en el **gráfico 27** se puede observar una discrepancia en la trayectoria de las dos variables, yendo los Fondos por un lado y las Pymes manufactureras por el otro salvo en los meses posteriores a la cuarentena dura del 2020 que implicó una recuperación lógica de las condiciones macroeconómicas dentro de las cuales se encuentra el ahorro y la actividad.

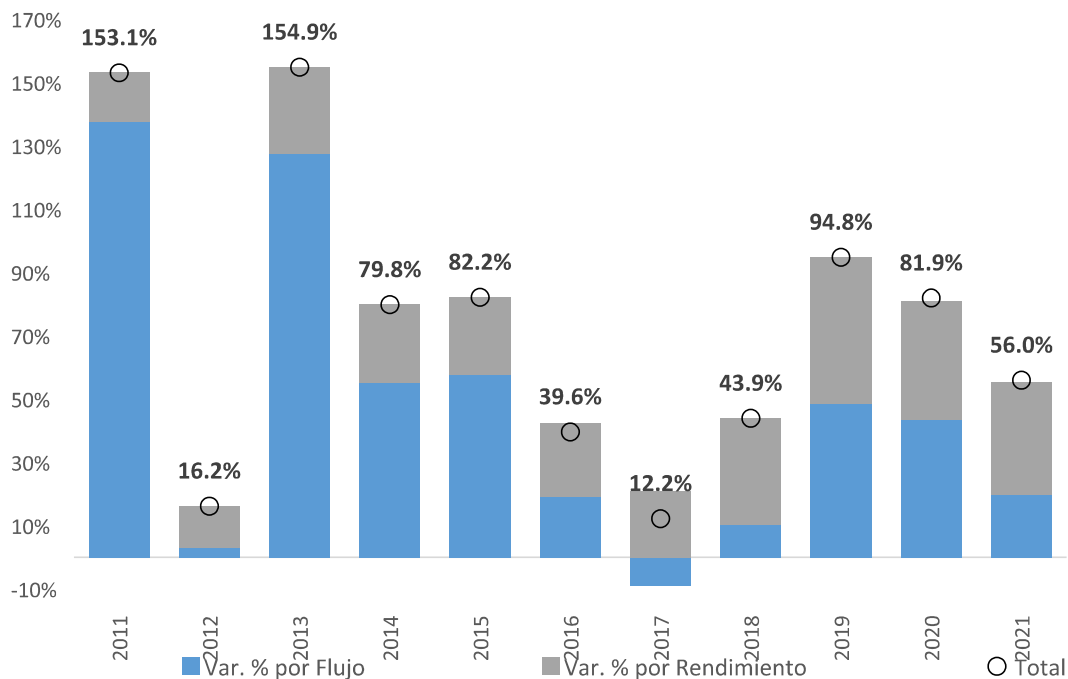
Gráfico 27: Evolución del Patrimonio Neto de los FCI Pymes en millones de pesos (a precios de dic-21) y del Índice de Producción Industrial Pyme. Período 2012-2021.

Sin considerar los movimientos de propios de la estacionalidad del IPIP, la tendencia marca un descenso desde el inicio del período analizado hasta el año 2020, con el consiguiente desplome que implicó la pandemia del COVID-19 y sus repercusiones inmediatas en los primeros meses de cuarentena estricta en la actividad de las pequeñas y medianas empresas. Esta evolución no solo no acompaña la trayectoria de crecimiento de los Fondos (salvo el período de recuperación pospandemia) sino que tampoco se condice con el incremento del Financiamiento Pyme que estudiamos el capítulo anterior.

Para profundizar el análisis intentaremos encontrar una correlación desde un punto de vista con mayor desagregación tomando, por un lado, el rendimiento de las inversiones que realizan los FCI Pymes, como por el otro, las suscripciones o rescates de capital que llevan a cabo los cuotapartistas. Recordando que ambos elementos componen su comportamiento pudiendo variar incluso en direcciones opuestas.

A continuación, con el **gráfico 28** observamos la tasa de rendimiento anual del sector discriminando entre la variación de los flujos de capital y la del rendimiento de las inversiones. Vislumbrando que existió rendimiento positivo en ambos componentes en todos los años examinados, salvo el año 2017 donde el desempeño positivo de las inversiones más que compensó una caída del 8,8% de los rescates netos por parte de los ahorristas.

Gráfico 28: Crecimiento del Patrimonio Neto anual de los Fondos Comunes de Inversión Pymes en porcentaje. Período 2011-2021.



Fuente: Elaboración propia en base a CAFCI.

Además, el incremento de los FCI Pymes en términos reales fue posible a que en 8 de los 11 años registrados la variación total fue superior al incremento de los precios (el peor año fue 2017 donde con una inflación anual del 24,8%, los fondos cayeron 12,6% en términos reales). Por lo tanto, mientras que el resultado de las inversiones parece seguir una tendencia más moderada, aunque creciente a través del tiempo (a continuación veremos a que se debe), las variaciones de los flujos de capital se muestran mucho más inestables con grandes diferencias de año en año.

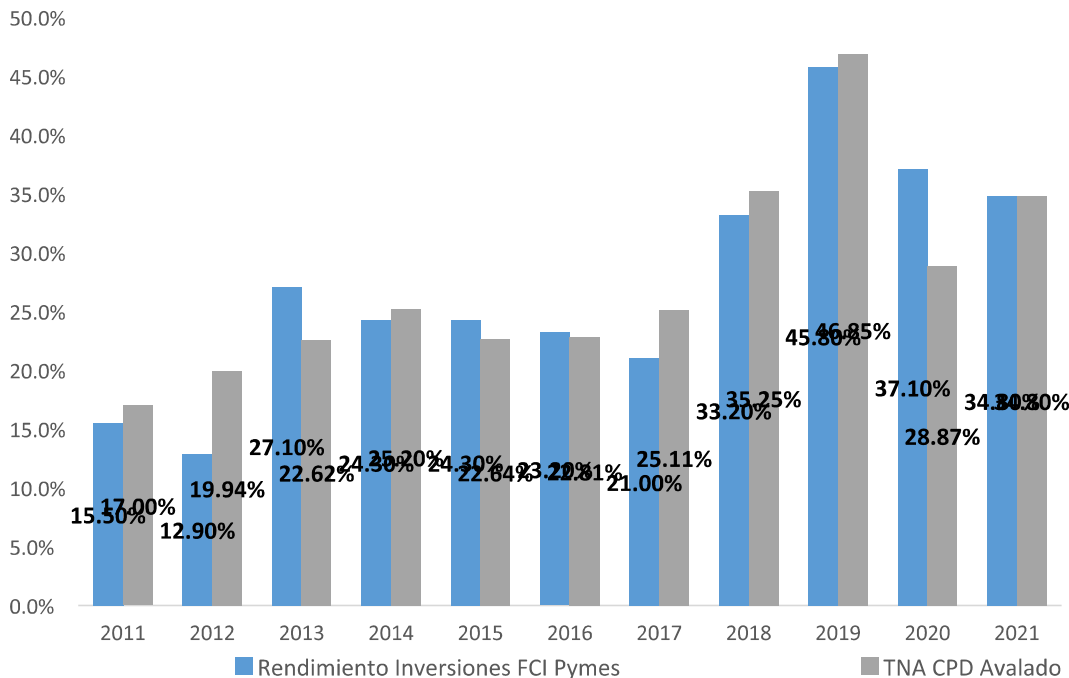
La entrada o salida de inversores demuestra ser no solo un factor importante sino hasta decisivo para el rendimiento final del sector, hace la diferencia acompañando y sobre impulsando al resultado de las inversiones, como jugándole una mala pasada con

variaciones muy bajas o hasta negativas. Y esto es lo que en definitiva le interesa al ahorrista dado que se trata de cómo le fue a su inversión, al fin y al cabo, y lo que va a utilizar como comparador para evaluar otras oportunidades que le presente el mercado o el contexto macroeconómico.

Si bien en el largo plazo resulta muy complejo encontrar la correlación de alguna variable macroeconómica o sectorial, financiera o real con la evolución de los flujos hacia los fondos comunes. El rendimiento de las inversiones de las carteras de estos FCI pareciera estar muy ligado al rendimiento de los instrumentos que adquieren y que analizamos en el capítulo anterior.

Como mencionamos en el capítulo anterior, el instrumento más utilizado históricamente por las Pymes en el mercado de capitales fueron los Cheques de Pago Diferido, particularmente los del segmento “Avalado” que cuentan con el aval otorgado por una SGR. En promedio, estos CPD representaron históricamente un 73,7% del Financiamiento Pyme, mostrando una gran preponderancia para un solo instrumento, aunque, como también hemos vistos, en el último tiempo se ha diversificado a raíz de nuevas herramientas y de innovaciones en las operaciones. Es por eso, que en el **gráfico 29** tomamos la Tasa Nominal Anual promedio de los CPD Avalados para compararla con el rendimiento de las inversiones de cartera de los FCI Pymes desde 2011 (primer dato disponible) a 2021.

Gráfico 29: Evolución de la variación por rendimiento de inversiones de FCI Pymes y de la TNA promedio de los CPD Avalados. Período 2011-2021.



Fuente: Elaboración propia en base a CAFCI, CNV y IAMC.

A primera vista se puede observar que la similitud es realmente clara entre estos dos elementos, en promedio la distancia entre ambos es de apenas 0,17 p.p., si bien el rendimiento se calcula como la diferencia entre el último día hábil de un año contra el otro, el incremento anual parece estar muy ligado con la TNA que promediaron los CPD Avalados a lo largo de todo el año. Un detalle no menor es que la mayor diferencia entre ambas variables es de 8,2 p.p. encontrada en el año 2020, lo cual podría insinuar que se debe a que hacia el final del período ya se encontraban vigentes otros tipos de instrumentos con una utilización mucha más grande y con tasas de interés distintas. Sin embargo, a pesar de lo mencionado, en el año 2021 sucede lo contrario, se presenta una distancia casi ínfima de apenas 0,001 p.p. entre ambas variables.

Sabemos que los Fondos Pymes se crearon con el propósito de canalizar los instrumentos de estas empresas impulsando su desarrollo en el mercado de capitales y facilitando el acceso al financiamiento otorgando mejores condiciones entre las cuales se encuentra el abaratamiento del mismo. Lo paradójico es que el rendimiento de estos fondos depende, justamente, de la tasa de interés de los instrumentos que persiguen la tendencia de las tasas financieras y bancarias que al mismo tiempo se encuentran atadas a la tasa de política monetaria que decide el Banco Central. Por lo que el atractivo que presentan estos FCI para los inversionistas depende, en buena parte, de los lineamientos de la política monetaria y que son inversos a las condiciones a las cuales acceden las Pymes. Así, a menor tasa las pequeñas y medianas empresas podrían mejorar sus situaciones

financieras y absorber un mayor endeudamiento, pero a los Fondos que actúan como demandantes de sus productos les iría peor, su rendimiento caería y presentaría menos incentivos para el ahorrista.

3.2 Composición de cartera:

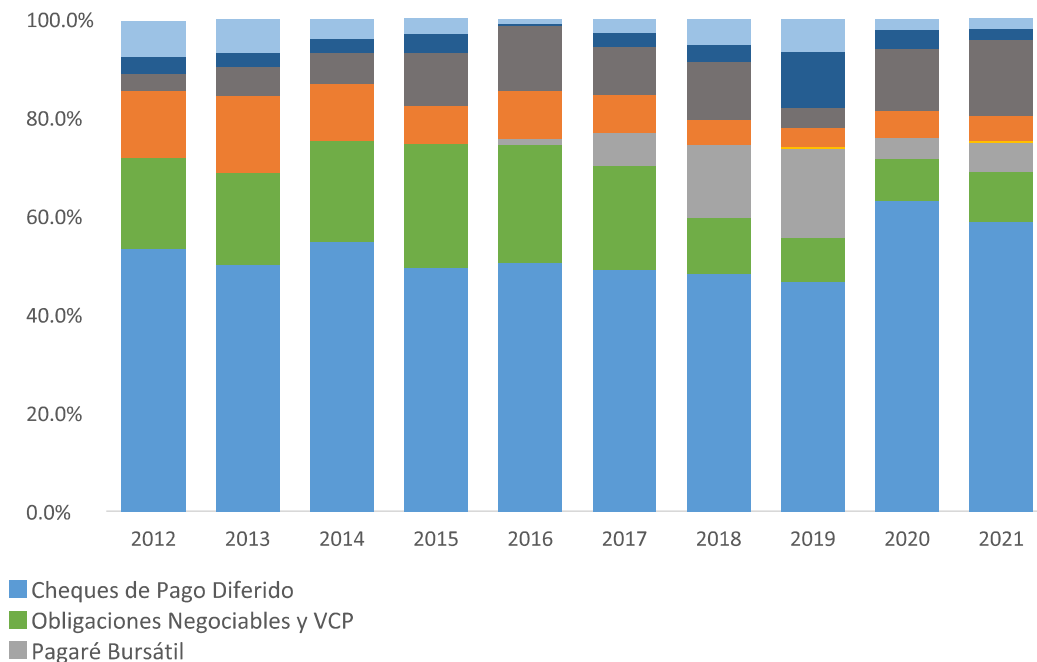
Hecho los análisis correspondientes sobre la evolución de los Fondos Comunes de Inversión del tipo Pyme y una primera aproximación sobre su comportamiento, su desempeño y que variables podrían influenciarlos. Ahora nos proponemos sumergirnos un poco más y observar que hay hacia adentro de estos fondos, es decir, de que se componen interiormente tanto desde una perspectiva más en conjunto como desde casos individuales que puntualizaremos más adelante.

Como mencionamos en el primer capítulo, los FCI son instrumentos de asociación colectiva que, si bien están administrados por agentes profesionales, no lograrían formarse si no fuera por el aporte de dinero de los ahorristas o “socios cuotapartistas” que pueden ser tanto personas físicas como jurídicas. A medida que los inversores van aportando su capital, el fondo crece (pues su patrimonio sube al incrementarse su activo) lo cual les permite a las sociedades gerente y depositaria realizar inversiones. Las cuales pueden proporcionar rendimientos positivos o negativos, que, si se da el caso del primero, incrementan aún más el patrimonio del fondo.

Por lo tanto, el patrimonio de un fondo está integrado por las inversiones que realiza y por un porcentaje minúsculo de dinero líquido para afrontar cualquier eventualidad que se le presente, además de otro porcentaje pequeño de activos con características muy líquidas que rápidamente puedan desprenderse.

A continuación, en el **gráfico 30**, desagregamos cuáles son esas inversiones, es decir, la composición de la cartera del sector de los FCI Pymes a través de los últimos años, recordando que la normativa que da vida a estos Fondos (RG 534/08) especificaba que al menos el 75% de dicho patrimonio debía invertirse en activos cuyo objetivo sea financiamiento Pyme, y al menos el 40% debía invertirse en valores negociables emitidos directamente por Pymes. (**Ver Anexo 2**).

Gráfico 30: Evolución porcentual de la composición de cartera de los FCI Pymes al último día hábil de cada año. Período 2012-2021.



Fuente: Elaboración propia en base a CAFCI.

Como primera aclaración vale la pena mencionar que esta información proporcionada por la Cámara Argentina de los Fondos Comunes de Inversión no precisa quienes emitieron los instrumentos que componen la cartera. Por lo tanto, si bien a primera vista pareciera que las cinco herramientas que la CNV categoriza como “instrumentos Pymes”, superan el 75% necesario para cumplir con la reglamentación por sí solas. También hay que recordar que varios de estos valores bursátiles también pueden ser emitidos por grandes empresas, por lo cual la existencia de estos en la cartera de la industria se da por sentada. Así como también se presume, sin poder confirmarse, que se cumple rigurosamente los lineamientos de la RG 534/08.

Examinando el gráfico se encuentran ciertas similitudes con la composición del Financiamiento Pyme, estudiado en el capítulo anterior. Por ejemplo, la relevancia de los Cheques de Pago Diferido es preponderante y abultada para con el resto de los instrumentos. Así como en el Financiamiento total este instrumento por sí solo no representó menos del 48,4% sobre el total, mientras que en la composición de los FCI no representó menos del 47,1% sobre el total de la cartera.

Además, se puede observar como la participación de las Obligaciones Negociables y los Fideicomisos Financieros caen proporcionalmente a través del tiempo de desmedro de las nuevas herramientas de financiación como los Pagarés y las Facturas de Crédito Electrónico, aunque se debe reconocer que en la composición de los FCI aún no obtuvieron la importancia que si ganaron en el esquema del Financiamiento Pyme.

Así, para fin de 2021, la industria de los FCI Pymes que ascendía a un patrimonio neto de \$123.653 millones estaba compuesta por un 91,1% de Títulos de Deuda (\$112.674 M), seguido por un 7% de los Vehículos de Inversión Colectiva (\$8.695 M), dentro de estos dos tipos de inversión se cubre el objetivo principal de alentar el desarrollo de las Pymes contribuyendo en su financiamiento. En menor medida, los fondos poseen un 1,4% de su cartera en Operaciones a Plazo (\$1.695 M), un 0,3% en Disponibilidades (\$333 M), un 0,2% en otros Pasivos y Activos (\$250 M) y apenas un 0,005% en Participación Accionaria (\$5,9 M) dentro de la cual se encuentran tanto las acciones del mercado local, como los certificados de depósitos de acciones extranjeras o de acciones locales en el exterior.

Vale la pena recordar que dentro de las “Operaciones a Plazo” se encuentran, principalmente, las Cauciones, los Pases y los Plazos Fijos, mientras que dentro de las “Disponibilidades” se encuentra la caja líquida de los fondos, y el dinero dentro de una Caja de Ahorro o una Cuenta Corriente. Y estos segmentos son necesarios para conformar cierto grado de seguridad y de liquidez que debe tener un Fondo de estas características, que como vimos, son considerados de renta fija (o a lo sumo mixta), e intentan estar mucho más protegidos que otros tipos de FCI. Por ejemplo, los Fondos catalogados como “riesgosos”, que suelen ser los de renta variable, apenas aportan un 1,13% de su cartera a este tipo de inversiones, mientras que los Fondos más catalogados como “seguros” que son los money market básicamente están compuestos por estos segmentos (con un 91,1% sobre el total).

Hacia el final del período estudiado existían 48 FCI, de los cuales, los cinco fondos más importantes alcanzan un patrimonio neto de \$47.605 millones, es decir, que apenas el 10% de los Fondos más grandes concentran el 38,5% del patrimonio de todo el sector. Los más importantes son el FCI “Schroder Desarrollo y Crecimiento Pymes”, el “Argenfundis Abierto Pymes” y el “Pellegrini Empresas Argentinas Pymes” que concentran el 13,5%, 7,0% y el 6,4% de la capitalización total de la industria, respectivamente. (**Ver Anexo 1**).

A continuación, vamos a realizar un análisis individual sobre la composición del patrimonio neto y la cartera de inversión de dos de los tres fondos mencionados. En primer lugar, el FCI “Schroder Desarrollo y Crecimiento Pymes” que es el más grande del sector con una diferencia importante del 92,6% sobre el segundo de la lista, su agente de administración es “Schroder S.A. Sociedad Gerente de FCI” mientras que su agente de custodia es el Banco de Valores S.A.

Este fondo, categorizado de renta mixta y con un horizonte temporal de mediano plazo, comenzó a operar en julio de 2010 con dos clases de cuotapartes, una “Clase A” para las

suscripciones realizadas en pesos y una “Clase B” para los que suscriban en dólares. A través de los años fue creciendo sostenidamente su patrimonio en términos reales, ganando popularidad y reconocimiento en el mercado a medida que avanzaban las mejoras en las operatorias tanto por incentivo propio como propuestas por los organismos de control.

En julio de 2017 se modificó el reglamento de gestión del fondo, entre las modificaciones más importantes se encuentran que ahora la “Clase A” corresponden a las suscripciones de las personas físicas, la “Clase B” a las de las personas jurídicas, y se añadieron las clases “C” y “D” de cuotapartes. En la primera entraban los cuotapartistas con una inversión superior a \$600.000.000 dentro del fondo, mientras que en la “D” se encuentran los ahorros de organismos previsionales del sector público (sea nacional, provincial y/o municipal). Dependiendo de la clase de cuotaparte a la cual se suscribe, el agente de administración cobrará un porcentaje distinto de honorarios/comisiones.

Hacia fines de 2021, este FCI que representaba el 13,5% de todo el sector de Fondos Pymes alcanzó un patrimonio neto (PN) de \$16.710 M (con un incremento anual del 49,8%) compuesto por el Estado de Situación Patrimonial que se presenta en el **cuadro 3** y que permite comenzar a descomponer lo que hay hacia adentro de un fondo.

Cuadro 3: Estado de Situación Patrimonial del FCI Schroder Desarrollo y Crecimiento Pymes al 31/12/2021 expresado en pesos corrientes y variación interanual respecto al ejercicio anterior.

Estado de Situación Patrimonial	Monto en pesos	Var. % i.a.
Activo:	\$ 16.943.284.359	51,0%
Bancos:	\$ 134.122.744	130,6%
Inversiones:	\$ 16.687.918.439	52,4%
Títulos de deuda:	\$ 15.984.961.578	51,6%
Vehículos de inversión colectiva:	\$ 702.956.861	72,5%
Créditos:	\$ 121.243.176	-42,2%
Pasivo:	\$ 232.997.320	240,0%
Cuentas a pagar:	\$ 232.997.320	240,0%
Patrimonio Neto:	\$ 16.710.287.039	49,8%

Elaboración propia en base a CNV.

El patrimonio neto se compone por un total de activos que ascienden a \$16.943 M (51% i.a.) y de pasivos por \$233 M (240% i.a.) que corresponden a cuentas a pagar. Dentro de

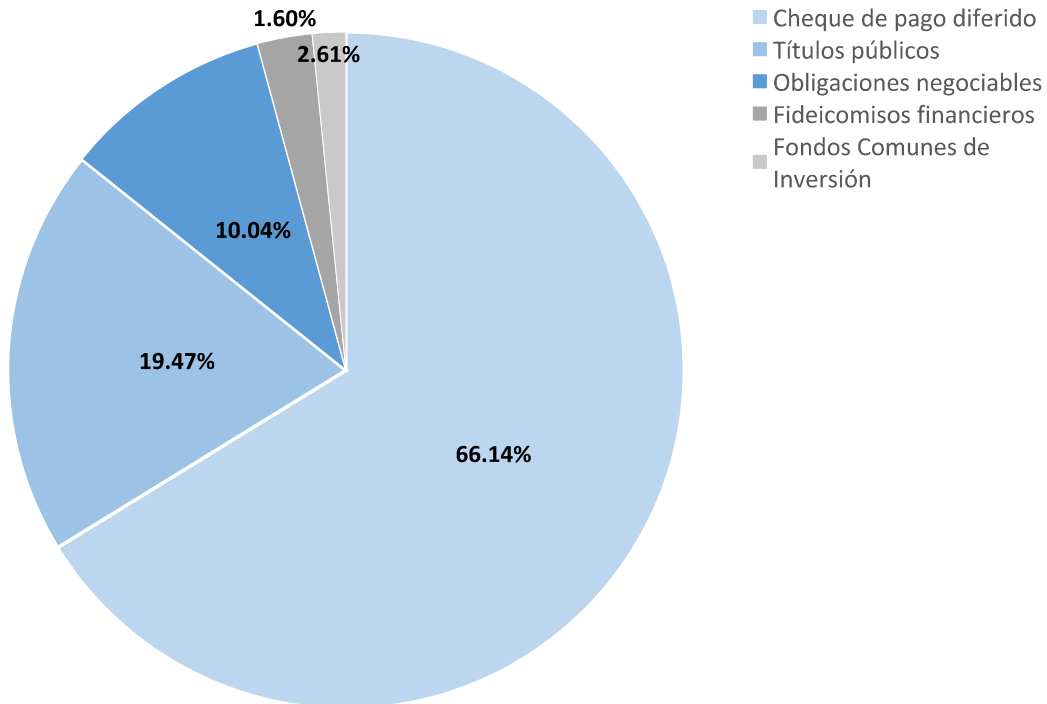
los activos se ubican las Cuentas Corrientes (dinero líquido) en los bancos “Citibank” y el “Banco de Valores” (\$134 M) lo que implica que al 31/12/2021 el fondo presentaba una liquidez del 0,8% del PN. Seguido por el total de inversiones en las que está posicionado el fondo, principalmente en títulos de deuda (\$15.985 M) y vehículos de inversión colectiva (\$703 M). Y por los créditos pendiente de cobro (\$121 M) compuestos por Cheques de pago diferido en pesos (\$48 M), en dólares (\$69 M) y por otras rentas a cobrar (\$4 M).

Por otro lado, dentro de las cuentas por pagar se encuentran unos \$205 M que corresponde a acreedores de operaciones pendientes de liquidación tanto de título en pesos como en dólares, seguido por los Honorarios del Agente de Administración (\$23 M) y de Custodia (\$2 M), y la liquidación de pagarés (\$2 M).

En el reglamento de gestión se especifica que el agente de administración no podrá cobrar un honorario mayor al 6% anual, mientras que para el agente de custodia este monto no podrá exceder el 2,4% anual. Como hemos mencionado, estos porcentajes se aplican sobre el patrimonio neto del fondo, se devengan diariamente para los ahorristas y se perciben mensualmente. Durante el año 2021, el honorario que cobró el agente de custodia ascendió al 0,0968% mientras que el agente de administración cobraba un 3% para la clase A, un 1,9% para la clase B, un 0,58% para la clase C y un 1,4% para la clase D.

Volviendo al concepto de las inversiones, es importante recordar que se tratan de un flujo dinámico que cambia día a día con la labor del Agente de Administración. No obstante, en el **gráfico 31** nosotros sólo analizamos el stock al último día hábil del 2021, por lo que nuestra observación no corresponde a lo que haya sucedido en el año en su totalidad. (**Ver Anexo 3**).

Gráfico 31: Participación porcentual de la composición de cartera de inversiones del FCI Schroder Desarrollo y Crecimiento Pymes sobre el Patrimonio Neto al 31/12/2021.



Elaboración propia en base a CNV.

Este fondo sólo cuenta con dos tipos de inversión, por un lado, los títulos de deuda (\$15.985 M) que representan un 95,66% del Patrimonio Neto y por el otro, los vehículos de inversión colectiva (\$703 M) que apenas componen el 4,21% del PN. Sin embargo, como mencionamos, esto no significa que a lo largo del tiempo la Sociedad Administradora haya decidido invertir en acciones, derivados, futuros, pagarés, certificados de depósitos o cualquier otro tipo de inversión que ofrece el mercado.

Dentro de los títulos de deuda se encuentran los títulos públicos, que ascienden a un 19,5% del PN (\$3.254 M) y están compuestos por títulos del Tesoro argentino en pesos (\$1.628 M) y en dólares (\$818 M), y títulos provinciales en pesos (\$809 M). Y los títulos privados que al mismo tiempo se subdividen en sólo dos tipos de instrumentos, los Cheques de pago diferido, y las Obligaciones Negociables que representan el 10% del PN, tanto con ON en pesos (\$1.470 M) como en dólares (\$208 M).

Por su parte, los Cheques de pago diferido que son el instrumento con mayor peso representando el 66,1% del Patrimonio Neto y sumando unos \$11.053 M de los cuales la mayor parte son CPD en pesos (\$10.499 M) y el restante en dólares (\$553 M).

Por otro lado, los vehículos de inversión colectiva están compuestos principalmente por Fideicomisos Financieros (\$436 M) que significan el 2,6% del PN y Fondos Comunes de inversión que simbolizan apenas el 1,6% del patrimonio neto tanto en FCI abiertos (\$112 M) como cerrados (\$155 M).

En segundo lugar, realizaremos un sobre el FCI “Pellegrini Empresas Argentinas Pymes” que representa el 6,4% de la industria total y hasta mediados de 2016 era el FCI más grande esta industria, su agente gerente es “Pellegrini S.A.” mientras que su agente de custodia es el Banco Nación. Este fondo, categorizado de renta fija y con un horizonte temporal de mediano plazo para un perfil de inversor “moderado”, comenzó a operar en 2011 y fue el de mayor crecimiento en la primera mitad de la década de los 2010.

Cuenta con una clase única de cuotaparte (Clase A) y hacia fines de 2021 este FCI obtuvo un patrimonio neto de \$7.930 M (con un incremento anual del 39,8%) integrado por el Estado de Situación Patrimonial del **cuadro 4**.

Cuadro 4: Estado de Situación Patrimonial del FCI Pellegrini Empresas Argentinas Pymes al 31/12/2021 expresado en pesos corrientes y variación interanual respecto al ejercicio anterior.

Estado de Situación Patrimonial	Monto en pesos	Var. % i.a.
Activo:	\$ 7.942.842.196	39,8%
Bancos:	\$ 1.034.778	61,0%
Inversiones:	\$ 7.854.232.892	39,6%
Títulos de deuda:	\$ 7.334.346.195	42,7%
Vehículos de inversión colectiva:	\$ 585.442.332	21,5%
Participación accionaria	\$ 1.983.625	0,0%
Rentas y Amortizaciones:	\$ 37.493.307	371,4%
CPD a cobrar:	\$ 50.081.219	0,3%
Pasivo:	\$ 12.634.930	39,2%
Honorarios de gestión a pagar:	\$ 12.621.258	39,1%
Otras cuentas a pagar:	\$ 13.672	-
Patrimonio Neto:	\$ 7.930.207.266	39,8%

Elaboración propia en base a CNV.

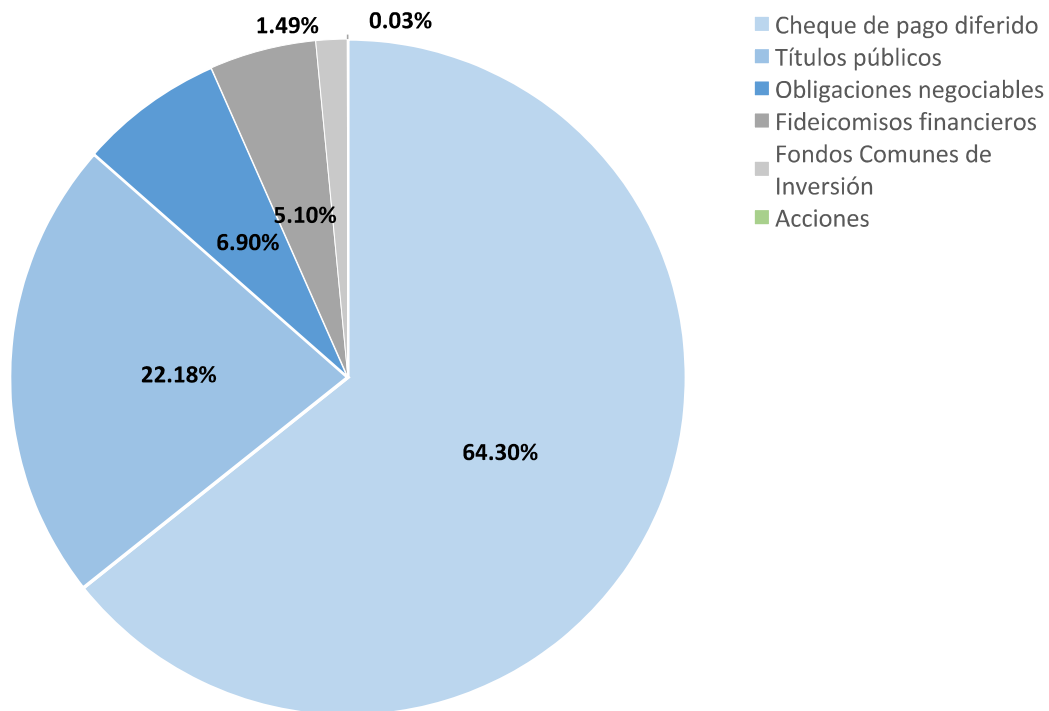
Dentro del patrimonio neto los activos totales ascienden a \$7.943 M (39,8% i.a.) mientras que los pasivos totales suman unos \$13 M (39,2% i.a.), lo que arroja un PN con un crecimiento interanual del 39,8%. Dentro de los activos se encuentran \$1.034.778 (61,0% i.a.) en las cuentas bancarias (dinero líquido), tanto en pesos (\$823.054) como en dólares (\$211.724), del Banco Nación lo que implica una ratio de liquidez del 0,01% del PN al último día hábil de 2021. Seguido por el total de inversiones en las que está posicionado el fondo (\$7.854 M), la cartera está compuesta por títulos de deuda (\$7.334 M), seguido por

vehículos de inversión colectiva (\$585 M) y una pequeña porción de participación accionaria (\$1,98 M). Por último, se encuentran las rentas y amortizaciones (\$37 M) que crecieron un 371,4% i.a., y los CPD ya vencidos y pendientes de cobro (\$50 M) que aumentaron apenas un 0,3% i.a.

Por otro lado, dentro de los pasivos se encuentran los honorarios de gestión a pagar (\$13 M) que crecen un 39,1% i.a. y representan un 0,16% del PN, seguido en menor medida por otras cuentas a pagar de apenas \$13.672. Las comisiones que se cobran en este fondo ascienden al 2% anual sobre el patrimonio neto devengando diariamente y percibiéndose mensualmente, integrado por un 1,25% anual para la Sociedad Gerente y un 0,75% anual para la Sociedad Depositaria.

Ahora profundizaremos en la cartera de inversión del Pellegrini de igual modo que lo hicimos con el FCI Schroder. En el **gráfico 32** se puede observar la descomposición porcentual de las inversiones por el tipo de instrumento. (**Ver Anexo 4**).

Gráfico 32: Participación porcentual de la composición de cartera de inversiones del FCI Pellegrini Empresas Argentinas Pymes sobre el Patrimonio Neto al 31/12/2021.



Elaboración propia en base a CNV.

Al igual que con el otro fondo, la cartera de inversión se encuentra muy concentrada en los títulos de deuda (representan el 93,38% de las inversiones totales) y los vehículos de inversión colectiva (el 6,59% de la cartera) sin mayor heterogeneidad, sólo cuenta con un

importe de \$1.983.625 en acciones (0,03% de las inversiones) de la empresa productora de huevo industrializado “Ovoprot”.

Los principales instrumentos dentro de los títulos de deuda son los Cheques de pago diferido que son emitidos por Pymes, en pesos y suman el 64,3% la cartera total (\$5.050 M) y pertenecen en su totalidad al segmento “Avalado” por Sociedades de Garantías Recíprocas y por el Fondo de Garantías de Buenos Aires (FO.GA.BA.). En segundo lugar, se encuentran los títulos públicos (\$1.742 M) que representan el 22,2% de la cartera total agrupando tanto letras y bonos del Tesoro Nacional (19,8%) como bonos de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y de la Provincia de Buenos Aires (2,4%). Seguido por las Obligaciones Negociables de Pymes en pesos (\$346 M), en dólares (\$175,7 M), y la ON Clase XLIII de YPF (\$19,6 M) que en su conjunto suman el 6,9% de la cartera de inversiones.

Por último, los vehículos de inversión colectiva (6,6%) están compuestos por Fondos Comunes de Inversión Abiertos (\$117 M) que simbolizan apenas el 1,5% de las inversiones, como por Fideicomisos Financieros Pymes que aumentan al 5,1% tanto en FF en pesos (\$333 M) como en dólares (\$67 M).

Para finalizar este apartado, tanto en el FCI “Schroder Desarrollo y Crecimiento Pymes” como en el “Pellegrini Empresas Argentinas Pymes” si contabilizamos los instrumentos Pymes encontramos que se cumple con el mínimo del 75% del Patrimonio Neto que marca la Regulación que da identidad a estos fondos. Sin embargo, se debe reconocer que no existe ningún tipo de información mediante la cual se pueda comprobar a ciencia exacta si los activos dentro de la cartera de inversión de los FCI contribuyen al financiamiento Pyme o no (ver Anexo III). Por ejemplo, tanto en la composición de las inversiones del FCI Schroder y Pellegrini no se discrimina el origen de los Cheques de Pago Diferido, sólo se diferencian por su vencimiento (en el caso de Schroder) o por la Sociedad que emite el aval (en el caso del Pellegrini).

Si asumimos que todos los CPD provienen de una Pyme o facilitan su financiación, el FCI Schroder logra un 77,55% de su PN en instrumentos Pymes contabilizando un 66,14% de CPD, un 8,79% de Obligaciones Negociables en pesos y un 2,61% de FF. Mientras que en el caso del FCI Pellegrini, el porcentaje del Patrimonio Neto alcanzaría el 76,05% en instrumentos Pymes contemplando el 64,3% de CPD, más un 6,65% de Obligaciones Negociables en pesos y en dólares (excluyendo la de YPF que es una empresa grande) y un 5,1% de Fideicomisos Financieros.

3.3 Antecedente histórico:

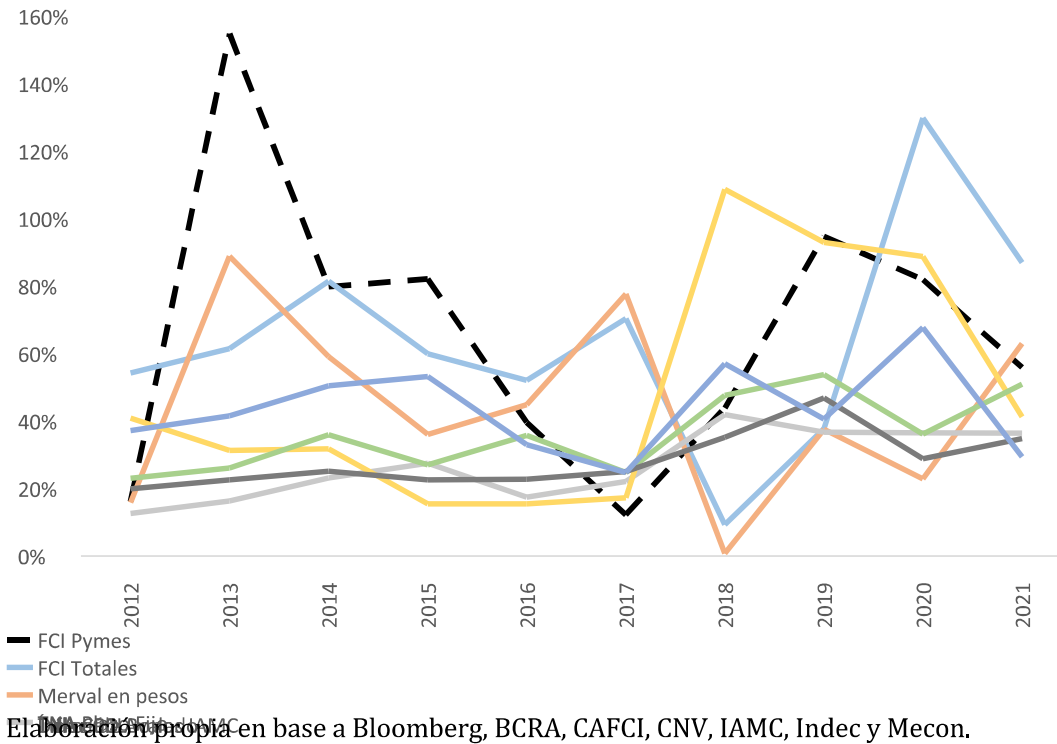
Para terminar con nuestro trabajo realizaremos un último análisis sobre un acontecimiento ocurrido a principios de 2016 donde se dieron una serie de modificaciones en una normativa colateral a los FCI Pymes pero que los afectaron profundamente dejando en evidencia un factor elemental de esta industria que es la demanda que generan estos Fondos. Sin embargo, para entender este suceso primero es conveniente enfocarnos en el lado de la demanda de los FCI Pymes. Como mencionamos anteriormente, se trata de un instrumento abierto a una gran gama de ahorristas, en los fondos pueden suscribir dinero todo tipo de inversores, desde personas físicas hasta organizaciones tanto públicas y privadas.

No obstante, como se dijo en el capítulo 2, recordamos que el 99,94% del Patrimonio Neto de la industria (a fin de 2021) se encontraba en manos de 1.229 cuentas de personas jurídicas, lo que demuestra una concentración mucho más importante que con el total de la industria de fondos comunes donde la repartija se encuentra en un 94,7% para las personas jurídicas y un 5,3% para personas humanas.

Pero para conformar la demanda de un producto es necesario entender distintas cuestiones que incitan al apetito y a la elección puntual sobre un bien en particular, de las cuales no nos adentraremos en todas sino en una en especial que es la de la sustitución. Al tratarse de un instrumento financiero, el agente que decide realizar una inversión en este fondo primero, toma la decisión de inmovilizar parte de su capital en una macroeconomía argentina normalmente acostumbrada a distintos tipos de desequilibrios como los persistentes niveles de inflación. Y segundo, decide elegir a este instrumento sobre una oferta muy amplia de herramientas financieras de todo tipo.

Por esta razón, en el **gráfico 33** decidimos realizar una comparación anual del rendimiento de los FCI Pymes junto con una serie de otras oportunidades sustitutas de inversión, además del nivel anual de inflación, variable que consideramos de suma importancia dado que resume el nivel de depreciación del poder adquisitivo del capital local (lógicamente expresado en pesos argentinos). Dado que, en un contexto inflacionario, toda decisión de inversión debería, a priori, superar la suba de precios esperada en el mismo período estipulado, ya que de otra forma se estaría perdiendo capital en términos reales y la inversión u ahorro en sí no cumpliría ni la función de atesoramiento.

Gráfico 33: Evolución porcentual anual de los FCI Pymes, FCI totales, inflación general y otros tipos de inversiones. Período 2012-2021.



En primer lugar, durante el período analizado encontramos que el rendimiento anual total de los FCI Pymes supera al nivel de inflación general de nuestro país (en base a datos del INDEC y Mecon) salvo en los años 2012, 2017 y 2018 donde hubo pérdida en términos reales del capital en torno al 6,9%, 12,6% y 3,7%, respectivamente. En primera instancia se trata de un buen signo para una herramienta financiera dado que no muchas logran competirle a la inflación y así captar el interés de los agentes.

Por otra parte, en una economía bimonetaria como la nuestra, muchas veces se elige la opción de acumular divisas como forma de atesoramiento. Situación que afecta directamente al ahorro nacional y es por esto que también se la comparó con la evolución anual del dólar “contado con liquidación” o “CCL” que surge de la operación bursátil de la venta de títulos denominados en pesos por títulos denominados en dólares que, al desprenderse de ellos, dejan al capital antes expresado en moneda local, en la divisa norteamericana.

En comparación con este tipo de cambio se puede observar que, si bien en seis de los diez años analizados los FCI Pymes rindieron mejor, no existe una clara superioridad de uno sobre el otro, sino que casi que varía de año en año. Lo mismo sucede con el resto de los tipos de inversiones incorporadas, como es el índice Merval (resumen la evolución de la renta variable en pesos contemplando las acciones de las empresas más importantes, el índice de Bonos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales o “IAMC” (que resume el

desempeño de los títulos soberanos ponderados por el nivel de negociación de cada uno), el total de la industria de los FCI, y la Tasa Nominal Anual de los plazos fijos que son uno de los instrumentos más utilizados y más fáciles de realizar por los ahorristas argentinos.

Esto demuestra la condición idiosincrática del sistema financiero local donde, si bien podríamos llegar a la conclusión de que los FCI Pymes resultan una oportunidad de inversión interesante y atrayente para el ahorrista (para el fin del período, en 2021, solo fueron superados por los FCI totales y por el Merval), en el mercado de capitales local no se puede pensar en el largo plazo ni se debe encasillar en un solo tipo de inversión sino que la coyuntura requiere de estar siempre atento al desempeño de muchas variables al mismo tiempo y de poder cambiar cuando es necesario.

Pero otro análisis, no menor, que se puede abstraer del **gráfico 33** es que el diferencial en cuanto al rendimiento con respecto al resto de las variables comparadas, lo producen las suscripciones y los rescates netos, es decir, la entrada o salida de capital hacia estos fondos. Como pudimos observar anteriormente, el rendimiento anual de las inversiones de los FCI Pymes es muy similar a la tasa anual de los Cheques de Pago Diferido del segmento Avalado.

Y a partir del gráfico vemos cómo, estos CPD obtuvieron, en promedio, un desempeño menor al del resto de las inversiones. Lo cual lleva a una controversia donde, desde el punto de vista de las Pymes, que son los agentes que emiten estos activos, es positivo porque significa que obtienen financiamiento a una tasa relativamente baja a otras fuentes crediticias y hasta negativa en términos reales. Pero desde el punto de vista del inversor, podría decirse que los instrumentos Pymes (en su mayoría) no constituyen una buena inversión dado que resultan poco atractivos con rendimientos menores a otros tipos de activos y, muchas veces, hasta negativos en términos reales.

Lo mismo sucedería con los fondos comunes de inversión del tipo Pymes si no fuera, como dijimos, por la entrada y salida neta del capital de los ahorristas. Es por esta variable que los FCI Pymes no dependen solo del rendimiento de sus inversiones y puede posicionarse como un instrumento convocante. Un buen ejemplo que lo demuestra es que cuando los flujos anuales netos fueron negativos, en el año 2017 (-8,8% i.a.), los fondos presentaron el peor desempeño de las variables graficadas con apenas un rendimiento total del 12,2% que si lo calculamos en términos reales cae hasta el -12,6% con respecto al año 2016.

En conclusión, podría decirse que el generador de incentivos de este sector y lo que atraería a mayor demanda hacia estos instrumentos es la demanda ya existente dentro de ellos, además de otros atractivos tributarios. La clave pareciera estar en este punto donde,

si bien no existe información pública sobre quiénes son los que invierten en estos fondos, si sabemos que casi en su totalidad son personas jurídicas y creemos que gran parte de ellas son compañías de seguros.

Lo que nos lleva a pensar esto es lo que ocurrió en el año 2016 apenas comenzaba la gestión presidencial de Mauricio Macri, anteriormente mencionamos brevemente los cambios normativos que tuvieron las compañías de seguro en enero de ese año, pero ahora veremos cómo esto afectó a los FCI Pymes y que conclusiones podemos sacar al respecto.

Para resumir, es preciso recordar que las compañías de seguro están reguladas por el Reglamento General de la Actividad Asegurado (R.G.A.A.) de la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) que las articula normativamente estableciendo, por ejemplo, en que instrumentos deberán posicionar los fondos de cobertura que administran. Hacia fines de 2012, la SSN lanzó la Resolución 37.163 que incorporaba un inciso “K” en el punto 35.8.1 del R.G.A.A. y determinaba que las empresas de seguros debían invertir cierto porcentaje en instrumentos de la economía real como por ejemplo CPD Avalados, Fideicomisos Financieros, FCI Pymes, etc.

Las entidades de seguros generales y reaseguradoras debían invertir un mínimo del 10% (hacia fines de 2014 el mínimo se incrementó al 14,5%) de sus fondos de cobertura en estos instrumentos y un 20% como máximo. Mientras que las entidades de seguro de vida y de retiro debían invertir al menos un 12% (máximo un 30%) y las compañías aseguradoras de riesgos de trabajo un mínimo del 5% y hasta un máximo del 20%.

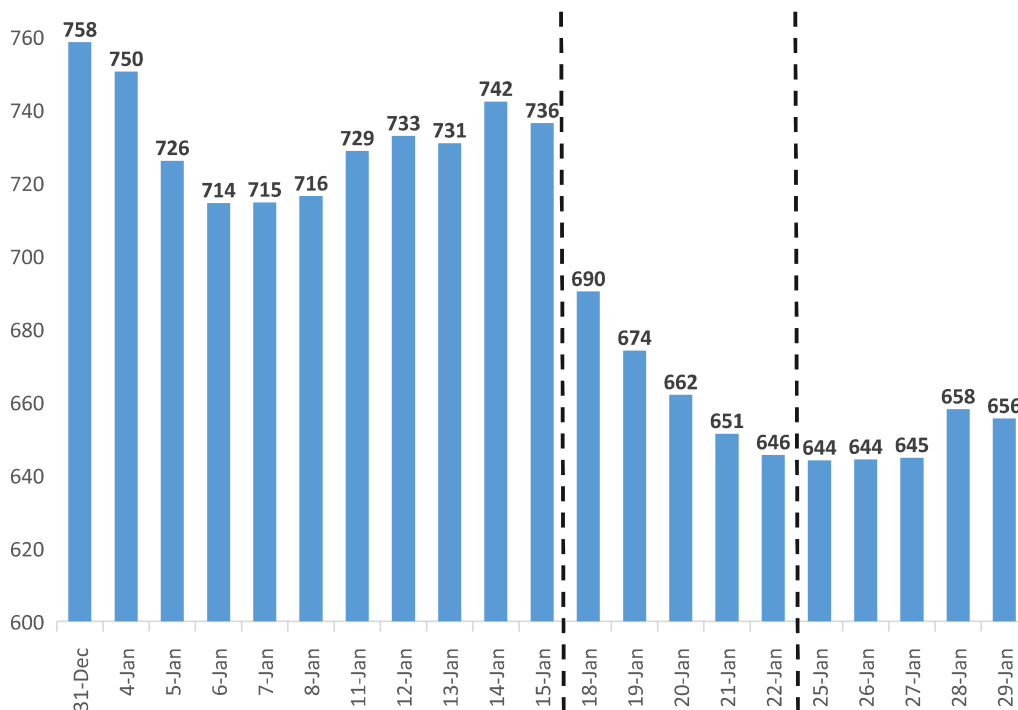
Es en este contexto que los FCI Pymes adquieren madurez en el mercado y comienzan el sendero de crecimiento real casi sostenido que hemos mostrado a lo largo de nuestro trabajo, tanto en términos de oferta (creándose cada vez fondos de este tipo) como en términos de demanda (con cada vez más cuentas cuotapartistas y mayores patrimonios administrados).

Sin embargo, el 15 de enero de 2016 el flamante nuevo gobierno decidió cambiar la normativa mediante la Resolución 39.645 de la SSN y volver optativo el inciso “K” para que las compañías de seguro cuenten con mayor “libertad” a la hora de elegir sus inversiones. Si bien en la resolución se estipulaba un sendero ordenado donde recién para diciembre de 2017 podía haberse desprendido del 100% de estas inversiones, lo ocurrido en los días posteriores requirió de una intervención inmediata por parte de la SSN.

El 22 de enero (justo una semana después) se emitió la Resolución 39.647 en la que se mantenía la modificación del inciso “K” pero se agregaba el inciso “L” que lo que hacía era

obligar a las compañías de seguro a invertir al menos un 3% (y un 20% como máximo) directamente en cuotas partes de fondos comunes de inversión del tipo Pymes, posteriormente el mínimo subiría al 5% que se mantendría hasta fines de 2021. A continuación, en el **gráfico 34** se ilustra la evolución del PN diario, expresado en millones de dólares (para evitar nominalidad) de los FCI Pymes a raíz de estas modificaciones en la normativa del punto 35.8.1 del R.G.A.A.

Gráfico 34: Evolución del Patrimonio Neto diario de los Fondos Comunes de Inversión Pymes en millones de dólares. Período enero de 2016.



Elaboración propia en base a CAFCI.

Como se puede observar, entre las cinco ruedas que marcaron la semana de diferencia entre una resolución y la otra (ambas se realizaron los días viernes), los FCI Pymes perdieron unos USD 92.249.502 lo que significó una caída del -12,53% del Patrimonio Neto del sector en tan sólo 5 días. Si realizamos el análisis en pesos encontramos de la caída patrimonial fue en torno al 10,2% en las mismas cinco ruedas (del 15 al 22) y luego repunta los últimos días para finalizar el mes de enero con una caída del 7,2% compuesta por un rendimiento negativo del 1,4% de las inversiones (\$141 M) y una salida neta de capitales del 5,8% (\$571 M).

Para tomar dimensión de lo ocurrido, se trata de la pérdida mensual más importante del PN en términos porcentuales desde que tenemos datos (marzo de 2012), seguida por una caída del 4,2% en agosto de 2019 cuando se entró en el default de la deuda pública.

También se trata de la salida neta de capital más grande en términos porcentuales para los FCI Pymes.

El fondo más grande en ese momento, el “Pellegrini Empresas Argentina Pymes” perdió el 3,5% de su PN, mientras que el “Schroder Desarrollo y Crecimiento Pymes” se derrumbó en un 9,0%. Siguiendo con el resto de los cinco FCI con el PN más alto, el “Consultatio Abierto Pymes” cayó en un 13,9%, el “Galileo FCI Abierto Pymes” un 8,8% y, por último, el “RJ Delta Empresas Argentinas” disminuyó en un 9,3%.

No obstante, los fondos no fueron los únicos afectados por la situación, el financiamiento Pyme en el mercado de capitales se desplomó un 39,1% respecto a dic-15. El monto de CPD Avalados cayó un 16,8% mensual y el financiamiento Pyme se encareció considerablemente durante esa semana. La TNA promedio de los CPD empezó el mes de enero en torno al 32% y continuó con una tendencia bajista que la llevó hasta un mínimo del 21,6% el día 11 y se mantuvo estable hasta el primer anuncio donde se aceleró rápidamente hasta alcanzar un máximo del 34,9% el 20-ene. Posterior al segundo anuncio la tasa comenzó a desacelerar y cerró el mes en un promedio del 27,5%.

Pese al revuelo y a las controversias sobre redireccionar las inversiones de las compañías de seguro y forzarlas a “subsidiar” los instrumentos de las Pymes. Lo cual genera ciertas discusiones sobre si distorsiona la relación “riesgo-tasa” de las empresas Pymes que se asumen como más riesgosas que las grandes compañías, y por lo tanto debieran pagar una tasa mayor, algo que no sucede con una demanda exógena. Se vio sumamente necesario volver a generar una medida a partir de la cual se facilite el financiamiento a las Pymes y para ello se utilizaron a los FCI como un medio institucional para servir a este objetivo.

Conclusiones

Como hemos observado a lo largo del trabajo, la industria de los fondos comunes de inversión ha mostrado un crecimiento genuino en la década de 2011 a 2021 a pesar de las complicaciones coyunturales del contexto macroeconómico y financiero que sufrió la economía local en reiteradas situaciones.

Los Fondos Comunes de Inversión Pymes crecieron un 721% acumulado en términos reales a lo largo de esta década, muy por encima de la suba de la cotización del dólar ajustado por inflación (12% al dólar oficial y 95% al CCL), del Merval (56%), y de los FCI Totales (552%).

Las variaciones en los flujos de capitales extranjeros, las devaluaciones del tipo de cambio, los aumentos de la deuda pública y privada, las contracciones en la actividad y las aceleraciones inflacionarias contribuyeron negativamente más no pudieron frenar el avance simultáneo tanto del sector de los FCI Pymes como del financiamiento Pyme en el mercado de capitales. Por lo que podríamos afirmar que se cumple con el propósito que tienen los primeros (los fondos comunes) sobre los segundos, así como se ha logrado que las Sociedades de Garantías Recíprocas atiendan a las necesidades de las empresas.

Sin embargo, encontramos que esto fue posible gracias a la voluntad política de orientar normativamente parte del capital privado (de las empresas de seguros) hacia estos instrumentos. Y pudimos observar tanto el factor positivo, como la mayor cantidad de Pymes emisoras, mayores avances y conocimiento sobre sus instrumentos, abaratamiento de las condiciones para el financiamiento, etc. No obstante, existen otros efectos a tomar en cuenta, por un lado, no es posible saber hacia que otras inversiones se habrían dirigido las compañías de seguros si no fuera por la imposición de los incisos “K” y “L” del punto 35.8.1. del R.A.A., aunque, como vimos, los FCI Pymes no fueron una mala inversión en comparación a las variables macrofinancieras más importantes.

Por otro lado, se debe reconocer que el condicionamiento hacia estos tipos de inversiones puede generar distorsiones en las tasas de interés que pagan las Pymes, lo cual genera un problema en cuanto a que se rompe con la relación riesgo-tasa y empresas pequeñas o medianas que deberían considerarse más riesgosas que las empresas grandes, terminan obteniendo una tasa de interés preferencial. Si bien esta situación provoca la pérdida del estímulo verdadero que le pueden ofrecer los instrumentos Pymes a otros inversores tal vez no institucionales u ajenos a la reglamentación. Se debe admitir que tal vez el mercado

por sí solo no genere los incentivos necesarios para que otros agentes contribuyan a canalizar los instrumentos de estas empresas.

Además, otra de las conclusiones que se desprenden de nuestro trabajo es que, si no fuera por la entrada permanente de capital privado, los FCI Pymes obtendrían un rendimiento mucho menor y mucho menos competitivo al que consigue actualmente y que promueve una posible entrada de nuevos inversores aportando ciertos incentivos para ahorristas (tanto tributarios como un buen rendimiento patrimonial). Por lo que en el caso en el que ya no se les imponga a las compañías de seguro, además del período de salida masiva de capitales que destruiría gran parte del Patrimonio Neto de los fondos, estos perderían el factor fundamental para su competitividad y, posiblemente, para su existencia, o al menos en los niveles que han logrado con el crecimiento de los últimos años.

Porque para ganar competitividad auténtica (en términos de mercado) las tasas de interés que pagan los instrumentos Pymes deberían ir a valores superiores al de las empresas grandes, dado su mayor riesgo, y superiores a las tasas que derivan de una política monetaria argentina con mayores fluctuaciones que la de otros países debido a los niveles altos de inflación característicos de los últimos diez años. Esto encarecería indudablemente el financiamiento al cual acceden, complejizando severamente sus condiciones en un contexto poco favorable donde la situación económica no le brinda mucha cooperación a un actor vital para el desarrollo de la economía productiva y comercial.

Por lo tanto, de cara al futuro no está claro si los FCI Pymes podrían mantenerse dentro de la industria sin la intervención forzada, de la misma manera, pareciera que su crecimiento real estuviera atado al de las compañías de seguro al menos para poder seguir garantizando condiciones de financiamiento accesibles en circunstancias económicas particulares. Sin embargo, no se puede indagar sobre si este no es un techo para el financiamiento productivo, así como lo es que las Pymes quieran ingresar a un sistema crediticio ante la inestabilidad que provoca el régimen de inflación. Tampoco se puede soslayar sin pensar en alguna alternativa normativa por parte de los organismos de control, así como encontraron que el sistema funcione con las imposiciones, es posible pensar en otras formas de facilitar el financiamiento a más pequeñas y medianas empresas sin provocar daños contraproducentes para la economía.

Bibliografía

-Artículos:

- Abascal Negueruela, M. (2016). Análisis de series temporales financieras.
- Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión y Universidad Argentina de la Empresa (2000). Manual de capacitación en fondos comunes de inversión. Buenos Aires. CAFCI-UADE.
- Comisión Nacional de Valores (CNV) y Confederación Argentina de la Mediana Empresa (2022). Guía Pyme para el acceso al mercado de capitales. CNV-CAME.
- Fanelli, J. M. (2010). Fondos comunes de inversión y desarrollo financiero. CEPAL.
- Gómez Mathieu, B. A. (2019). Fondos comunes de inversión en Argentina. Naturaleza, evolución y comparación con otros instrumentos financieros de ahorro e inversión en el trienio 2015-2017.
- Gonzalez Barros, A. (2014). Sistema de Garantías: Financiamiento a las Pymes a través del mercado de capitales en Argentina. Instrumento: Cheque de Pago Diferido. UNMDP.
- López, M. F. (2017). Evolución de las emisiones Pymes en el mercado bursátil argentino. Bolsa de Comercio de Rosario.
- Menna, J., Milanesi, G, Pesce, G, & Redondo, J.I. (2018). Evolución de la composición patrimonial de los fondos de inversión en Argentina 150 meses de historia y su macrocontexto. XXXVIII Jornadas Nacionales de Administración Financiera. UNS.
- Moghetta, M. (2022). Análisis Económico del Mercado de Cheques de Pago Diferido. Universidad de San Andrés.

-Leyes:

- Ley Nº 23.576 (1988). Ley de Obligaciones Negociables. Boletín Oficial de la República Argentina, Buenos Aires, Argentina, 29 de junio de 1988.
- Ley Nº 24.083 (1992). Ley de Fondos Comunes de Inversión. Boletín Oficial de la República Argentina, Buenos Aires, Argentina, 20 de mayo de 1992.
- Ley Nº 24.441 (1994). Ley de Fideicomisos Financieros. Boletín Oficial de la República Argentina, Buenos Aires, Argentina, 22 de diciembre de 1994.
- Ley Nº 24.452 (1995). Ley de Cheques. Boletín Oficial de la República Argentina, Buenos Aires, Argentina, 22 de febrero de 1995.
- Ley Nº 24.467 (1995). Ley de Pequeña y Mediana Empresa. Boletín Oficial de la República Argentina, Buenos Aires, Argentina, 15 de marzo de 1995.

- Ley Nº 24.781 (1997). Modificación de la Ley de Fondos Comunes de Inversión. Boletín Oficial de la República Argentina, Buenos Aires, Argentina, 05 de marzo de 1997.
- Ley Nº 26.831 (2012). Ley de Mercado de Capitales. Boletín Oficial de la República Argentina, Buenos Aires, Argentina, 29 de noviembre de 2012.
- Ley Nº 27.264 (2016). Ley del Programa de Recuperación Productiva. Boletín Oficial de la República Argentina, Buenos Aires, Argentina, 13 de julio de 2016.
- Ley Nº 27.440 (2018). Ley de Financiamiento Productivo. Boletín Oficial de la República Argentina, Buenos Aires, Argentina, 09 de mayo de 2018.
- Ley Nº 27.444 (2018). Ley de Simplificación y Desburocratización para el Desarrollo Productivo de la Nación. Boletín Oficial de la República Argentina, Buenos Aires, Argentina, 30 de mayo de 2018.

-Páginas web:

- Banco Central de la República Argentina (BCRA). Publicaciones: Informe Monetario Diario. Recuperado de: <https://www.bcra.gob.ar/>
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Capacitación. Recuperado de: <https://www.labolsa.com.ar/>
- Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión. Capacitación/Conceptos Básicos/Consulta de Fondos/Glorario/Estadísticas/Memorias. Recuperado de: <https://www.cafci.org.ar/index.html>
- Comisión Nacional de Valores (CNV). Evolución del Financiamiento/Financiamiento Pyme/Series estadísticas. Recuperado de: <https://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/Informes?columna=4>
- Comisión Nacional de Valores (CNV). FCI Abiertos: Memoria y Estado Contable “FCI Pellegrini Empresas Argentinas Pymes”. Recuperado de: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/FondosComunesInversion/DetallesFCI/63572?denominacion=Pellegrini%20Empresas%20Argentinas%20Fondo%20Comun%20De%20Inve&estado=Aprobado%20Lanzado>
- Comisión Nacional de Valores (CNV). FCI Abiertos: Memoria y Estado Contable “FCI Schroder Desarrollo y Crecimiento Pymes”. Recuperado de: <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/FondosComunesInversion/DetallesFCI/63547?denominacion=Schroder%20Desarrollo%20Y%20Crecimiento%20Fondo%20Comun%20De%20Inversion%20Abierto%20Pymes&estado=Aprobado%20Lanzado>
- Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME). Estadísticas/Informes mensuales. Recuperado de: <https://www.redcame.org.ar/>

- Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC). Informes diarios/mensuales/Índice de Bonos. Recuperado de: <https://www.iamc.com.ar/iamc/>
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC). Precios al consumidor (IPC). Recuperado de: <https://www.indec.gob.ar/>
- Ministerio de Economía de la Nación (Mecon). Datos Económicos/Apéndices. Recuperado de: <https://www.argentina.gob.ar/economia>
- Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y los Emprendedores (SEPYMEE). Informe mensual de Sociedades de Garantía Recíproca. Recuperado de: <https://datos.gob.ar/dataset/produccion-sociedades-garantia-reciproca-sgr>
- Sociedad Gerente Pellegrini S.A. FCI Pellegrini Empresas Argentinas Pymes. Recuperado de: <https://www.pellegrinifci.com.ar/fondo-de-inversion/fondos-especificos-pymes>
- Sociedad Gerente Schroder S.A. FCI Schroder Desarrollo y Crecimiento Pymes. Recuperado de: <https://schroder-soc-ger.com.ar/pymeahome.php>
- The International Investment Funds Association (IIFA). Statistics/Worldwide Regulated Open-End Funds: Total Net Assets Including Funds of Funds. Recuperado de: <https://iifa.ca/>

Anexos

Anexo 1: Ranking de Fondos Comunes de Inversión Pymes al 31/12/2021 en millones de pesos.

Fondo Común de Inversión Pymes	Patrimonio Neto	Participación % sobre el total
	\$ 123.653	100,0%
Schroder Desarrollo y Crecimiento Pymes	\$ 16.710	13,5%
Argenfundis Abierto Pymes	\$ 8.676	7,0%
Pellegrini Empresas Argentinas Pymes	\$ 7.930	6,4%
Consultatio Abierto Pymes	\$ 7.516	6,1%
Quinquela Empresas Argentinas Pymes	\$ 6.774	5,5%
Allaria Abierto Pymes	\$ 5.495	4,4%
Galileo FCI Abierto Pymes	\$ 5.262	4,3%
SBS Abierto Pymes	\$ 5.183	4,2%
Megainver Financiamiento Productivo Pymes	\$ 5.036	4,1%
Balanz Capital Abierto Pymes FCI	\$ 5.028	4,1%
Delta Empresas Argentinas Pymes	\$ 4.447	3,6%
Compas Argentina Abierto Pymes	\$ 4.392	3,6%
Zofingen Factoring Abierto Pymes	\$ 4.123	3,3%
MAF Empresas Pymes	\$ 3.118	2,5%
HF Desarrollo Abierto Pymes	\$ 2.998	2,4%
Gainvest Pymes	\$ 2.955	2,4%
Toronto Trust Abierto Pymes	\$ 2.657	2,1%
Allaria Crecimiento Abierto Pymes	\$ 2.631	2,1%
ST Abierto Pymes	\$ 2.572	2,1%
Adcap Abierto Pymes	\$ 2.264	1,8%
1822 Raices Abierto Pymes	\$ 1.920	1,6%
Pionero Empresas FCI Abierto Pymes	\$ 1.585	1,3%
Tavelli Abierto Pymes	\$ 1.467	1,2%
IAM FCI Abierto Pymes	\$ 1.391	1,1%

Optimum Abierto Pymes	\$ 1.275	1,0%
Cohen Abierto Pymes	\$ 1.255	1,0%
Alpha Abierto Pymes	\$ 1.072	0,9%
Premier Abierto Pymes	\$ 1.039	0,8%
Fima FCI Abierto Pymes	\$ 1.027	0,8%
Zofingen Pymes Dollar Linked	\$ 1.027	0,8%
FCI Abierto Pymes Potencia Pymes	\$ 1.018	0,8%
First Abierto Pymes	\$ 592	0,5%
Lombard Abierto Pymes	\$ 531	0,4%
Alamerica Abierto Pymes	\$ 480	0,4%
MAF Abiertos Pymes	\$ 400	0,3%
GPS Pymes	\$ 364	0,3%
Abierto Pymes Veta	\$ 360	0,3%
Champaqui FCI Abierto Pymes	\$ 295	0,2%
Fundcorp Capital Abierto Pymes	\$ 174	0,1%
IEB Pymes	\$ 162	0,1%
CMA Abierto Pymes	\$ 130	0,1%
Valiant Abierto Pymes	\$ 97	0,1%
Cima Abierto Pymes	\$ 82	0,1%
Quirón Agro Pymes	\$ 82	0,1%
Chaco FCI Abierto Pymes	\$ 62	0,0%
Gestionar Abierto Pymes	\$ 1	0,0%
Abierto Pymes Veta Federal	\$ 0	0,0%
Superfondo Empresas Args. Abierto Pymes	\$ 0	0,0%

Fuente: Elaboración propia en base a CAFCI.

Anexo 2: Composición porcentual de la cartera de FCI Pymes al último día hábil de cada año.

Fecha	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Patrimonio FCI Pymes	1.176	2.996	5.388	9.815	13.706	15.384	22.142	43.576	79.280	123.653
Composición %										
Títulos de	75,0	75,8	81,8	85,6	89,0%	86,8%	86,2%	78,4%	88,7%	91,1%

Deuda	%	%	%	%						
Cheques de Pago Diferido	54,0%	50,5%	55,3%	49,9%	51,0%	49,2%	48,5%	47,1%	63,3%	59,4%
Títulos Públicos	3,3%	6,0%	6,5%	10,8%	13,2%	9,6%	11,5%	4,1%	12,4%	15,4%
Deuda Nacional	1,5%	1,7%	1,8%	1,6%	0,2%	8,4%	9,5%	2,2%	11,3%	14,2%
BCRA	0,3%	2,8%	3,0%	9,0%	12,2%	0,4%	-	-	-	-
Deuda Provincial	1,5%	1,4%	1,6%	0,1%	0,8%	0,8%	2,0%	1,9%	1,1%	1,2%
Deuda Municipal	-	0,1%	0,1%	-	-	0,0%	0,0%	-	-	0,0%
Obligaciones Negociables	18,0%	18,6%	20,1%	22,2%	20,5%	19,1%	11,3%	9,0%	8,9%	9,9%
Pagaré Bursátil	-	-	-	0,0%	1,0%	6,8%	14,7%	17,8%	4,0%	5,9%
Factura de Crédito	-	-	-	-	-	-	-	0,3%	0,1%	0,5%
Valores de Corto Plazo	-	-	-	2,8%	3,3%	2,1%	0,2%	0,0%	-	0,0%
Bonos Coporativos	-	-	-	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%
Vehículos de Inversión Colectiva	17,2%	18,2%	14,6%	11,7%	10,2%	10,4%	8,9%	15,1%	9,6%	7,0%
Fideicomisos Financieros	13,7%	15,7%	11,7%	7,8%	9,8%	7,8%	5,2%	4,0%	5,6%	5,0%
FCI Cerrados	3,5%	2,5%	2,7%	3,9%	0,4%	2,7%	3,7%	11,1%	4,0%	2,1%
Operaciones a Plazo	1,0%	2,9%	0,9%	1,2%	0,3%	0,9%	3,0%	1,7%	0,7%	1,4%
Disponibilidades	1,0%	0,8%	0,6%	0,6%	0,2%	0,6%	1,3%	5,7%	0,4%	0,3%
Otros activos y pasivos	1,0%	0,9%	1,2%	0,4%	-0,2%	1,1%	0,5%	-0,9%	0,5%	0,2%
Participación Accionaria	4,0%	1,9%	0,9%	0,6%	0,4%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%

Fuente: Elaboración propia en base a CAFCI.

Anexo 3: Composición de la cartera del FCI Schroder Desarrollo y Crecimiento Pymes al 31/12/2021 (memoria y estado contable).

Denominación	Cantidad de títulos	Precio	Importe
FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN			266.789.735

FCIC ARS Pellegrini Inmobiliario I	130.000.000	1,1885	154.508.380
FCI ARS 1822 RAICES PESOS	27.037.454	4,1528	112.281.355
FIDEICOMISOS FINANCIEROS			436.167.126
FF Agrofina 24 A (GF24A)	35.000.000	0,4535	15.874.230
FF AMAUTA AGRO 2 A (MU02A)	11.003.382	1,1149	12.267.172
FF COOPERATIVA 2001 3 A (PP03A)	4.147.826	0,0251	103.973
FF FECOVITA 1 A (FEI1A)	35.000.000	0,5866	20.531.418
FF FIDUCAR 12 A (FR12A)	14.000.000	0,148	2.072.638
FF PROVINCIA LEASING 5 A (RV05A)	20.000.000	0,7787	15.574.182
FF Red Surcos 15 A (RS15A)	28.374.638	1,1709	33.223.133
FF Red Surcos 16 A (RS16A)	25.000.000	1,1055	27.637.341
FF Red Surcos 17 A (RS17A)	25.000.000	1,1027	27.567.991
FF Red Surcos 18 A (RS18A)	27.000.000	1,0846	29.283.227
FF Tarj Fertil 17 A (TF17A)	11.000.000	0,7303	8.032.803
FF Unicred Factoring 13 A (NC13A)	30.000.000	0,4992	14.975.614
FF Unicred Factoring 14 A (NC14A)	31.176.471	0,9293	28.972.440
FF UNICRED FACTORING S12 CA (NC12A)	114.200.000	0,2478	28.304.135
FF GRANJAS OVOPROT 1 (VP01A)	16.756.181	0,6463	10.830.348
FF GALILEO RENTA O Y G 9 (GT09A)	1.170.000	62,2808	72.868.525
FF USD-L Agro Solutions DVA S3 (DV03A)	430.000	103,0582	44.315.026
FF USD-L BOGLICH S1 (BOG1A)	493.000	67,1184	33.089.375
FF USD-L Insuagro S7 (ING07A)	170.460	62,4402	10.643.555
TÍTULOS DE DEUDA			15.984.961.578
TÍTULOS PÚBLICOS			2.436.728.743
PROV ARS Mendoza Letra (BMY22)	121.030.114	1,0488	126.931.000
PROV ARS PBA Letra (BBF22)	275.000.000	1,0434	286.946.588
GOB ARS ARG Boncer (T2X2)	68.758.949	1,817	124.932.983
GOB ARS ARG Boncer (TX22)	213.617.102	1,9094	407.872.229
GOB ARS ARG Lecer (X18A2)	310.000.000	1,33	412.300.000
GOB ARS ARG Lecer (X23Y2)	235.896.773	1,2749	300.733.518
GOB ARS ARG Lecer (X30J2)	49.502.879	1,2066	59.730.847
PROV ARS CABA Bono (BDC24)	52.405.000	0,944	49.470.320
PROV ARS PBA BONO (PBY22)	237.731.000	1,0193	242.324.273
GOB USD-L ARG (TV23)	3.000.000	107,4302	322.290.641
PROV USD-L Neuquen Letra (BNE23)	969.804	106,4095	103.196.344
TÍTULOS PÚBLICOS en USD			817.502.224
GOB USD ARG Birad (GD30)	2.491.702	71,4371	178.000.045
GOB USD ARG Birad (GD35)	4.800.000	65,9606	316.610.910
GOB USD ARG Birad (GD41)	865.303	74,2976	64.289.978
GOB USD ARG Bonar (AL30)	4.000.000	64,6503	258.601.291
OBLIGACIONES NEGOCIABLES			1.469.658.887
COR ARS AGRICOLA NOROESTE S1 C1 (NAC1P)	12.000.000	1,0792	12.950.041

COR ARS Agro Servicios S.R.L.	5.000.000	1,0456	5.228.115
COR ARS ALIANZA SEMILLAS S6 (ASS6P)	30.000.000	0,5193	15.578.318
COR ARS ALIBA (ALC1P)	4.000.000	1,0272	4.108.635
COR ARS Angel Estrada C8 (NLC80)	37.477.777	1,002	37.552.203
COR ARS Asoc. Civil Sumatoria (SUMATORIA)	1.184.930	1,0084	1.194.894
COR ARS B. CIUDAD C16 (BCIUH)	10.000.000	1,0376	10.376.124
COR ARS BANDEX S1 (BES1P)	1.500.000	0,1812	271.835
COR ARS BAUGE S1 (BUS1P)	1.500.000	0,0877	131.591
COR ARS BPBA C8 (BOC80)	10.000.000	1,0805	10.805.007
COR ARS BUHL C1 (BHS1P)	37.500.000	1,1758	44.093.543
COR ARS BUYATTI S1 18-10-23	20.000.000	1,0173	20.346.743
COR ARS CERAMICA RUTA 16 CA (RU1AP)	750.000	0,5328	399.618
COR ARS Cirugia Alemana Insumos Clase 1 (AMC1P)	42.352.942	1,0686	45.259.529
COR ARS CLADAN C1 (DAC1P)	30.000.000	1,0506	31.517.223
COR ARS Creaurban C5 (CUC50)	25.000.000	1,0051	25.126.700
COR ARS Crowe S1 (CWS1P)	6.000.000	1,0241	6.144.868
COR ARS Diransa C1 (DIC1P)	9.626.955	0,9991	9.618.360
COR ARS Grúas San Blas S1 (GBS1P)	11.968.881	1,0301	12.328.898
COR ARS Hector A. Bertone S1 (HES1P)	50.000.000	1,0933	54.665.562
COR ARS INALPA S1	6.000.000	0,8849	5.309.604
COR ARS Insuga Chaco CA S1 (IC1AP)	1.350.000	1,0511	1.418.977
COR ARS LA BARRANCA C1 28-05-22	1.000.000	0,212	212.003
COR ARS Meranol C14 (MRCFP)	56.613.088	1,0598	59.997.908
COR ARS Metalfor S2 (MFS2P)	12.578.616	0,9595	12.068.764
COR ARS Nirihuau S1 (NIS1P)	20.576.132	1,0587	21.784.969
COR ARS Nirihuau S2 (NIS2P)	3.333.334	1,0906	3.635.180
COR ARS PATAGONIAN FRUITS TRADE S1 CA (PF1AP)	5.814.906	1,0371	6.030.724
COR ARS PLUMADA S1 (PL010)	458.333	0,1803	82.615
COR ARS RICARDO VENTURINO S1 (VES1P)	6.896.552	0,7114	4.906.523
COR ARS RICARDO VENTURINO S2 (VES2P)	7.500.000	1,1076	8.307.252
COR ARS Rogiro S2 (RRS2P)	12.146.000	1,0225	12.419.201
COR ARS SICOM C5 (SCC5P)	5.000.000	0,1942	970.931
COR ARS SION CB S5 (SN5BP)	14.000.000	0,8108	11.351.124
COR ARS SION S7 CA (SN7AP)	20.000.000	1,0215	20.429.449
COR ARS Termoelectrica S1 (ELS1P)	10.000.000	1,0088	10.087.973
COR ARS Varcam C1 (VRC1P)	386.399	0,6045	233.562
COR USD-L Agricola del Noroeste S1 C2 (NAC2P)	125.000	102,7842	12.848.031
COR USD-L Argensun C1 (AGC1P)	500.000	104,2669	52.133.458
COR USD-L CAPETROL C1 (CAP1P)	75.321	107,6544	8.108.635
COR USD-L DESDELSUR C1 (DUC1P)	1.605.277	100,7652	161.756.118
COR USD-L DESDELSUR C2 (DUC2P)	195.434	101,8148	19.898.083
COR USD-L FUNDICION SAN CAYETANO S3 (CYC3P)	207.537	26,0082	5.397.657
COR USD-L Fundicion San Cayetano S4 (FSC4P)	145.388	103,0693	14.985.033
COR USD-L INVERSORA INDUSTRIAL C2 (IIC2P)	1.000.000	103,7135	103.713.527

COR USD-L Meranol C11 (MRCBP)	573.700	109,9233	63.062.995
COR USD-L Meranol C13 (MRCEP)	456.697	104,808	47.865.518
COR USD-L Meranol C16 (MRCHP)	1.000.000	103,0743	103.074.336
COR USD-L Petroagro C3 (PAC30)	518.700	109,8063	56.956.522
COR USD-L PETROLERA ACONCAGUA ENERGIA C3 (PEC3P)	700.000	107,5665	75.296.575
COR USD-L PetroleraAconcagua C5 (PEC5P)	1.000.000	103,5267	103.526.652
COR USD-L Salvita S1 (MUC10)	400.000	104,0352	41.614.099
COR USD-L XEITOSINO C1 (XTC1P)	700.000	103,8723	72.710.644
Previsión por desvalorización de inversiones			-233.562
OBLIGACIONES NEGOCIABLES EN USD			208.261.491
COR USD AMOBLAMIENTOS RENO S1 27-05-22	50.000	41,0476	2.052.378
COR USD STRAPAZZON S2 (STZ20)	20.000	78,8468	1.576.936
COR USD Telecom Argentina C5 (TLC50)	500.000	207,5605	103.780.267
COR USD YPF 15-12-47	20.000	124,1596	2.483.191
COR USD YPF C16 (YMCHO)	587.745	162,9982	95.801.403
COR USD YPF S39 (YCA60)	16.000	160,4573	2.567.316
CHEQUE DE PAGO DIFERIDO			10.499.319.00
			1
VENCIMIENTO DICIEMBRE 2021			2.642.058
VENCIMIENTO ENERO 2022			1.351.026.588
VENCIMIENTO FEBRERO 2022			1.300.885.699
VENCIMIENTO MARZO 2022			1.676.578.200
VENCIMIENTO ABRIL 2022			1.901.923.089
VENCIMIENTO MAYO 2022			1.841.740.886
VENCIMIENTO JUNIO 2022			1.300.489.473
VENCIMIENTO JULIO 2022			506.756.375
VENCIMIENTO AGOSTO 2022			368.107.594
VENCIMIENTO SEPTIEMBRE 2022			150.486.575
VENCIMIENTO OCTUBRE 2022			60.728.414
VENCIMIENTO NOVIEMBRE 2022			30.734.617
VENCIMIENTO DICIEMBRE 2022			20.159.433
Previsión riesgo de incobrabilidad CPD \$			-12.940.000
CHEQUE DE PAGO DIFERIDO EN USD			553.491.232
VENCIMIENTO DICIEMBRE 2021			8.211.950
VENCIMIENTO ENERO 2022			32.805.066
VENCIMIENTO FEBRERO 2022			30.519.595
VENCIMIENTO MARZO 2022			23.319.586
VENCIMIENTO ABRIL 2022			19.177.068
VENCIMIENTO MAYO 2022			71.526.577
VENCIMIENTO JUNIO 2022			73.877.550
VENCIMIENTO JULIO 2022			75.854.430
VENCIMIENTO AGOSTO 2022			29.843.742
VENCIMIENTO SEPTIEMBRE 2022			12.722.148
VENCIMIENTO DICIEMBRE 2022			118.524.016

VENCIMIENTO ENERO 2023		2.612.895
VENCIMIENTO MARZO 2023		9.238.685
VENCIMIENTO ABRIL 2023		4.559.004
VENCIMIENTO MAYO 2023		15.110.385
VENCIMIENTO JUNIO 2023		9.904.753
VENCIMIENTO JULIO 2023		4.940.430
VENCIMIENTO MARZO 2024		9.665.998
VENCIMIENTO JUNIO 2028		1.077.354

Fuente: Elaboración propia en base a CNV.

Anexo 4: Composición de la cartera del FCI Pellegrini Empresas Argentinas Pymes al 31/12/2021 (memoria y estado contable).

Denominación	Cantidad de títulos	Precio	Importe
ACCIONES			1.983.625
OVOPROT INTERNATIONAL S.A.	226.700	9	1.983.625
FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN			117.211.492
ALLARIA AHORRO CLASE C	1.758.021	4	6.322.719
GOAL PESOS CLASE B	2.240.325	28	62.698.280
LOMBARD RENTA EN PESOS	196.406	26	5.200.387
MEGAINVER LIQUIDEZ PESOS CLASE B	9.242.515	4	36.257.111
PREMIER RENTA CP \$ CLASE C	2.461.897	3	6.732.995
FIDEICOMISOS FINANCIEROS			400.691.580
FF AGROFINA XXIV CLASE A	50.000.000	0	22.425.357
FF AGROFINA XXV CLASE A	43.000.000	1	42.129.659
FF AGROFINA XXVI CLASE A	43.800.000	1	45.183.534
FF AMAUTA AGRO II	18.500.000	1	20.729.442
FF CARFACIL VII CLASE A	13.900.000	0	5.294.825
FF COLLINS I CLASE A	6.000.000	0	868.461
FF COOPERATIVA 2001 SERIE IV	4.900.000	0	2.353.334
FF COOPERATIVA 2001 V	6.500.000	1	5.800.800
FF MUTUAL 17 DE ENERO XV	14.500.000	1	7.432.277
FF PYME GRANJAS OVOPROT I	2.500.000	0	612.378
FF RED MUTUAL 57 SENIOR	20.000.000	0	7.094.551
FF RED SURCOS XIV CLASE A	30.000.000	0	6.035.902
FF RED SURCOS XIX CLASE A	23.000.000	1	23.099.001
FF RED SURCOS XV CLASE A	24.000.000	1	28.100.982
FF RED SURCOS XVI CLASE A	12.000.000	1	13.265.924
FF RED SURCOS XVII CLASE A	12.000.000	1	13.232.635
FF RURALCO I	10.000.000	1	8.693.440
FF RURALCO II CLASE A	17.500.000	1	18.123.655
FF SPEEDAGRO III CLASE A	8.000.000	1	5.532.091

FF TARJETA FERTIL XVII CLASE A	11.200.000	1	8.159.225
FF UNICRED FACTORING XII	25.000.000	0	6.196.177
FF UNICRED FACTORING XIII CLASE A	30.000.000	0	14.975.614
FF UNICRED FACTORING XIV CLASE A	30.000.000	1	27.813.056
TÍTULOS DE DEUDA			7.334.346.19
			5
TÍTULOS PÚBLICOS			1.742.419.80
			2
BONAR BADLAR VTO 2022	154.675.01 8	1	155.132.395
BONO TESORO NAC \$ AJUST CER 1,4% VTO 23/03/23	160.000.00 0	2	303.906.771
BONO TESORO NAC \$ AJUST CER 1,50% VTO 25/03/24	65.000.000	2	120.571.303
BONO TESORO NAC AJUSTE CER 2% VTO 2026	95.000.000	2	147.277.037
DICP	1.000.000	32	32.494.768
LETRA DEL TESORO \$ DESCUENTO VTO 29/04/22	119.000.00 0	1	105.098.466
LETRA DEL TESORO NAC \$ AJUST CER VTO 23/05/22	195.000.00 0	1	248.596.177
LETRA TESORO \$ DESCUENTO VTO 31/12/21	65.800.000	1	65.700.742
LETRA TESORO DESCUENTO \$ VTO 28/02/22	57.000.000	1	53.740.184
LETRA TESORO NAC \$ AJUST CER VTO 31/12/21	180.000.00 0	1	216.825.841
LETRA TESORO NAC \$ DESC VTO 31/03/22	115.000.00 0	1	104.787.930
TITULO DEUDA CABA CLASE 20	2	1	2
TITULO DEUDA CABA CLASE 22	91.478.872	1	86.356.055
TITULO DEUDA PCIA BS.AS. VTO 2022	100.000.00 0	1	101.932.131
OBLIGACIONES NEGOCIABLES			541.630.416
ON ANGEL ESTRADA CLASE 8	20.000.000	1	20.039.718
ON ANGEL ESTRADA CLASE 9	10.698.200	1	11.211.225
ON MORIXE CLASE I	30.000.000	1	30.543.110
ON OVOPROT PYMES	5.000.000	1	4.697.837
ON PETROLERA ACONCAGUA ENERGIA CLASE IV	20.000.000	1	22.652.738
ON PYME ALZ SEMILLAS SERIE VI	1.666.667	1	865.462
ON PYME CLADAN CLASE I	10.000.000	1	10.514.755
ON PYME CNV GRTZDA GRUAS SAN BLAS SERIE I	1.196.888	1	1.236.013
ON PYME CNV GTIZADA AGROIDEAS SERIE I	2.900.000	1	3.265.357
ON PYME CNV GTIZADA CERAMICA RUTA 16 SERIE I	750.000	1	399.618
ON PYME CNV GTIZADA GPyC	10.000.000	1	10.088.232
ON PYME CNV GTIZADA NEATEX SERIE III	10.000.000	1	11.221.228
ON PYME CNV GTZADA AGROEMPRESA COLON SERIE V	22.777.777	1	24.285.838
ON PYME CNV GTZADA BUYATTI SERIE I	12.000.000	1	13.073.584

ON PYME CNV GTZADA CIRUGIA ALEMANA CLASE I	30.000.000	1	33.276.606
ON PYME CNV GTZADA ESQUINA 3 SERIE II	10.000.000	1	11.119.242
ON PYME CNV GTZADA SHORTON I	8.000.000	1	9.075.606
ON PYME CNV GTZADA TERRAGENE CLASE 2 SERIE I	20.000.000	1	21.163.061
ON PYME CNV GTZDA DIRANSA CLASE 1	2.406.739	1	2.404.590
ON PYME CNV GTZDA HECTOR BERTONE SERIE I	20.000.000	1	21.961.364
ON PYME CNV GTZDA INALPA SERIE I	4.000.000	1	3.539.736
ON PYME CUEROS Y CUERINAS SERIE I CLASE A	750.000	1	786.105
ON PYME GARANTIZADA SANTA MONICA SERIE I	5.000.000	0	1.720.289
ON PYME GTZADA NIRIHUAU SERIE II	10.000.000	1	11.265.753
ON PYME GTZADA RICARDO VENTURINO SERIE II	7.500.000	1	8.578.834
ON PYME GTZDA CRUCIANELLI SERIE I	5.000.000	1	4.341.301
ON PYME GTZDA DIESEL LANGE SERIE II	3.868.472	1	2.622.757
ON PYME GTZDA FORTEHOUSE SERIE II	2.500.000	1	2.648.889
ON PYME GTZDA RICARDO VENTURINO SERIE I	1.379.310	1	981.304
ON PYME GZDA PATAGONIAN FRUITS TRADE SERIE I	14.000.000	1	14.549.066
ON PYME INSUGA CHACO SERIE I CLASE A	1.350.000	1	1.416.299
ON PYME ROGIRO ACEROS SERIE II	6.073.000	1	4.165.143
ON PYME SION SERIE V CLASE B	7.000.000	1	5.675.562
ON PYME SION SERIE VI CLASE B	1.888.500	1	1.735.342
ON SICOM CLASE V	5.000.000	0	782.678
ON SION VII CLASE A	20.000.000	1	21.470.542
ON YPF CLASE XLIII	28.964.165	1	19.644.467
Previsión riesgo de incobrabilidad ON \$			-3.049.473
CHEQUE DE PAGO DIFERIDO			5.050.295.97
			7
ACINDAR PYMES SGR			
A vencer en enero de 2022	56.426.753	29	55.683.662
A vencer en febrero de 2022	19.329.915	17	18.718.019
A vencer en marzo de 2022	18.701.182	13	17.353.803
A vencer en abril de 2022	3.665.226	6	3.326.004
A vencer en mayo de 2022	2.894.444	4	2.555.177
A vencer en junio de 2022	5.344.444	7	4.494.507
A vencer en julio de 2022	4.720.624	8	3.800.987
A vencer en agosto de 2022	16.673.957	16	13.088.758
A vencer en septiembre de 2022	6.797.513	7	5.219.657
AFFIDAVIT SGR			
A vencer en enero de 2022	4.514.225	6	4.432.664
A vencer en febrero de 2022	4.861.666	5	4.678.957
A vencer en marzo de 2022	7.776.385	3	7.303.911
A vencer en abril de 2022	15.500.000	7	13.936.375
A vencer en junio de 2022	8.350.000	9	7.071.894
A vencer en julio de 2022	5.100.000	4	4.153.799
A vencer en agosto de 2022	22.600.000	10	18.041.003

A vencer en septiembre de 2022	4.000.000	2	3.042.805
A vencer en octubre de 2022	1.000.000	1	746.864
AGROAVAL SGR			
A vencer en junio de 2022	1.955.000	2	1.649.187
A vencer en agosto de 2022	8.040.000	2	6.380.508
AMERICANA DE AVALES SGR			
A vencer en enero de 2022	3.340.000	2	3.271.460
A vencer en febrero de 2022	5.010.000	3	4.839.078
A vencer en marzo de 2022	16.000.000	8	14.964.861
A vencer en abril de 2022	9.500.000	4	8.599.404
A vencer en mayo de 2022	13.000.000	5	11.384.835
A vencer en julio de 2022	200.000	1	164.741
ARGENPYMES SGR			
A vencer en enero de 2022	67.116.046	48	66.040.387
A vencer en febrero de 2022	56.373.645	30	54.381.266
A vencer en marzo de 2022	41.664.287	21	38.863.450
A vencer en abril de 2022	106.328.212	31	95.183.941
A vencer en mayo de 2022	55.675.961	29	48.750.134
A vencer en junio de 2022	20.950.406	19	17.701.001
A vencer en julio de 2022	8.178.817	13	6.698.246
A vencer en agosto de 2022	3.495.098	11	2.738.118
A vencer en septiembre de 2022	6.598.840	5	5.034.871
A vencer en octubre de 2022	15.527.718	22	11.478.264
AVAL AR SGR			
A vencer en enero de 2022	17.188.754	34	16.790.949
A vencer en febrero de 2022	24.260.067	26	22.897.248
A vencer en marzo de 2022	28.659.909	36	26.138.644
A vencer en abril de 2022	9.845.000	10	8.660.560
A vencer en mayo de 2022	2.700.000	4	2.339.843
A vencer en junio de 2022	26.918.557	14	22.475.754
A vencer en julio de 2022	3.000.000	3	2.419.227
A vencer en agosto de 2022	600.000	1	483.721
A vencer en septiembre de 2022	3.450.147	2	2.607.416
AVAL FEDERAL SGR			
A vencer en enero de 2022	28.458.273	27	27.932.698
A vencer en febrero de 2022	74.900.600	42	71.626.822
A vencer en marzo de 2022	58.620.025	44	54.558.506
A vencer en abril de 2022	11.034.424	24	9.805.100
A vencer en mayo de 2022	26.335.325	26	22.678.937
A vencer en junio de 2022	29.543.969	40	24.773.194
A vencer en julio de 2022	19.365.624	19	15.736.871
A vencer en agosto de 2022	10.368.834	19	8.118.828
A vencer en septiembre de 2022	9.122.186	14	6.893.377

A vencer en octubre de 2022	931.772	4	692.959
A vencer en noviembre de 2022	434.785	2	310.597
AVAL FERTIL SGR			
A vencer en enero de 2022	41.004.965	37	40.561.001
A vencer en febrero de 2022	43.593.595	35	42.554.770
A vencer en marzo de 2022	27.432.124	27	25.583.717
A vencer en abril de 2022	28.500.679	21	25.851.986
A vencer en mayo de 2022	53.910.640	30	46.921.854
A vencer en junio de 2022	29.550.000	25	24.828.198
A vencer en julio de 2022	37.403.000	35	30.462.044
A vencer en agosto de 2022	36.764.775	36	29.007.741
A vencer en septiembre de 2022	5.349.440	2	4.115.214
A vencer en octubre de 2022	768.000	2	550.208
A vencer en noviembre de 2022	11.235.000	13	7.899.906
A vencer en diciembre de 2022	768.000	2	532.401
AVAL GANADERO SGR			
A vencer en enero de 2022	4.200.000	4	4.108.878
A vencer en febrero de 2022	260.000	1	246.978
A vencer en marzo de 2022	34.000.000	16	31.448.125
A vencer en abril de 2022	8.750.000	3	7.977.978
A vencer en mayo de 2022	18.500.000	9	16.309.719
A vencer en junio de 2022	13.540.000	5	11.623.777
A vencer en agosto de 2022	5.400.000	3	4.330.472
AVAL RURAL SGR			
A vencer en enero de 2022	28.714.929	26	28.272.348
A vencer en febrero de 2022	36.834.811	20	35.332.262
A vencer en marzo de 2022	38.030.851	24	35.392.396
A vencer en abril de 2022	14.530.851	7	13.109.288
A vencer en mayo de 2022	23.670.000	9	20.893.526
A vencer en junio de 2022	2.850.000	3	2.381.402
A vencer en julio de 2022	2.060.436	2	1.688.493
A vencer en agosto de 2022	10.400.100	7	8.129.654
A vencer en septiembre de 2022	930.000	1	705.571
A vencer en octubre de 2022	930.000	1	686.312
CAMPO AVAL SGR			
A vencer en enero de 2022	8.780.000	10	8.646.008
A vencer en febrero de 2022	11.840.000	14	11.350.687
A vencer en marzo de 2022	11.306.110	11	10.475.086
A vencer en abril de 2022	23.841.025	10	21.660.577
A vencer en mayo de 2022	5.576.570	4	4.906.175
A vencer en junio de 2022	157.000	1	129.269
A vencer en julio de 2022	7.250.000	6	5.958.244
A vencer en agosto de 2022	12.050.000	6	9.482.603
A vencer en septiembre de 2022	9.850.000	5	7.532.033

A vencer en octubre de 2022	4.750.000	3	3.501.744
A vencer en diciembre de 2022	1.380.000	1	968.683
CRECER SGR			
A vencer en enero de 2022	19.505.616	21	19.217.229
A vencer en febrero de 2022	28.897.550	28	27.745.817
A vencer en marzo de 2022	72.790.816	36	67.352.156
A vencer en abril de 2022	16.558.972	19	14.826.963
A vencer en mayo de 2022	12.891.422	9	11.271.271
A vencer en junio de 2022	11.141.363	10	9.501.922
A vencer en julio de 2022	6.171.527	2	5.066.911
A vencer en agosto de 2022	500.000	1	393.319
A vencer en octubre de 2022	1.000.000	1	744.746
CUYO AVAL SGR			
A vencer en enero de 2022	35.166.381	37	34.503.381
A vencer en febrero de 2022	7.460.000	7	7.158.570
A vencer en marzo de 2022	8.735.918	10	8.113.277
A vencer en abril de 2022	8.350.000	9	7.383.731
A vencer en mayo de 2022	22.339.446	21	19.238.456
A vencer en junio de 2022	16.420.000	13	13.799.408
A vencer en julio de 2022	12.826.381	10	10.352.275
A vencer en agosto de 2022	1.320.000	1	1.043.422
DON MARIO SGR			
A vencer en febrero de 2022	12.222.925	6	11.703.751
A vencer en marzo de 2022	44.093.606	16	40.901.413
A vencer en abril de 2022	110.744.74 2	34	101.100.673
A vencer en mayo de 2022	17.291.836	5	15.276.398
A vencer en junio de 2022	25.000.000	9	21.246.921
A vencer en julio de 2022	3.000.000	3	2.441.037
A vencer en agosto de 2022	2.000.000	2	1.620.886
GARANTIZAR SGR			
A vencer en enero de 2022	8.664.404	13	8.524.815
A vencer en febrero de 2022	1.483.346	5	1.426.653
A vencer en marzo de 2022	3.588.158	6	3.340.949
A vencer en abril de 2022	6.475.468	8	5.856.421
A vencer en mayo de 2022	7.907.372	8	7.011.155
A vencer en junio de 2022	287.112	2	249.759
A vencer en agosto de 2022	2.500.000	2	1.945.896
A vencer en octubre de 2022	750.000	1	551.782
INTEGRAPYMES SGR			
A vencer en enero de 2022	54.936.783	32	53.538.887
A vencer en febrero de 2022	25.544.841	22	24.254.190
A vencer en marzo de 2022	67.245.991	44	61.971.124
A vencer en abril de 2022	41.093.696	48	36.398.866

A vencer en mayo de 2022	26.650.234	37	23.171.080
A vencer en junio de 2022	4.084.775	5	3.416.442
A vencer en julio de 2022	2.413.702	4	1.947.372
A vencer en agosto de 2022	372.288	4	293.850
A vencer en septiembre de 2022	1.394.427	7	1.049.003
A vencer en octubre de 2022	1.259.599	6	912.651
A vencer en noviembre de 2022	2.030.710	9	1.439.086
INTERGARANTIAS SGR			
A vencer en enero de 2022	85.450.000	65	83.414.420
A vencer en febrero de 2022	129.393.230	89	122.137.572
A vencer en marzo de 2022	158.800.000	114	145.125.133
A vencer en abril de 2022	110.550.000	77	96.564.822
A vencer en mayo de 2022	41.750.000	31	35.519.365
A vencer en junio de 2022	1.000.000	1	820.077
POTENCIAR SGR			
A vencer en enero de 2022	41.486.769	18	40.706.627
A vencer en febrero de 2022	40.339.946	19	38.842.245
A vencer en marzo de 2022	34.482.725	33	32.076.464
A vencer en abril de 2022	89.219.370	92	80.577.658
A vencer en mayo de 2022	184.807.677	116	162.297.960
A vencer en junio de 2022	68.611.964	31	59.186.090
A vencer en julio de 2022	3.840.077	3	3.125.158
A vencer en agosto de 2022	14.281.639	8	11.259.690
A vencer en septiembre de 2022	14.701.055	12	11.210.502
A vencer en octubre de 2022	9.391.850	4	6.978.104
A vencer en noviembre de 2022	8.583.270	3	6.202.874
A vencer en diciembre de 2022	750.000	1	525.029
PYME AVAL SGR			
A vencer en enero de 2022	81.289.178	84	79.301.099
A vencer en febrero de 2022	139.375.762	97	131.326.564
A vencer en marzo de 2022	70.603.931	61	64.221.615
A vencer en abril de 2022	5.290.000	9	4.653.104
A vencer en mayo de 2022	1.000.000	1	860.951
A vencer en junio de 2022	575.000	3	474.158
A vencer en julio de 2022	4.426.216	3	3.615.542
A vencer en agosto de 2022	445.394	1	344.353
SOLIDUM SGR			
A vencer en enero de 2022	862.500	3	849.250
A vencer en febrero de 2022	287.500	1	277.422

A vencer en marzo de 2022	13.000.000	13	12.050.277
A vencer en abril de 2022	784.493	2	695.842
A vencer en mayo de 2022	3.103.018	6	2.693.920
A vencer en junio de 2022	265.947	2	223.248
A vencer en julio de 2022	11.128.935	4	9.188.481
A vencer en agosto de 2022	3.485.434	2	2.758.009
A vencer en septiembre de 2022	5.785.721	4	4.433.417
UNION SGR			
A vencer en enero de 2022	3.062.849	11	3.017.548
A vencer en febrero de 2022	12.881.536	11	12.401.162
A vencer en marzo de 2022	8.981.536	8	8.331.376
A vencer en abril de 2022	6.495.686	5	5.863.246
A vencer en mayo de 2022	3.087.798	8	2.700.474
A vencer en junio de 2022	3.888.244	6	3.278.168
A vencer en julio de 2022	18.346.901	6	14.898.158
A vencer en agosto de 2022	3.880.749	14	3.086.038
FONDO DE GARANTIAS BS. AIRES (FO.GA.BA).			
A vencer en enero de 2022	912.573	2	900.708
A vencer en abril de 2022	813.546	1	727.912
A vencer en mayo de 2022	4.987.355	7	4.359.093
A vencer en junio de 2022	9.774.313	11	8.377.347
A vencer en julio de 2022	4.268.120	5	3.520.545
A vencer en agosto de 2022	1.716.571	2	1.334.437
A vencer en septiembre de 2022	3.379.872	2	2.545.172
VINCULOS SGR			
A vencer en enero de 2022	8.237.445	21	8.064.166
A vencer en febrero de 2022	7.650.000	16	7.302.689
A vencer en marzo de 2022	16.618.100	28	15.258.206
A vencer en junio de 2022	11.100.000	13	9.116.828
GARANTIAS BIND SGR			
A vencer en febrero de 2022	1.250.000	1	1.206.947
A vencer en marzo de 2022	1.250.000	1	1.176.084
A vencer en abril de 2022	3.479.720	4	3.183.336
A vencer en mayo de 2022	75.382.245	24	66.154.303
A vencer en junio de 2022	23.317.410	9	20.203.799
A vencer en diciembre de 2022	10.000.000	2	7.192.062
INNOVA SGR			
A vencer en enero de 2022	21.995.614	67	21.654.075
A vencer en febrero de 2022	28.655.852	24	27.355.513
A vencer en marzo de 2022	31.833.000	32	29.413.420
A vencer en abril de 2022	12.206.698	15	10.896.970
A vencer en mayo de 2022	23.182.172	28	19.875.558
A vencer en junio de 2022	32.286.775	31	26.978.603
A vencer en julio de 2022	4.895.698	14	3.903.207

A vencer en agosto de 2022	8.963.436	15	6.972.225
A vencer en septiembre de 2022	14.640.772	3	11.219.742
A vencer en octubre de 2022	1.138.400	3	834.292
A vencer en noviembre de 2022	685.967	4	485.009
COMAFI			
A vencer en enero de 2022	3.441.470	3	3.384.704
A vencer en febrero de 2022	20.108.089	6	19.429.268
A vencer en marzo de 2022	3.841.470	4	3.580.394
A vencer en abril de 2022	3.841.470	4	3.489.925
A vencer en mayo de 2022	9.241.470	9	8.083.764
A vencer en junio de 2022	20.875.371	9	17.879.849
A vencer en septiembre de 2022	4.000.000	4	3.040.623
A vencer en noviembre de 2022	5.509.313	1	3.905.189
INTERVALES SGR			
A vencer en enero de 2022	36.204.132	35	35.404.196
A vencer en febrero de 2022	58.730.000	44	55.019.383
A vencer en marzo de 2022	44.090.000	33	40.178.304
A vencer en abril de 2022	1.620.000	2	1.398.678
A vencer en mayo de 2022	1.000.000	2	844.092
MARIVA			
A vencer en enero de 2022	8.000.000	2	7.244.920
A vencer en febrero de 2022	22.795.000	15	22.441.329
A vencer en abril de 2022	1.535.100	4	1.467.370
A vencer en mayo de 2022	43.092.152	15	37.983.149
A vencer en junio de 2022	20.992.718	3	17.894.530
RESILIENCIA SGR			
A vencer en enero de 2022	11.874.185	13	11.683.843
A vencer en febrero de 2022	4.724.185	7	4.544.868
A vencer en marzo de 2022	8.006.000	7	7.443.268
A vencer en abril de 2022	7.500.000	6	6.686.617
A vencer en mayo de 2022	9.500.000	3	8.290.786
A vencer en junio de 2022	15.365.427	16	13.022.334
A vencer en julio de 2022	2.248.107	4	1.839.993
A vencer en agosto de 2022	17.357.143	5	13.948.325
MOVIL SGR			
A vencer en enero de 2022	43.117.214	28	42.277.195
A vencer en febrero de 2022	30.798.607	24	29.256.600
A vencer en marzo de 2022	34.815.309	17	32.117.129
A vencer en abril de 2022	47.832.906	29	42.422.118
A vencer en mayo de 2022	25.643.343	30	22.094.353
A vencer en junio de 2022	28.557.239	25	23.667.363
A vencer en julio de 2022	9.248.997	8	7.454.324
A vencer en agosto de 2022	107.900	2	82.801
A vencer en septiembre de 2022	3.433.600	4	2.603.997

A vencer en octubre de 2022	947.900	5	685.678
A vencer en noviembre de 2022	136.900	1	96.442
ALFA PYME SGR			
A vencer en enero de 2022	11.340.000	18	11.145.898
A vencer en febrero de 2022	13.872.432	8	13.175.692
A vencer en marzo de 2022	14.500.000	10	13.409.890
A vencer en abril de 2022	32.910.392	26	29.623.573
A vencer en mayo de 2022	28.850.000	28	25.021.549
A vencer en junio de 2022	32.908.000	14	27.896.012
A vencer en julio de 2022	27.520.000	24	22.824.274
A vencer en agosto de 2022	7.739.500	3	6.203.103
AVALES DEL CENTRO SGR			
A vencer en enero de 2022	19.828.032	14	19.502.742
A vencer en febrero de 2022	10.736.570	6	10.211.396
A vencer en marzo de 2022	32.422.647	57	29.951.829
A vencer en abril de 2022	30.058.250	35	26.885.642
A vencer en mayo de 2022	15.646.000	26	13.580.201
A vencer en junio de 2022	15.350.000	17	12.872.873
A vencer en julio de 2022	8.502.000	6	6.880.260
A vencer en agosto de 2022	4.026.000	5	3.183.541
MILLS SGR			
A vencer en enero de 2022	12.528.983	17	12.298.049
A vencer en febrero de 2022	16.204.000	21	15.375.267
A vencer en marzo de 2022	24.437.985	34	22.401.183
A vencer en abril de 2022	24.790.236	28	21.989.053
A vencer en mayo de 2022	20.692.172	27	17.892.839
A vencer en junio de 2022	22.002.090	19	18.436.591
A vencer en julio de 2022	5.382.819	13	4.392.846
A vencer en agosto de 2022	5.089.212	9	3.971.631
FIDUS SGR			
A vencer en febrero de 2022	600.000	3	576.121
A vencer en marzo de 2022	11.001.000	9	10.144.277
A vencer en abril de 2022	600.500	2	537.242
AFIANZAR SGR			
A vencer en enero de 2022	6.000.000	6	5.902.846
A vencer en febrero de 2022	9.670.000	13	9.320.543
A vencer en marzo de 2022	22.300.000	11	20.718.875
A vencer en abril de 2022	30.717.245	14	28.032.527
A vencer en mayo de 2022	1.000.000	1	892.966
TREND SGR			
A vencer en marzo de 2022	12.704.952	15	11.648.478
A vencer en abril de 2022	13.010.310	12	11.570.689
A vencer en mayo de 2022	5.342.787	9	4.588.344
A vencer en agosto de 2022	500.000	1	386.939

FIDEM SGR			
A vencer en marzo de 2022	7.750.000	15	7.235.377
A vencer en mayo de 2022	6.500.000	5	5.599.934
A vencer en junio de 2022	1.000.000	1	844.927
A vencer en julio de 2022	5.500.000	6	4.442.161
A vencer en agosto de 2022	1.500.000	2	1.190.282
CONAVAL SGR			
A vencer en enero de 2022	5.550.000	7	5.409.189
A vencer en febrero de 2022	6.690.000	9	6.314.370
A vencer en marzo de 2022	10.217.436	10	9.308.557
A vencer en abril de 2022	4.375.868	6	3.945.380
A vencer en mayo de 2022	2.566.295	2	2.184.825
A vencer en junio de 2022	15.560.393	11	13.110.402
A vencer en julio de 2022	11.760.393	12	9.582.228
A vencer en agosto de 2022	4.060.393	7	3.160.420
A vencer en septiembre de 2022	3.060.394	2	2.334.556
INDUSTRIAL SGR			
A vencer en junio de 2022	4.000.000	2	3.425.622
RIG AVALES SGR			
A vencer en enero de 2022	5.190.285	9	5.130.468
A vencer en febrero de 2022	12.428.858	22	11.716.076
A vencer en marzo de 2022	12.000.716	21	10.995.610
A vencer en abril de 2022	9.408.326	20	8.302.556
A vencer en mayo de 2022	14.675.272	24	12.450.651
A vencer en junio de 2022	6.739.386	6	5.596.831
A vencer en julio de 2022	1.869.000	2	1.550.508
A vencer en septiembre de 2022	8.185.000	9	6.271.358
A vencer en octubre de 2022	745.000	1	548.125
ALIANZA SGR			
A vencer en enero de 2022	7.170.280	35	7.038.359
A vencer en febrero de 2022	8.922.415	27	8.441.891
A vencer en marzo de 2022	5.244.202	19	4.823.017
A vencer en abril de 2022	673.402	3	596.869
A vencer en mayo de 2022	1.600.000	2	1.367.661
A vencer en junio de 2022	2.400.000	3	2.040.720
A vencer en agosto de 2022	2.000.000	1	1.543.014
TITULOS VALORES EN MONEDA EXTRANJERA			243.199.898
FF BOGLICH I CLASE A	100.000	70	6.994.691
FF HAB II CLASE A	105.166	62	6.518.725
FF HAB III CLASE A	248.500	108	26.955.781
FF INSUAGRO VII A	44.319	62	2.768.842
FF INSUAGRO VIII CLASE A DL	235.000	104	24.435.669
Previsión riesgo de incobrabilidad FF \$			-134.448
ON CIA INVERSORA INDUSTRIAL CLASE II	252.500	108	27.161.860

ON MERANOL CLASE 13	225.000	110	24.760.599
ON PETROLERA ACONCAGUA ENERGIA CLASE V DL	297.255	103	30.675.391
ON PYME CNV GTIZADA AGRICOLA NOROESTE DL CLASE II	99.000	104	10.315.658
ON PYME CNV GTZDA DESDELSUR CLASE I	107.018	104	11.119.881
ON PYME CNV GTZDA DESDELSUR CLASE II	133.250	107	14.264.210
ON PYME FUND SAN CAYETANO CLASE III	125.000	26	3.251.021
ON PYME FUND SAN CAYETANO CLASE IV DL	148.500	108	16.033.033
ON PYME PRESIDENT PETROLEUM SERIE I DL	208.185	106	22.051.659
ON PYME MERANOL CLASE 15	15.000.000	1	16.027.326

Fuente: Elaboración propia en base a CNV.