



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Departamento de Economía

Licenciatura en Economía

Análisis Económico del Mercado de Cheques de Pago Diferido

Autor: Martín Mogetta

Legajo: 30158

Mentor: Jorge Baldrich

Buenos Aires, 14 de diciembre de 2022

Resumen

Esta Tesis realiza una descripción detallada del Mercado de Cheques de Pago Diferido, que tiene lugar en el Mercado Argentino de Valores (MAV), el cual ha ido creciendo en relevancia y volumen en los últimos años, convirtiéndose en una fuente importante de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) de Argentina.

Las PyMEs buscan financiamiento mediante la emisión de deuda a través de los distintos instrumentos disponibles (cheque de pago diferido, echeq, pagaré bursátil y factura de crédito electrónico), que luego son negociados en este mercado. El cheque tiene un valor nominal que el emisor paga al vencimiento, y el inversor que lo adquiriera pagará un monto inferior al valor nominal, resultando de esta operación una tasa de interés a favor del inversor.

Del análisis realizado en la Tesis se logra observar que las tasas de interés entre el 2018 y 2019 se encontraban por encima de la inflación en la gran mayoría de los casos. Sin embargo, la evolución de las tasas fue favorable para las PyMEs con el paso del tiempo, disminuyendo en términos reales hasta llegar a tasas de interés reales negativas en algunos segmentos de negociación del 2020 en adelante, algo muy positivo para estas empresas.

En cuanto al tamaño del mercado de cheques de pago diferido y su relevancia dentro del sistema financiero argentino, también se pudo observar un fuerte crecimiento con el paso de los años hasta la actualidad, llegando a un monto total operado en el mercado de \$ 82.641.623.440 en septiembre 2022, representando aproximadamente un 1.30% del total de los préstamos otorgados al sector privado por parte del sistema financiero.

Universidad de
San Andrés

Índice:

1. Introducción	Página 5
2. Descripción del Mercado de Cheques de Pago Diferido	Página 6
2.1 Marco Normativo	Página 6
2.2 Mercado Argentino de Valores (MAV)	Página 6
3. Análisis de la Oferta	Página 8
3.1 ¿Qué es una PyME en Argentina?	Página 8
3.2 Régimen de Oferta Pública	Página 9
3.3 Segmentos de negociación	Página 10
3.3.1 Avalado por SGR	Página 10
3.3.2 Garantizado	Página 11
3.3.3 No garantizado	Página 14
3.4 Instrumentos del mercado	Página 14
3.4.1 Cheque de pago diferido	Página 14
3.4.2 Echeq	Página 16
3.4.3 Pagaré bursátil	Página 16
3.4.4 Factura de crédito electrónico	Página 17
4. Análisis de la Demanda	Página 18
4.1 Normativa de las Inversiones de las Compañías de Seguros	Página 18
4.2 Fondos Comunes de Inversión PyME	Página 18
4.3 Fondo Nacional de Desarrollo Productivo (FONDEP)	Página 19
5. Datos relevantes de los agentes del mercado	Página 20
5.1 Sociedades de Garantía Recíproca (SGR)	Página 20

5.2 Compañías de Seguros	Página 22
5.3 Fondos Comunes de Inversión PyME	Página 24
6. Volúmenes Operados	Página 25
7. Relevancia en el Sistema Financiero	Página 32
8. Tasas de Interés	Página 35
9. Conclusión	Página 40
10. Bibliografía	Página 41



Universidad de
San Andrés

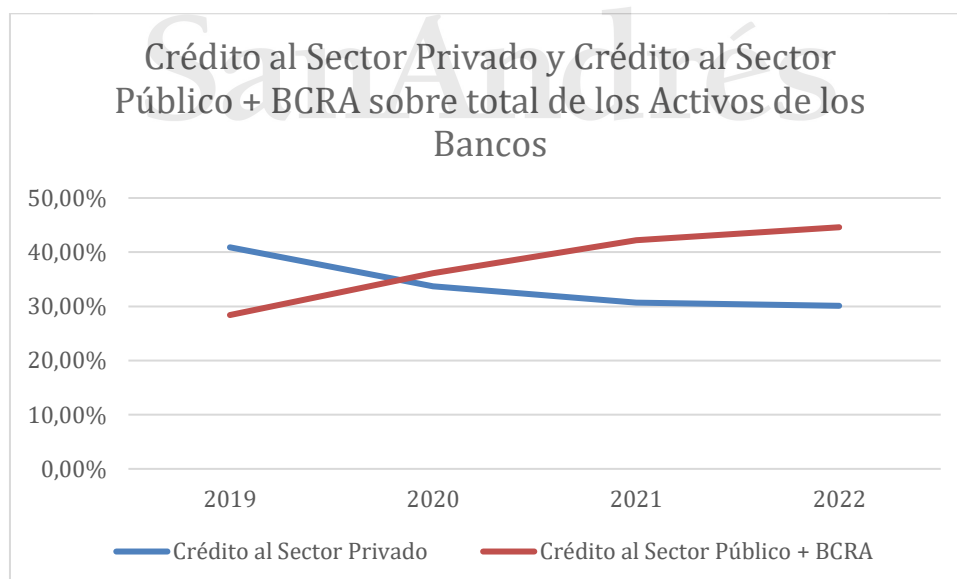
1. Introducción

En la actualidad, en Argentina las pequeñas y medianas empresas (PyME) representan el 98% del total de empresas del país y el 77% del empleo privado.¹ Dicho esto, es correcto reconocer que, si bien individualmente estas empresas no cuentan con gran tamaño, en su conjunto las PyMEs tienen una gran importancia para la economía del país y el crecimiento de ellas tiene un efecto directo en el crecimiento económico de Argentina.

El modelo de crecimiento de Solow muestra que, a mayor inversión, mayor es el stock de capital de la economía. A su vez, crecimiento en el stock de capital conduce a un mayor crecimiento de la producción de la economía (Solow, 1956). Por este motivo, es de gran importancia para el crecimiento económico del país el acceso al crédito por parte de las PyMEs para que puedan invertir en sus negocios.

Si bien es esperable que a la hora de hablar de acceso al crédito nos debamos referir a los bancos, en los últimos años, los activos de estas entidades muestran cada vez menos créditos al sector privado, y en contraposición a dicha afirmación, cada vez más crédito al sector público y al Banco Central de la República Argentina (BCRA) (Ver Figura 1). Por lo tanto, este contexto muestra que el crédito bancario podría no estar disponible para todas las PyMEs. Sin embargo, como se expondrá en esta Tesis, el sistema bancario no es el único que puede ofrecer financiamiento a las pequeñas y medianas empresas.

Figura 1: Porcentaje del crédito al sector privado y el crédito al sector público y al BCRA, sobre el total de activos de los bancos (agosto 2019 – agosto 2022).²



¹ Salerno, A. y Rampone, M. (2022). EVOLUCIÓN DE LAS PYMES EN ARGENTINA Y SU IMPACTO EN EL EMPLEO. UCEMA.

² Informe sobre Bancos (agosto 2019, agosto 2020, agosto 2021, agosto 2022). BCRA.

Puesto en consideración lo mencionado anteriormente, en esta Tesis se realizará un análisis económico del mercado de cheques de pago diferido, un mercado en el cual las PyMEs pueden acceder al mercado de capitales, con el objetivo de conseguir financiamiento para potenciar sus negocios. Se describirán y analizarán sus aspectos, comenzando por su marco normativo, explicando la operatoria, su lugar de operaciones, los componentes de la oferta y la demanda, los datos relevantes de los agentes de este mercado, los volúmenes operados, su relevancia para el sistema financiero argentino y las tasas de interés a las que las PyMEs se financian en este mercado.

2. Descripción del Mercado de Cheques de Pago Diferido

2.1 Marco Normativo

El mercado de Cheques de Pago Diferido surge en el año 1995, con la ley 24.452, denominada la Ley de Cheques, sancionada el 8 de febrero de 1995 y promulgada el 22 de febrero del mismo año. Esta ley hizo la distinción entre dos tipos de cheques: cheques comunes y cheques de pago diferido.³

Una de las características más importantes de esta ley es que expresa que los cheques de pago diferido pueden ser depositados en Caja de Valores S.A. Esta entidad no resulta del todo conocida para el público en general, pero cuenta con un rol clave en el mercado de capitales argentino. Esto se debe a que Caja de Valores es la única entidad que puede recibir depósitos y custodiar valores negociables. Por lo tanto, el hecho de que los cheques de pago diferido puedan ser depositados en Caja de Valores abrió una puerta hacia un mercado totalmente nuevo para el momento. Esto da lugar a que dichos instrumentos de financiamiento sean elegibles para ser negociados en el mercado de capitales argentino, permitiéndole a empresas medianas y pequeñas el acceso al financiamiento mediante el mercado de capitales.⁴

Esta ley indica que el cheque de pago diferido es una orden de pago que, al momento de su emisión, tiene una fecha pactada de pago. Se debe incluir en el documento:

- La denominación “cheque de pago diferido” en alguna parte del documento.
- El número de orden en el cheque.
- Lugar y fecha de creación.
- El plazo del cheque no debe ser mayor a 360 días.
- Debe estar el nombre del girado y el domicilio de pago.
- El beneficiario del cheque, o al portador en caso de serlo.
- El nombre del librador, junto con su domicilio e identificación tributaria.
- Firma del librador.

2.2 Mercado Argentino de Valores (MAV)

La negociación del Mercado de Cheques de Pago Diferido tiene lugar en el MAV, Mercado Argentino de Valores. El MAV hace foco principalmente en las pequeñas y medianas empresas (PyMEs),

³ Ley 24.452. LEY DE CHEQUES. Bs. As., 22/2/95.

⁴ Ley 20.643. Régimen para la compra de títulos valores privados. Bs. As. 11/2/74

ofreciendo diversos métodos de financiamiento. Su objetivo es acercar el mercado de capitales a las PyMEs argentinas, para que estas puedan verse beneficiadas e impulsar su crecimiento y desarrollo. Dentro de los productos que ofrece el MAV, se encuentran los cheques de pago diferido, cheques, pagarés, facturas, acciones de empresas PyME, obligaciones negociables PyME, fideicomisos financieros PyME y pases, junto también con financiamiento municipal y provincial.⁵

Las PyMEs pueden acceder a este mercado únicamente a través de un Agente MAV. Estos agentes pueden ser Agentes de Liquidación y Compensación (ALyC), y Agentes de Negociación de la CNV. Están autorizados a actuar por cuenta y orden de clientes en el mercado, y pueden ofrecer a sus clientes los productos con los que cuenta el MAV para negociar.⁶

Para financiarse a través de cheques, una vez que la empresa ya emitió el cheque de pago diferido, lo deposita en Caja de Valores y debe indicar a través de qué Agente MAV quiere negociarlo. Hecho esto, el cheque se encontrará autorizado para ser operado en el mercado, y el Agente será capaz de visualizarlo en la página web de trading del MAV.

Los operadores de cheques, que son empleados que trabajan en las ALyCs registradas como agentes MAV, y cuyo rol negociar los cheques en el mercado, proceden a armar lotes para publicarlos en el mercado. Los lotes pueden estar compuestos de más de un cheque, siempre y cuando pertenezcan a la misma empresa emisora, al mismo segmento de negociación y, en caso de tratarse de instrumentos avalados por Sociedades de Garantía Recíproca⁷, que todos los cheques del lote estén avalados por la misma SGR.

Una vez creado el lote, se lo cataloga como un lote “negociable”, lo cual implica que está listo para ser publicado en el mercado y puede ser negociado. Antes de ser subido a la página web del mercado, se debe especificar:

- Tasa de interés a la que se oferta el cheque
- Plazo de liquidación: es el plazo en días en el cual se realizará la transferencia del cheque al comprador y la transferencia de dinero al vendedor. El plazo puede ser:
 - T+0: liquidará el mismo día de negociación.
 - T+1: liquidará el día hábil posterior a la concertación de la operación.

Luego de especificar esos campos, el lote de cheques se encontrará visible para todo el mercado y tendrá un número de subasta.

Todas las transacciones entre los agentes MAV tienen lugar en la plataforma digital de *trading* de este mercado ⁸. En esta plataforma se encuentra visible toda la oferta de cheques disponibles. Los únicos habilitados para realizar ofertas por los cheques son los agentes MAV. Por este motivo, los inversores que deseen invertir en estos instrumentos deberán instruir a un agente MAV para que realice la oferta.

⁵ <https://www.mav-sa.com.ar/productos/que-es-el-mav/>

⁶ <https://www.mav-sa.com.ar/agentes/agentes-mav/>

⁷ Tanto segmentos de negociación como avales de SGRs serán explicados en secciones posteriores

⁸ <https://trading.mav-sa.com.ar/>

En cuanto a la negociación, la modalidad es similar a la de una subasta. Los compradores ofertan la tasa de interés a la que quieren que rinda el cheque. En caso de que una oferta iguale la tasa de interés a la que el cheque está publicado, MAV adjudicará el cheque a quien haya realizado tal oferta.

La ley de cheques contempla que para la negociación debe haber un procedimiento denominado “prioridad precio tiempo”. Este concepto implica que las ofertas por el activo financiero que se está negociando deben ordenarse de la siguiente forma: en primer lugar, por su precio, es decir, en el caso de la venta de un activo, como el caso de los cheques de pago diferido, las ofertas se ordenarán por precio, de mayor a menor. Esto implica que la prioridad para adquirir el activo la tiene el que oferte el mayor precio. En segundo lugar, por el tiempo, lo cual significa que en el caso en el que se realicen dos ofertas por el mismo precio, tendrá la prioridad la oferta que haya sido hecha primero en el tiempo.⁹ Por otra parte, si ninguna de las ofertas se realiza por la tasa pretendida por el vendedor, este puede optar por venderlo a la mejor tasa ofertada, o dejar la subasta desierta (sin negociar).

Finalmente, si fue concertada una operación, el día de la liquidación, una vez que el comprador realizó el pago, Caja de Valores transferirá el cheque de pago diferido al comprador. Esta modalidad de liquidación del mercado se conoce como Delivery vs Payment (DVP), que significa que se entregan los valores negociables una vez hecho el pago y no antes.¹⁰

3. Análisis de la Oferta

3.1 ¿Qué es una PyME en Argentina?

Para analizar la oferta en el mercado de cheques de pago diferido, resulta importante comenzar por definir claramente qué es considerada una PyME en Argentina, ya que este mercado financiero gira en torno a este tipo de empresas en particular, buscando satisfacer sus necesidades de financiamiento.

Para que una empresa reciba la denominación oficial de PyME (Pequeña y Mediana Empresa) en Argentina, debe contar con el “Certificado MiPyME”, el cual acredita a la empresa poseedora de este certificado como una PyME oficialmente, tanto frente a organismos públicos, como privados. Este certificado tiene una duración de 4 meses, luego de los cuales debe ser renovado.¹¹

Para obtener el certificado MiPyME, la empresa debe cumplir una serie de requisitos impuestos por la AFIP, en el marco del artículo 2 de la ley 24.467 (Ley de la Pequeña y Mediana Empresa). Debe poder encuadrarse en alguno de los siguientes sectores: comercial, servicios, comercio, industria / minería o agropecuario. Cada una de estas categorías cuenta con un monto de ventas totales anuales, los cuales no deben ser excedidos para permanecer en cada categoría.

⁹ Ley 24.452. LEY DE CHEQUES. Bs. As., 22/2/95.

¹⁰ Reglamento Operativo MAV.

¹¹ <https://pymes.afip.gob.ar/estiloAFIP/pymes/ayuda/certificadoPyme.asp>

Tabla 1: Montos máximos de facturación para cada categoría, por actividad (9/12/2022).

Categoría	Construcción	Servicios	Comercio	Industria / Minería	Agropecuario
Micro	\$ 38.830.000	\$ 20.190.000	\$ 113.610.000	\$ 82.730.000	\$ 47.300.000
Pequeña	\$ 230.400.000	\$ 121.730.000	\$ 809.300.000	\$ 618.160.000	\$ 174.230.000
Mediana - Tramo 1	\$ 1.285.490.000	\$ 1.007.530.000	\$ 3.846.790.000	\$ 4.399.660.000	\$ 1.025.360.000
Mediana - Tramo 2	\$ 1.928.020.000	\$ 1.438.900.000	\$ 5.495.450.000	\$ 7.046.710.000	\$ 1.626.290.000

12

A su vez, las empresas que se dedican a la Intermediación Financiera y Servicio de Seguros o Servicios Inmobiliarios no deben tener activos por más de \$193.000.000.

Por otra parte, también existen topes a la cantidad de personal que emplean las empresas, que varían dependiendo de la categoría de la actividad de la empresa:

Tabla 2: Cantidades máximas de empleados para cada categoría, por actividad (9/12/2022).

Categoría	Construcción	Servicios	Comercio	Industria / Minería	Agropecuario
Micro	12	7	7	15	5
Pequeña	45	30	35	60	10
Mediana - Tramo 1	200	165	125	235	50
Mediana - Tramo 2	590	535	345	655	215

13

Por último, se especifica que una empresa que cumpla con estos requisitos, pero que sea controlada, o esté vinculada a empresas que no los cumplan, no podrá calificar como PyME.¹⁴

3.2 Régimen de Oferta Pública

Operar en el mercado de cheques de pago diferido cuenta con múltiples ventajas para las PyMEs. Una característica significativa es que los cheques de pago diferido tienen la autorización de oferta pública (Ley 26.831) y son negociados bajo la competencia de la Comisión Nacional de Valores.

Este punto es importante ya que el régimen de oferta pública de valores negociables cuenta con un tratamiento impositivo especial, determinado en el artículo 36 bis de la Ley 23.962 de Obligaciones Negociables. Entre sus principales ventajas, se encuentra que los valores negociables emitidos quedan exentos del pago del impuesto al valor agregado (IVA), tanto la amortización y los intereses del valor negociable, como las transferencias, las operaciones financieras y las prestaciones que están relacionadas con la emisión del valor negociable. A su vez, las transferencias de estos valores negociables no serán gravadas con el impuesto sobre la transferencia de títulos valores. Por último,

¹² <https://pymes.afip.gob.ar/estiloAFIP/pymes/ayuda/default.asp>

¹³ <https://pymes.afip.gob.ar/estiloAFIP/pymes/ayuda/default.asp>

¹⁴ <https://pymes.afip.gob.ar/estiloAFIP/pymes/ayuda/default.asp>

otra ventaja importante de esta normativa es que, en todas las operaciones de estos instrumentos, los resultados, sean operaciones de compra/venta, cambio, entre otras, quedan exentas del pago de impuesto a las ganancias.¹⁵

3.3 Segmentos de negociación

El mercado de cheques de pago diferido que tiene lugar en el MAV cuenta con diferentes segmentos de negociación, cada uno con sus particularidades, dentro de los cuales las PyMEs pueden optar por buscar el financiamiento que necesitan, dependiendo de sus necesidades y sus posibilidades. Los segmentos de negociación existentes son tres:

- Avalado por SGR.
- Garantizado.
- No garantizado.

3.3.1 Avalado por SGR

El segmento avalado surge dentro el marco de la Ley 24.467, del año 1995, en donde se crea la figura de las Sociedades de Garantía Recíproca, conocidas en el mercado comúnmente como SGR. El principal fin de estas sociedades es el otorgamiento de avales a las empresas PyME para que estas puedan obtener financiamiento en el mercado de capitales, más precisamente, en el Mercado de Cheques de Pago Diferido, contando con la garantía de la SGR. Es un requisito excluyente para recibir el aval de una SGR que la empresa cuente con el certificado MiPyME.

Resulta importante aclarar que las SGR no brindan préstamos de ningún tipo a las empresas, sino que únicamente prestan su aval, lo que implica que en caso de que la PyME no pague a su acreedor al vencimiento del cheque, la SGR se hará cargo de honrar la deuda. Para obtener el aval de la SGR y, de esta manera, convertirse en lo que se denomina un socio partícipe, las PyMEs deberán presentar documentación contable y, en base a un análisis, la SGR decidirá si opta por dar su aval a la empresa o no, y el monto máximo de deuda que está dispuesta a avalar.

Las Sociedades de Garantía Recíproca cuentan con socios protectores, denominación que reciben los aportantes de capital de las SGR. Cabe aclarar que dichos aportantes quedan excluidos de la posibilidad de recibir avales de la propia SGR. Con el patrimonio de la sociedad, se conforma obligatoriamente un Fondo de Riesgo. El fondo es administrado por expertos en inversiones, los cuales invierten el dinero del patrimonio en diversos instrumentos de inversión. Según el Régimen de Sociedades de Garantía Recíproca, Resolución 212/2013 de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional, el fondo de riesgo de la SGR podrá invertir en:

- Títulos públicos, letras o préstamos emitidos por la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas o del Banco Central de la República Argentina, hasta un 40% del fondo.
- Deuda emitida por provincias, municipios y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, hasta un 20%.
- Obligaciones Negociables autorizadas a la oferta pública por la CNV, hasta un 25%, ampliable a un 40% cuando las emisoras de la deuda sean PyMEs.

¹⁵ Ley N° 23.962. Obligaciones Negociables. Bs. As. 4/7/1991.

- Depósitos en pesos o moneda extranjera en caja de ahorro de una entidad financiera, hasta un 10%.
- Acciones de sociedades anónimas constituidas en Argentina, mixtas, privadas o contratos de futuros y opciones, hasta un 10%.
- Cuotapartes de fondos comunes de inversión autorizados por la CNV, hasta un 25%, ampliable a 40% en caso de ser fondos PyME.
- Títulos emitidos por países extranjeros u organismos internacionales, hasta un 15%.
- Contratos del mercado de futuros y opciones autorizadas por la CNV, hasta un 10%.
- Depósitos en pesos o moneda extranjera en plazo fijo, hasta el 100%, sin superar el 30% por entidad financiera.
- Depósitos en cuenta corriente de un agente de bolsa para realizar operaciones, por un máximo de 7 días.
- Cauciones bursátiles, hasta un 5%.

En caso de tener que hacer frente al pago de cheques que no fueron honrados por las PyMEs, se hace frente a la deuda con el capital del fondo de riesgo. El patrimonio de este fondo es relevante debido a que de esto depende la cantidad de avales que la SGR puede otorgar a PyMEs. Según el artículo 26, el cual determina el marco normativo sobre la liquidez y la solvencia de las SGRs, la cantidad de avales otorgados no puede exceder en más de 4 veces el tamaño del fondo de riesgo, es decir, que el apalancamiento máximo posible es x4.¹⁶

El segmento avalado de negociación es un segmento únicamente disponible para empresas PyME, en el cual se negocian los cheques avalados por SGR mediante el mecanismo explicado anteriormente. Dentro de las ventajas de este segmento, válida para la oferta y la demanda, tenemos que los CPD, una vez avalados, se negocian bajo el nombre de la SGR, y no de la empresa PyME que lo emitió. Esto representa una ventaja para el oferente porque podrá acceder a una mejor tasa, ya que su riesgo es directamente el riesgo de la SGR, porque, como ya mencionamos, esta es la que se hará cargo de la deuda ante cualquier problema, y, además, los números de las SGR son de público conocimiento, tanto el tamaño de su fondo de riesgo, como sus porcentajes de mora y apalancamiento. Por el lado de la demanda, el inversor encuentra su trabajo fuertemente simplificado, ya que no debe realizar un análisis profundo de cada empresa de la cual adquiere los CPDs, sino que únicamente debe ocuparse de analizar el riesgo de crédito de la SGR que avala el CPD, lo cual disminuye el volumen de análisis drásticamente, pasando de miles de empresas PyME, a unas decenas de SGRs.¹⁷

En este segmento de negociación podemos encontrar beneficios impositivos muy importantes para las PyMEs y para los inversores. En los contratos de garantía recíproca, la SGR otorga su aval a la PyME, comprometiéndose a hacerse cargo de honrar el pago del cheque si la PyME no lo hace. Por hacer esto, la SGR cobra una comisión a la PyME. Según la Ley 24.467, esta comisión que la SGR le cobra a la PyME está exenta del impuesto al valor agregado (IVA).

3.3.2 Garantizado

El segmento garantizado es un segmento en el cual pueden participar tanto empresas PyMEs como no PyMEs, a diferencia del segmento avalado. En este caso, se negocian cheques de pago diferido que se encuentran garantizados por el mismo MAV. Por su parte, el MAV exige al emisor integrar garantías.

¹⁶ Resolución 212/2013. Régimen de Sociedades de Garantía Recíproca. Derogaciones. Bs. As., 28/11/2013.

¹⁷ <https://www.mav-sa.com.ar/productos/productos-mav/cheque-de-pago-diferido/>

Al momento del vencimiento del cheque, en el supuesto caso en que la empresa deudora no realice el pago en el tiempo y forma pactada al momento de su negociación, el MAV procederá a la liquidación de las garantías con las que cuenta el CPD para realizar el pago correspondiente al acreedor.¹⁸

El MAV cuenta con un listado de diversos valores negociables elegibles para integrar como garantía de los CPDs garantizados. Entre ellos se encuentran, bonos y letras públicas del Tesoro Nacional Argentino, obligaciones negociables, bonos provinciales, acciones y cedears, junto con la posibilidad de integrar como garantías cuotapartes de ciertos fondos comunes de inversión. El aforo, que significa el valor al que se toma la garantía respecto a su valor de mercado, es variable y es determinado todos los días por el MAV.¹⁹

Tabla 3: Lista de especies privadas elegibles para integrar como garantías para el segmento garantizado.

Lista de Especies														
% \$	% U\$S	PRIVADOS												
85	65	60215	60739	61124	61502	61518	61519	61522	61560	61561	61566	61590	61593	61600
		61605	61606	61625	61638	61639	61645	61695	61696	61745	61772	62089	62194	62341
85		62342	62370	62390	62604	62605	63293	63562	63575					
		60089	60281	60659	60660	60663	60664	60714	60715	60716	60732	60737	60738	60840
		60845	60857	60921	60922	60931	60932	60967	60969	60993	60994	60999	61000	61001
		61006	61007	61047	61062	61063	61070	61071	61073	61076	61077	61084	61085	61102
		61104	61114	61133	61153	61161	61168	61189	61190	61194	61195	61207	61235	61236
		61239	61240	61243	61244	61287	61293	61295	61306	61311	61336	61408	61409	61425
		61508	61509	61514	61574	61629	61630	61631	61632	61646	61668	61669	61748	61794
		61842	62020	62023	62041	62052	62128	62212	62293	62330	62336	62356	62458	62459
		62505	62560	62565	62566	62573	62598	62599	62635	62640	63224	63225	63336	63367
		63368	63369	63378	63440	63569	63697	63698	63699					
80		15548	AAPL	ALUA	ARKK	BABA	BBAR	BBD	BMA	C	CEPU	CRES	DIA	DISN
		EDN	EEM	EWZ	GE	GGAL	GLOB	GOLD	GOOGL	IWM	KO	MELI	MSFT	PAMP
		PBR	QQQ	SPY	SUPV	TECO2	TEN	TGNO4	TGSU2	TRAN	TXAR	VALE	VALO	XLE
		XLF	YFPD											
75		61165	63471	63481	63482	63483								
70		AMZN	AUY	BA	BA.C	COME	CSCO	CVH	DESP	DJN2	ERJ	HMY	IRSA	JNJ
		JPM	LMT	LOMA	MCD	META	MIRG	MMM	NFLX	PFE	TSLA	TSM	V	WFC
		WMT	XOM											
65	65	60582	60583	60861	61763	62096	62469	62470	62471					
		60661	60662	60668	60669	60725	60726	60771	60866	60888	60915	60937	60941	60942
		61113	61218	61219	61255	61355	61356	61401	62241	62383	62506	63215	63216	63407
		63468	63478	63502	63727	63728	63729	BYMA						
60		ABEV	ADGO	AIG	AMD	ARCO	AXP	AZN	BB	BBV	BIDU	BIOX	BNG	BP
		BRKB	BSBR	CAT	CDE	COIN	COST	CRM	CVX	CX	DE	FCX	GGB	GILD
		GS	HD	IBM	INTC	ITUB	JD	MA	MO	NEM	NOKA	NVDA	ORCL	PG
		PYPL	QQOM	RIO	SHEL	SHOP	SLB	SNAP	SNP	SPOT	SQ	T	TRIP	TWTR
50		TXR	UL	UNH	VIST	VZ	X	ZM						
		AGRO	AUSO	BHIP	BOLT	CECO2	DGCU2	HARG	LEDE	MOLI	PGR	RICH	SAMI	SEMI
40		BPAT	BRIO	BRIO6	CADO	CAPX	CARC	CELU	CGPA2	CTIO	DYCA	FERR	FIPL	GAMI
		GARO	GBAN	GCLA	GRIM	HAVA	INVJ	LONG	METR	MOLA	MORI	OEST	PATA	POLL
		RIGO	ROSE	TGLT										

Fuente: MAV²⁰

En la Tabla 3 podemos observar, en las dos columnas de la izquierda de la lista el nivel de aforo al que acepta MAV en caso de querer integrar las especies listadas como garantía de un CPD garantizado, discriminado por moneda (pesos argentinos o dólares).

Presentando como ejemplo: La empresa X debe integrar garantías por la emisión de un CPD garantizado de valor \$1.000.000. Para hacerlo quiere integrar como garantía la especie GGAL, la acción del Grupo Financiero Galicia, cuyo valor de mercado es \$193.90 y el aforo de esta especie determinado por el MAV en pesos es del 80%.

$$\begin{aligned} & \text{Cantidad de acciones de GGAL a integrar como garantía} \\ & = \text{Monto CPD} / (\text{Precio GGAL} * \text{aforo}) \end{aligned}$$

¹⁸ Procedimiento de Liquidación de Garantías. MAV.

¹⁹ <https://trading.mav-sa.com.ar/>

²⁰ <https://trading.mav-sa.com.ar/cgi-bin/wspd.cgi.sh/WService%3Dwsbroker1/n-sisneg.r>

*Cantidad de acciones de GGAL a integrar como garantía = 1.000.000/(193.90 * 0.80)*

Cantidad de acciones de GGAL a integrar como garantía = 6447

21

En la Tabla 3 podemos encontrar, además, acciones locales, como por ejemplo LOMA (Loma Negra Compañía Industrial Argentina S.A.). También cedears como lo es KO (The Coca-Cola Company) y los números de 5 cifras hacen referencia a distintos fondos comunes de inversión.

Tabla 4: Lista de especies públicas elegibles para integrar como garantías para el segmento garantizado.

% \$	% U\$S	PUBLICOS												
98	98	81287	81967	82007	82051	82088	82122	82156	82176	82189	82192	82202	82215	82238
		82262	82281	82297	82299	82301	82346	82374	82385	82387	82398			
98		93729												
96	96	70877	80391	80440	80556	80625	80645	80696	80725	80897	80940	80964	81045	81159
		81183	81305	81314	81350	81399	81442	81523	81608	81616	81880	81910	81972	82011
		82029	82058	82110	82153	82255	82273	82274	82288	82315	82318	82324	82330	82378
		91560	96028											
94	94	44503	44504	80386	81349	81672	82012							
90	90	AE38	AL29	AL30	AL35	AL41	GD29	GD30	GD35	GD38	GD41	GD46		
90		D1CP	S29L2	S30S2	S31G2	S31O2	TO23	TO26	TX23	TX24	TX26	TX28	X16D2	X16G2
		X17F3	X19Y3	X20E3	X21A3	X21O2	X29L2							
80	80	81614	81709											
80		BDC24	BDC28	BPLD	CO26	CUAP	PARP	PBA25	PR13	PR15	T2V2	T2X2	TC23	TC25P
		TV23	TVPY											
70	70	48369	80469											
70		BA37D	BAY23	CEDI	CH24D	CO23	CO24D	PAY0	PBF23	PBJ27	PBM24	PMM29	PUL26	PUY23
		SA24D	T2X3	T2X4	TDEC2	TFU27	TV24	TVPA	TVPP					

Fuente: MAV ²²

En la Tabla 4 se observan bonos del tesoro nacional, como lo es el TX23 (Bono del tesoro en pesos ajustado por CER, cupón 1,40%, vencimiento 25 de marzo de 2023)²³. También letras del tesoro nacional, como, por ejemplo, S31O2 (Letra del tesoro nacional en pesos a descuento con vencimiento 31 de octubre del 2022)²⁴.

Tabla 5: Lista de especies de obligaciones negociables elegibles para integrar como garantías para el segmento garantizado.

% \$	% U\$S	OBLIG.NEG.												
80		BACA0	CSJYO	IRC10	LMS10	LMS30	MGC30	PNDCO	RCC90	TBC10	TLC50	TTC10	VSC20	VSC30
		YCA60	YMCHO	YMC10	YMCJO	YPCUO								
70		AER20	BACE0	BYC20	CAC20	CIC10	CP170	CP180	CP250	CPCAO	CRCEO	CS340	GMFRO	GNCWO
		HBC40	IRC80	IRC90	MGC10	MTCGO	PN2CO	PN4CO	PN5CO	PN7CO	PQCD0	RA310	RAC40	RZS40
		SN580	TBC20	TLC10	TLC70	TLC90	TSC20	VSC50	WNC90					

Fuente: MAV ²⁵

En la Tabla 5, se encuentran listadas diferentes obligaciones negociables elegibles para integrar como garantías con su respectivo aforo. Una obligación negociable es un contrato de préstamo entre dos agentes, una empresa y un inversor. En términos prácticos, una ON (Obligación Negociable) es un bono de una empresa privada. En la lista vemos por ejemplo la especie MGC30 (Pampa Energía, cupón 9.125%, con vencimiento 15 de abril de 2029)²⁶.

²¹ Aclaraciones: VN = Valor nominal (cantidad de acciones). El resultado se redondea siempre para arriba, ya que las especies son indivisibles y no se puede integrar menor cantidad.

²² <https://trading.mav-sa.com.ar/cgi-bin/wspd.cgi.sh/WService%3Dwsbroker1/n-sisneg.r>

²³ <https://www.cohen.com.ar/Bursatil/Especie/TX23>

²⁴ <https://www.cohen.com.ar/Bursatil/Especie/S31O2>

²⁵ <https://trading.mav-sa.com.ar/cgi-bin/wspd.cgi.sh/WService%3Dwsbroker1/n-sisneg.r>

²⁶ <https://cbonds.es/bonds/560839/>

3.3.3 No garantizado

El segmento no garantizado de negociación es un segmento en el cual, al igual que el garantizado y a diferencia del avalado, pueden participar tanto PyMEs, como empresas más grandes.

En este segmento, el valor negociable emitido no cuenta con ninguna garantía de pago. A diferencia del avalado y garantizado, en los cuales se realiza mediante una garantía del MAV o del deudor, o por medio del aval de una SGR se garantiza el repago de la deuda al inversor, en el no garantizado lo único que garantiza el pago de la deuda es la solvencia de la empresa. Por lo tanto, en este segmento los inversores deberán realizar un análisis de las empresas antes de adquirir los valores negociables que estas emiten.²⁷

3.4 Instrumentos del mercado

Descriptos los segmentos de negociación existentes en el mercado de cheques de pago diferido que tiene lugar en el Mercado Argentino de Valores, ahora se enumerarán y describirán las características de los diferentes instrumentos que se pueden operar en los diferentes segmentos:

- Cheque de pago diferido.
- Echeq.
- Pagaré bursátil.
- Factura de crédito electrónico.

3.4.1 Cheque de pago diferido

La ley 24.452 define al cheque de pago diferido como una orden de pago, en la cual se encuentra definida la fecha exacta de pago a la hora de su emisión. Este valor negociable tiene como plazo máximo posible 360 días.

La negociación de los cheques de pago diferido es con la modalidad “a descuento”. Esto implica que el instrumento de financiamiento tiene un valor nominal que será abonado por el deudor al momento del vencimiento del cheque. Por lo tanto, al momento de la emisión del cheque, se negocia por un valor inferior a su valor nominal, lo cual da como resultado una tasa de interés implícita entre el precio al cual fue negociado el cheque al momento de su venta, y el valor nominal que es lo que se pagará al vencimiento.²⁸

$$TNA = \left(\frac{\text{Valor Nominal del CPD}}{\text{Precio pagado por el CPD}} - 1 \right) \frac{365}{\text{Plazo del CPD}}$$

Ejemplo: El día 1, un CPD de valor nominal \$100, con vencimiento el día 180 (plazo 180 días), se negoció en el mercado a un precio de \$90.

²⁷ <https://www.mav-sa.com.ar/productos/productos-mav/cheque-de-pago-diferido/>

²⁸ Mercado de capitales: manual para no especialistas. -1a ed. - Buenos Aires: Temas Grupo Editorial, 2010.

Figura 2: Ejemplo de flujo de fondos de la negociación de un CPD.



29

Para calcular la TNA a la cual fue negociada el cheque de pago diferido, utilizamos la ecuación mencionada anteriormente:

$$TNA = \left(\frac{100}{90} - 1 \right) \frac{365}{180}$$

$$TNA = 22,53\%$$

$$TEA = \left(\frac{1 + TNA}{\frac{365}{\text{Plazo del CPD}}} \right)^{\frac{365}{\text{Plazo del CPD}}} - 1$$

$$TEA = \left(\frac{1 + 22,53\%}{\frac{365}{180}} \right)^{\frac{365}{180}} - 1$$

$$TEA = 23,82\%$$

²⁹ Mercado de capitales: manual para no especialistas. -1a ed. - Buenos Aires: Temas Grupo Editorial, 2010.

3.4.2 Echeq

El echeq es un instrumento de financiamiento muy similar al cheque de pago diferido, con la diferencia de que este es emitido digitalmente a través del *Home Banking* del banco del emisor. Este puede ser negociado en los tres segmentos de negociación.

Para comenzar con la emisión del echeq, lo primero con lo que se debe contar es con una cuenta corriente en un banco. Dentro de la web del banco, se crea un echeq, especificando:

- Cuenta de banco de emisión
- Tipo y número de documento del beneficiario
- Tipo de cheque (diferido)
- Fecha de pago
- Importe

Una vez hecho esto, el echeq ya se encuentra creado, con su número de ID correspondiente. El siguiente paso es depositarlo en caja de valores. Para esto, es necesario estar dado de alta en el portal EPYME de caja de valores. Dentro del portal EPYME, el emisor del cheque debe bajar un modelo de nota de adhesión, que es un documento que se completa con datos del emisor, y adjuntarlo. Luego, se gestiona el esquema de firmas, en el cual el emisor debe ingresar su firma digital. Después de ser aprobado el esquema de firmas, se tiene que vincular la cuenta con un agente MAV.

Realizados estos pasos, el emisor del echeq, dentro del portal EPYME, debe ingresar el ID del echeq que quiere negociar y especificar con qué agente MAV desea hacerlo (debe contar con una cuenta comitente en el agente MAV que elija). Una vez realizada esta operatoria, pasará a ser trabajo del agente cargar el echeq en el MAV para su negociación.³⁰

Las primeras operaciones de echeq en este mercado fueron en marzo 2020, siendo el instrumento más nuevo de los cuatro analizados³¹. El contexto en el cual surgió fue durante el primer mes de cuarentena estricta en Argentina. Posteriormente analizaremos el grado de adopción que logró esta nueva alternativa.

3.4.3 Pagaré bursátil

El pagaré bursátil puede ser emitido a un plazo de hasta 3 años, dando la posibilidad de acceder a un financiamiento de mayor plazo dentro de este mercado. Puede ser negociado en todos los segmentos de negociación disponibles, al igual que el CPD y el Echeq.

Una gran diferencia del pagaré bursátil con el resto de los instrumentos es que puede ser emitido no solo en moneda local, sino, también, en moneda extranjera, mediante la modalidad denominada “*Dollar Linked*”, en la cual el pagaré es emitido en dólares al tipo de cambio vendedor del BNA (Banco de la Nación Argentina), o al A3500 del BCRA (Banco Central de la República Argentina). En este caso, el pagaré es negociado a una tasa de interés fija en dólares, pagadera a su vencimiento.³²

³⁰ <https://www.mav-sa.com.ar/productos/productos-mav/echeq/>

³¹ Informe mensual MAV (marzo 2020).

³² <https://www.mav-sa.com.ar/productos/productos-mav/pagare-bursatil/>

Ejemplo: Pagaré *Dollar Linked*.

- Fecha de emisión: 1/1/2022
- Fecha de vencimiento: 1/1/2023
- Plazo: 365 días.
- Tasa: 3% anual.
- Monto del pagaré: 100 usd.
- Dólar BNA (1/1/2022): \$128.
- Dólar BNA (1/1/2023): \$180.

$$\text{Valor del pagaré}(1/1/2022) = \left(\frac{\text{Monto del pagaré}}{1 + \text{tasa}} \right) \times \text{Dolar BNA}(1/1/2022)$$

$$\text{Valor del pagaré}(1/1/2022) = \left(\frac{100}{1 + 0,03} \right) \times 128$$

$$\text{Valor del pagaré}(1/1/2022) = 97,08738 \times 128$$

$$\text{Valor del pagaré}(1/1/2022) = \$12.427,18$$

$$\text{Valor del pagaré}(1/1/2023) = \text{Monto en usd} \times \text{Dolar BNA}(1/1/2023)$$

$$\text{Valor del pagaré}(1/1/2023) = 100 \times 180$$

$$\text{Valor del pagaré}(1/1/2023) = \$18.000,00$$

3.4.4 Factura de crédito electrónico

El último de los instrumentos que se pueden negociar en el mercado de cheques de pago diferido son las facturas de crédito electrónico. Este instrumento puede ser utilizado por empresas PYME que son proveedoras de empresas más grandes, las cuales se encuentran listadas por AFIP.³³³⁴

La factura de crédito electrónico, al igual que el pagaré dollar linked, puede ser emitida tanto en pesos como en moneda extranjera. Consiste en que la PyME cambie crédito con una empresa grande en el mercado adelantando su cobro a una tasa de descuento, como sucede con el resto de los instrumentos que fueron mencionados anteriormente. La ventaja de este instrumento es que la PyME logra financiarse utilizando el perfil crediticio de la empresa grande, ya que es esta la empresa deudora y la responsable de realizar el pago, la PyME no tiene responsabilidad sobre el pago de la factura.

³³ <https://servicioscf.afip.gov.ar/facturadecreditoelectronica/Listado-RFCE-Mi-PyMe.asp>

³⁴ <https://www.mav-sa.com.ar/productos/productos-mav/factura-de-credito-electronica/>

4. Análisis de la Demanda

4.1 Normativa de las Inversiones de las Compañías de Seguros

Habiendo descripto y analizado la oferta del mercado de cheques de pago diferido, ahora es importante entender y analizar la demanda de este mercado, es decir, qué agentes son los tomadores de la deuda emitida por las PyMEs mediante los distintos instrumentos mencionados.

Si bien cualquier inversor que cuente con una cuenta comitente en una ALyC (Agente de Liquidación y Compensación), que sea agente MAV, puede acceder al mercado de cheques de pago diferido en caso de querer invertir en alguno de los instrumentos disponibles, este mercado cuenta con regulaciones gubernamentales que determinan que ciertos agentes deben invertir en forma mandatoria un porcentaje de sus carteras de inversión en instrumentos PyME. Este es el caso de las compañías de seguros.

Del Reglamento General de la Actividad Aseguradora, que es la resolución que reglamenta la Ley 20.091 (Ley de Entidades de Seguros y su Control), se especifica que las compañías aseguradoras y reaseguradoras deben invertir un mínimo de 5% del total de sus carteras de inversión en alguno/s de los siguientes instrumentos:

- Cheques de pago diferido avalados por Sociedades de Garantía Recíproca.
- Cheques de pago diferido emitidos por empresas descontados en primer endoso en mercados regulados por la CNV (Comisión Nacional de Valores), por empresas PyME.
- Facturas de Crédito Electrónicas MiPyMEs.
- Pagarés avalados emitidos para su negociación en Mercados de Valores.
- Certificados de obra pública emitidos a favor de PyMEs, negociados en mercados autorizados.
- Obligaciones negociables emitidas por PyMEs.
- Fideicomisos financieros PyMEs autorizados por la CNV.
- Valores Representativos de Deuda emitidos por el Fondo Fiduciario Público denominado “Fondo Nacional de Desarrollo Productivo” establecido por el Decreto N° 606 del 28 de abril del 2014 y sus modificatorias, hasta un máximo del CUARENTA POR CIENTO (40%) del mínimo precedentemente indicado.
- Participaciones accionarias en Sociedades de Garantía Recíproca y aportes a sus fondos de riesgo, hasta un máximo del VEINTE POR CIENTO (20%) del 5% mínimo del total de las inversiones.

Las inversiones de las compañías de seguros, al 31 de marzo del 2022, totalizaban \$ 1.885.358.500.000, equivalente a USD 16.988.272.661,74 al dólar oficial de ese día. Teniendo en cuenta la magnitud de las inversiones de estas compañías, es importante el flujo de dinero que puede captar este mercado.

4.2 Fondos Comunes de Inversión PyME

Esta resolución dio lugar al surgimiento de un producto que las sociedades gerentes de fondos comunes de inversión desarrollaron y comercializan entre las compañías de seguros, los denominados Fondos Comunes de Inversión PyME.

Los Fondos Comunes de Inversión tienen su marco legal en una ley propia, la Ley 24.083, Ley de Fondos Comunes de Inversión. Esta ley determina que el patrimonio de un Fondo Común de Inversión

debe contar con la titularidad de todos los aportantes, cuya propiedad estará representada por las cuotapartes. Estas cuotapartes son de oferta pública y estarán listadas en los mercados que la CNV autoriza.

Un fondo común de inversión junta individuos, empresas o instituciones que comparten objetivos de inversión, en términos de retorno esperado, riesgo, horizonte de inversión (corto, mediano o largo plazo), clase de activos, entre otras características. Al suscribir dinero en el fondo, este dinero será administrado e invertido por profesionales en inversiones, conocidos como *portfolio managers*, los cuales determinarán las estrategias a seguir y en qué instrumentos invertir el dinero de los cuotapartistas, teniendo en cuenta el objetivo que tiene cada fondo común de inversión en particular.³⁵

El caso de los fondos comunes de inversión PyME está regulado por la Resolución General 534/2008, la cual incorpora a la regulación de los fondos comunes de inversión, un artículo extra, que determina la creación de un régimen especial para los Fondos Comunes de Inversión PyMEs específicamente. Dentro del contenido de dicho artículo, se manifiesta que estos fondos comunes de inversión tendrán como objetivo invertir en instrumentos de financiamiento para PyMEs, explicitando que deben invertir un 75% de su cartera en instrumentos PyMEs. Un instrumento PyME no necesariamente es emitido por una PyME, sino que también puede emitirlo una entidad cuyo fin sea el financiamiento de pequeñas y medianas empresas, sin importar que la entidad en sí no califique como una PyME. Es una aclaración importante debido a que dentro de este 75% PyME que debe contener el fondo común de inversión, un 40% debe ser de valores negociables emitidos directamente por PyMEs (dentro de los cuales se incluyen los cheques de pago diferido). Sin embargo, si bien no es obligatorio, el artículo menciona que el 35% restante del 75% PyME puede estar compuesto por valores negociables emitidos por agentes cuya actividad sea el financiamiento de PyMEs, o también de empresas de baja capitalización bursátil que estén constituidas en el país. Por último, este tipo de fondos tiene por reglamentación hasta 180 días desde su creación para adecuarse al porcentaje mandatorio de valores negociables PyME en cartera.³⁶

Estos fondos tienen como objetivo ser una alternativa de inversión para las compañías de seguros que, mediante la inversión en estos FCIs, no deberán ocuparse de la composición de su cartera PyME, sino que pueden delegar la administración de su cartera PyME mediante la suscripción de fondos a estos FCIs.

4.3 Fondo Nacional de Desarrollo Productivo (FONDEP)

Otro agente importante en este mercado, del lado de la demanda, es el Fondo Nacional de Desarrollo Productivo (FONDEP). Este fondo fue creado en el marco del Decreto 606/2014, con el objetivo de facilitar el financiamiento y la inversión en empresas y sectores importantes para la economía y el desarrollo del país, como se indica en el artículo 1 de este decreto.

Este fondo está conformado como un fideicomiso, en el cual el fiduciante, es decir, el creador del fideicomiso, es el Estado Nacional, y el fiduciario, que es el encargado de administrar los activos del fideicomiso, es BICE Fideicomisos S.A, en el cual el Banco Nación forma parte del directorio. Los recursos del FONDEP provienen del Tesoro Nacional, y de los ingresos y cobros de capital que obtenga de las inversiones que realiza.

³⁵ Ruiz, V. H. (s. f.). Manual de Capacitación en Fondos Comunes de Inversión. UBA.

³⁶ Resolución General 534/2008. Régimen Especial para la Constitución de Fondos Comunes de Inversión Pymes.

Los préstamos que otorga el FONDEP, que incluyen la modalidad de compra de cheques de pago diferido en Mercado Argentino de Valores, se centran en financiar proyectos que pueden aumentar exportaciones, fortalecer economías regionales, generar innovación tecnológica y aumentar los puestos de trabajo en el país.

5. Datos relevantes de los agentes del mercado

5.1 Sociedades de Garantía Recíproca (SGR)

En esta sección de la Tesis, se analizarán datos relevantes del Mercado de Cheques de Pago Diferido y los agentes participantes. Se comenzará analizando diferentes métricas de un agente fundamental de este mercado, como lo es la figura de las Sociedades de Garantía Recíproca, el cual es protagonista del segmento avalado de este mercado, centrado 100% en el financiamiento PyME.

Tabla 6: Cantidad de avales otorgados por las SGRs del mercado en millones de pesos (al 11/7/2022)

SGR	Avales	SGR	Avales	SGR	Avales
Garantizar	62.967,55	Cuyo Aval	2.373,04	Avalar	733,35
Acindar	21.894,97	Aval Federal	2.307,03	Fid Aval	724,79
Argenpymes	15.107,60	Campo Aval	2.123,69	Conaval	667,34
Potenciar	10.771,23	Integra Pymes	1.824,10	Americana de Avales	530,70
Don Mario	7.258,13	Avales del Centro	1.621,52	Afianzar	514,44
BIND Garantías	6.263,49	Alfa Pyme	1.582,63	Crédito Argentino	460,83
Crecer	4.653,77	Solidium	1.539,71	Promover	436,47
Intergarantías	4.507,62	Avaluar	1.499,11	Neuquen Pymes	385,46
Fintech	3.704,14	Interavales	1.391,58	Trend	331,34
Pyme Aval	3.440,91	Unión	1.347,53	RIG Avales	303,68
Agroaval	2.911,56	Affidavit	1.101,26	Alianza	182,41
Movil	2.869,43	Mills	1.055,79	Confederar NEA	135,26
Aval Rural	2.839,49	Aval Ganadero	1.012,87	Vinculos	126,13
Aval Fértil	2.595,62	Fidem	855,12	Confiables	125,41
Innova	2.498,36	Resiliencia	820,60	Promedio	4.145,39

37

En la Tabla 6, podemos observar la cantidad (en pesos argentinos) de avales otorgados por todas las SGRs, es decir, la cantidad de financiamiento al que están accediendo las PyMEs mediante el mercado avalado de cheques de pago diferido a través del sistema de SGRs. Al 11/7/2022, el monto era \$174.309.000.000. Asimismo, en la figura es posible observar el tamaño y la relevancia de las distintas SGRs para el mercado, destacándose en primer lugar Garantizar SGR, seguida de Acindar, Argenpymes y Potenciar, como las SGRs que mayor cantidad de avales otorgan.

³⁷ Consultora 1816 Economía y Estrategia. (11/7/2022).

Tabla 7: Apalancamiento de las SGRs (Avales otorgados / Fondo de Riesgo) (11/7/2022).

SGR	Apalancamiento	Puesto Garantías
Garantizar	3,70	1
Pyme Aval	3,29	10
Argenpymes	3,03	3
Acindar	3,03	2
Innova	3,03	15
Avales del Centra	3,02	20
Fintech	3,00	9
Vinculos	2,98	43
Cuyo Aval	2,96	16
Don Mario	2,95	5
Avaluar	2,92	23
Solidum	2,87	22
Promedio SGRs	2,86	-
Potenciar	2,83	4
Integra Pymes	2,81	19

SGR	Apalancamiento	Puesto Garantías
Crecer	2,78	7
BIND Garantías	2,74	6
Interavales	2,61	24
Movil	2,59	12
Intergarantías	2,57	8
Union	2,45	25
Fidem	2,41	29
Aval Fertil	2,31	14
Campo Aval	2,16	18
Aval Federal	2,13	17
Affidavit	2,05	26
Neuquen Pymes	2,05	38
Aval Rural	1,97	13
Agroaval	1,94	11
Mills	1,92	27

SGR	Apalancamiento	Puesto Garantías
Alfa Pyme	1,92	21
Avalar	1,84	31
Conaval	1,69	33
Confiabes	1,59	44
Resiliencia	1,53	30
Credito Argentino	1,50	36
Fid Aval	1,44	32
RIG Avaes	1,28	40
Aval Ganadero	1,21	28
Trend	1,11	39
Confederar NEA	1,09	42
Alianza	1,06	41
Promover	0,97	37
Americana de Ava	0,97	34
Afianzar	0,63	35

38

En el Tabla 7 se puede observar el ratio de apalancamiento, calculado tomando la cantidad de avales otorgados por cada SGR, y dividiendo ese número sobre el monto total del fondo de riesgo de la SGR. Este resultado nos muestra cuantas veces el tamaño de su fondo de riesgo otorga en avales a PyMEs cada SGR, teniendo en cuenta que previamente se mencionó que, por normativa, el máximo apalancamiento permitido es de 4 veces avales otorgados sobre el fondo de riesgo. Es posible notar que las SGRs que más avales otorgan, son también las que más apalancadas se encuentran, ya que 7 de las 10 SGRs con mayor cantidad de avales otorgados se encuentran dentro del primer tercio de las SGRs con mayor ratio de apalancamiento. También se puede señalar que 8 de las 10 SGRs con menor cantidad de avales otorgados se encuentran dentro del último tercio de apalancamiento de SGRs, con lo cual las SGRs más pequeñas son las que menos apalancadas están.

Tabla 8: Composición de los Fondos de Riesgo de las SGRs por clase de activo (promedio de la industria) (11/7/2022)

Inversiones de los Fondos de Riesgo de las SGRs (Promedio)	
Tipo de inversión	% de las carteras
Tesoro +Lebac	34,00%
FCl + Pyme	31,91%
Plazo Fijo	9,87%
ON	16,00%
RF Global	0,42%
Provs	2,94%
Otras	4,86%

39

³⁸ Consultora 1816 Economía y Estrategia. (11/7/2022).

³⁹ Consultora 1816 Economía y Estrategia. (11/7/2022).

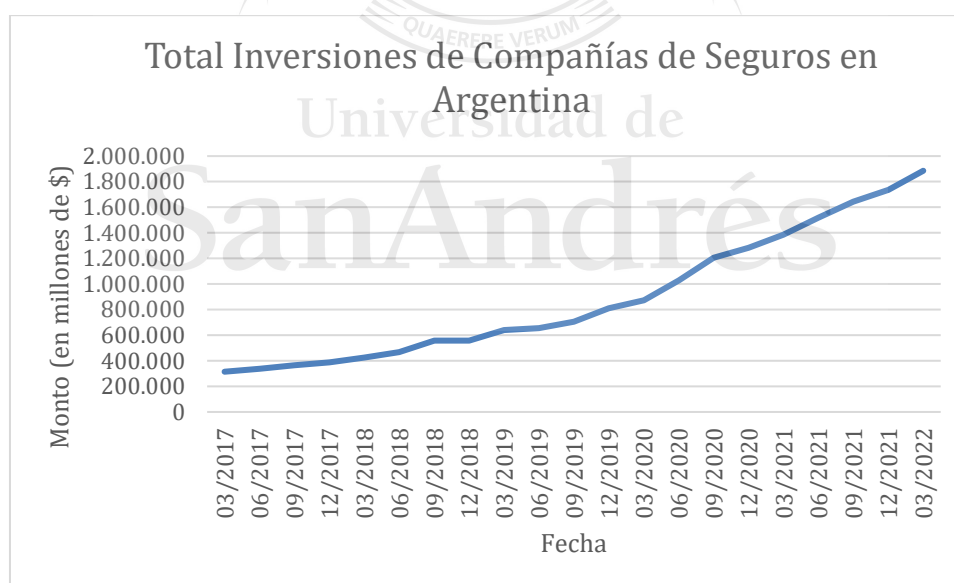
El Tabla 8 resulta de interés si se quiere conocer en mayor medida el tipo de inversiones que realizan los fondos de riesgo de las SGRs, tanto para conservar el valor del fondo, como generar la mayor rentabilidad posible de modo de poder incrementar la cantidad de avales a otorgar o disminuir el apalancamiento, así como también la elección de activos pensando en el nivel de liquidez que desean tener en el fondo, ya que en caso de tener que hacer frente a algún incumplimiento de pago de la deuda de alguna PyME, probablemente deseen que la liquidación de activos para hacerlo sea lo más ágil posible.

En este caso podemos observar que las posiciones más grandes de los fondos de riesgo de las SGRs están en bonos del tesoro y lebac, en fondos comunes de Inversión y activos PyME. En menor proporción cuentan con obligaciones negociables de empresas en sus carteras, y por último encontramos dinero invertido en plazos fijos, bonos provinciales, activos de renta fija global y otros.

5.2 Compañías de Seguros

Otro agente con rol protagónico dentro del mercado que estamos analizando son las compañías de seguros, los principales compradores de este mercado. Los datos de las Figuras 3 y 4 no corresponden directamente al financiamiento PyME, sino al total de las inversiones de las compañías de seguros en Argentina. Se incluyen con el fin de exponer de manera resumida la dinámica de estos agentes, ya que afecta directamente a la demanda del mercado.

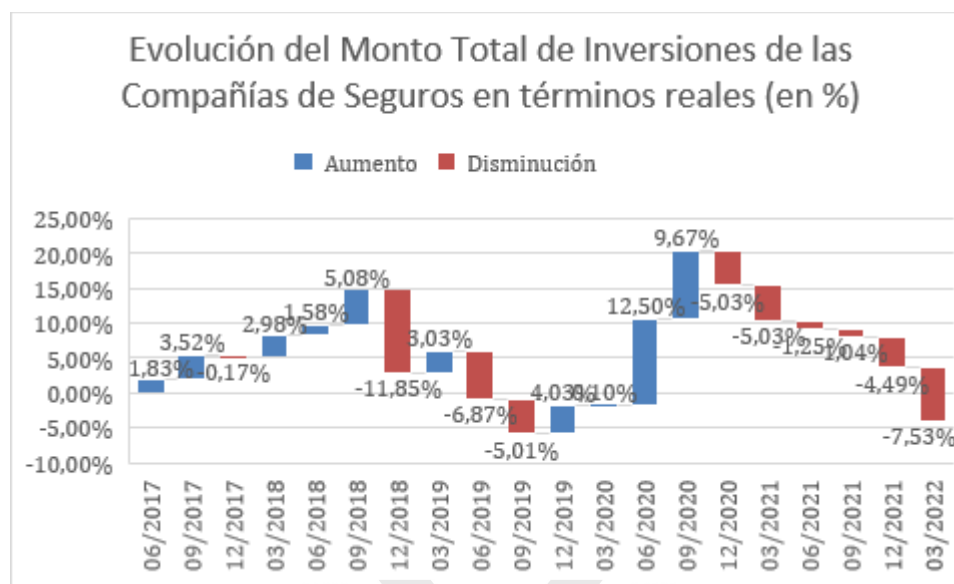
Figura 3: Monto total, en millones de pesos, de las inversiones de las Compañías de Seguros del País (1° trimestre 2017 – 1° trimestre del 2022)



40

⁴⁰ Consultora 1816 Economía y Estrategia. (16/7/2022).

Figura 4: Evolución porcentual, en términos reales, de las inversiones de las Compañías de Seguros del País (1° trimestre 2017 – 1° trimestre del 2022)



41

La Figura 4 muestra la evolución en términos reales del monto total de las inversiones de las compañías de seguros de Argentina. Para confeccionar el gráfico, se tomó como base el monto de inversiones de las compañías de seguros correspondiente a final de marzo del año 2017. Luego, con los datos de inflación mensual publicados por el Banco Central de la República Argentina⁴², se calculó la inflación correspondiente a cada trimestre (debido a que los datos de las inversiones de las compañías de seguros son publicados trimestralmente, al final de cada trimestre) y se actualizó el valor base del primer trimestre del 2017 con la inflación del período, y así sucesivamente con cada trimestre. Luego, se comparó con el crecimiento nominal de las inversiones en cada trimestre y se obtuvo el cambio en términos reales.

Se puede observar en la Figura 4 que, del segundo trimestre del 2017 al primer trimestre del 2022, hubo cuatro tendencias marcadas en la evolución de las inversiones de las compañías de seguros, dos de crecimiento y dos de decrecimiento, hablando en términos reales.

Desde el comienzo del período analizado hasta el tercer trimestre del 2018 inclusive, las inversiones crecieron alrededor de un 15% por encima de la inflación de ese período. Esta tendencia se interrumpió en el cuarto trimestre del 2018 y la caída finalizó un año después, cayendo 20% real 12 meses.

Entre octubre 2019 y septiembre 2020, se observó un fuerte cambio al alza de las inversiones de las compañías de seguros, creciendo un 20% aproximadamente, en términos reales. Sin embargo, a partir del último trimestre del 2020, hasta el marzo del 2022, en todos los trimestres las inversiones de las compañías de seguros decrecieron frente a la inflación, finalizando el período analizado (entre marzo 2017 y marzo 2022) con una disminución en términos reales cercana a un 5%.

⁴¹ Consultora 1816 Economía y Estrategia. (16/7/2022).

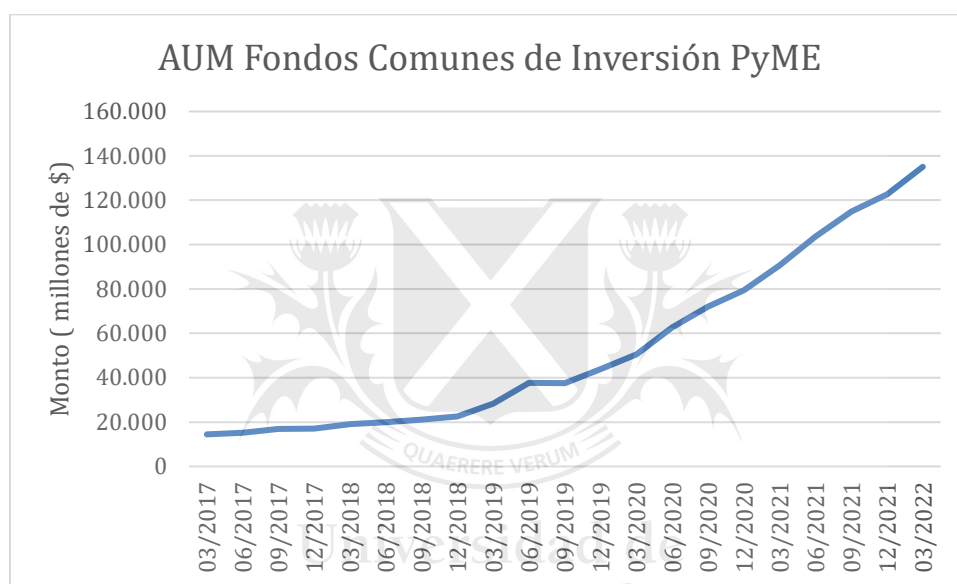
⁴² Web oficial del Banco Central de la República Argentina (BCRA).

https://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp

5.3 Fondos Comunes de Inversión PyME

Por último, en esta sección de la Tesis analizaremos a un agente que demanda los instrumentos PyME que se ofertan en el Mercado de Cheques de Pago Diferido, haciéndolo con el dinero que recibe de sus cuotapartistas, que son los Fondos Comunes de Inversión PyME. Al igual que se mencionó en la sección 5.2, los datos de estas figuras no corresponden a financiamiento directo recibido por las PyMEs a través del MAV, sino que se incluyen para mostrar la evolución de otro agente importante de la demanda del mercado.

Figura 5: Monto total, en millones de pesos, de los AUM (Assets Under Management) de los Fondos Comunes de Inversión PYME de toda la industria de Fondos Comunes de Inversión. (1° trimestre 2017 – 1° trimestre 2022)

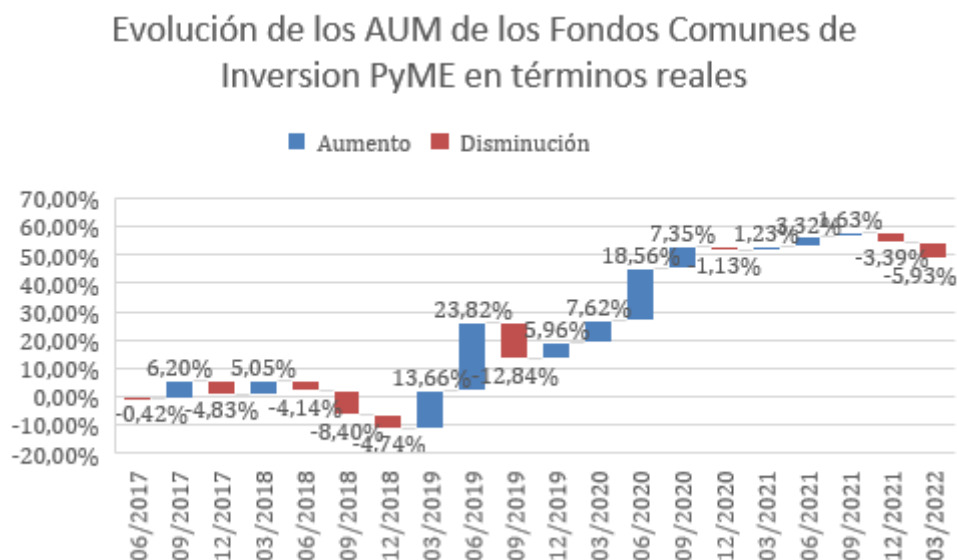


43

San Andrés

⁴³ Consultora 1816 Economía y Estrategia. (16/7/2022).

Figura 6: Evolución porcentual, en términos reales, los AUM (Assets Under Management) de los Fondos Comunes de Inversión PyME (1° trimestre 2017 – 1° trimestre 2022).



44

En la Figuras 5 y 6, podemos ver la evolución de los activos bajo manejo, término mejor conocido en la industria de los fondos comunes de inversión como *assets under management* (AUM), Desde marzo de 2017 hasta marzo del 2022. En la Figura 5 tenemos la evolución en términos nominales en pesos, y en la Figura 6 la evolución porcentual en términos reales. Para la elaboración de la Figura 6 se realizó el mismo proceso que para la Figura 4.

De marzo 2017 hasta diciembre del 2018, la evolución de los AUM fue negativa por más de 10% en términos reales. Luego, a partir del primer trimestre del 2019 hasta el primer trimestre del 2022, los AUM subieron fuertemente, finalizando el período de tiempo analizado en niveles cercanos al 50% de crecimiento real en AUM.

Si evaluamos la Figura 6 junto con la información que obtuvimos de la Figura 4, encontramos relevante señalar que, si bien de marzo 2017 hasta marzo 2022, las inversiones de las compañías de seguros cayeron alrededor de un 5% real, los AUM de los fondos comunes de inversión PyME crecieron cerca del 50% real. Teniendo en cuenta que las compañías de seguros son de los principales cuotapartistas de estos fondos, es posible inferir que, si bien sus inversiones cayeron, incrementaron su posición en estos fondos comunes de inversión, lo que significaría que adoptaron a estos fondos como uno de sus principales instrumentos de inversión para completar el 5% PyME que deben tener sus carteras.

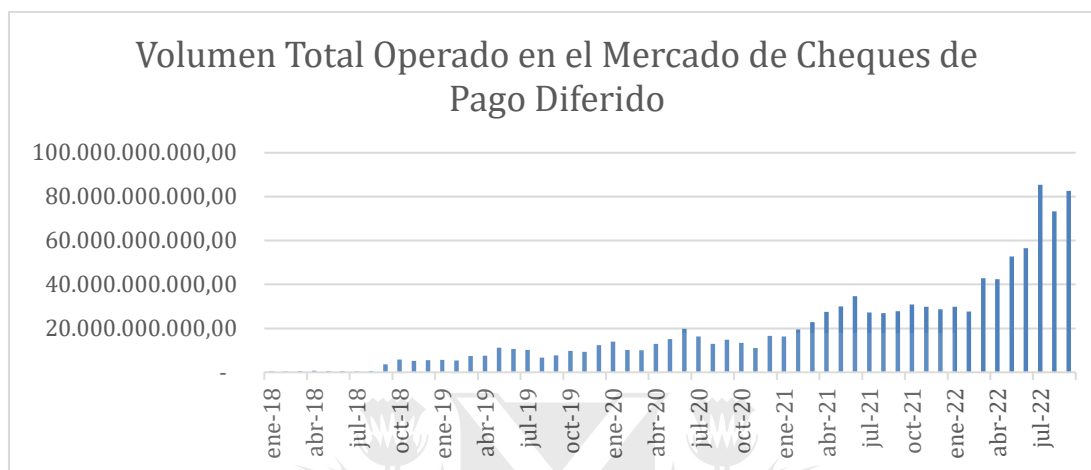
6. Volúmenes Operados

Para ahondar en el análisis del mercado de cheques de pago diferido, se presentarán datos acerca del volumen operado en este mercado. A través de diferentes gráficos, mostraremos la evolución de los montos negociados mensualmente en el mercado, comenzando por lo general y luego enfocando en la composición del volumen. El objetivo es no sólo la evolución en términos nominales del volumen total

⁴⁴ Consultora 1816 Economía y Estrategia. (16/7/2022).

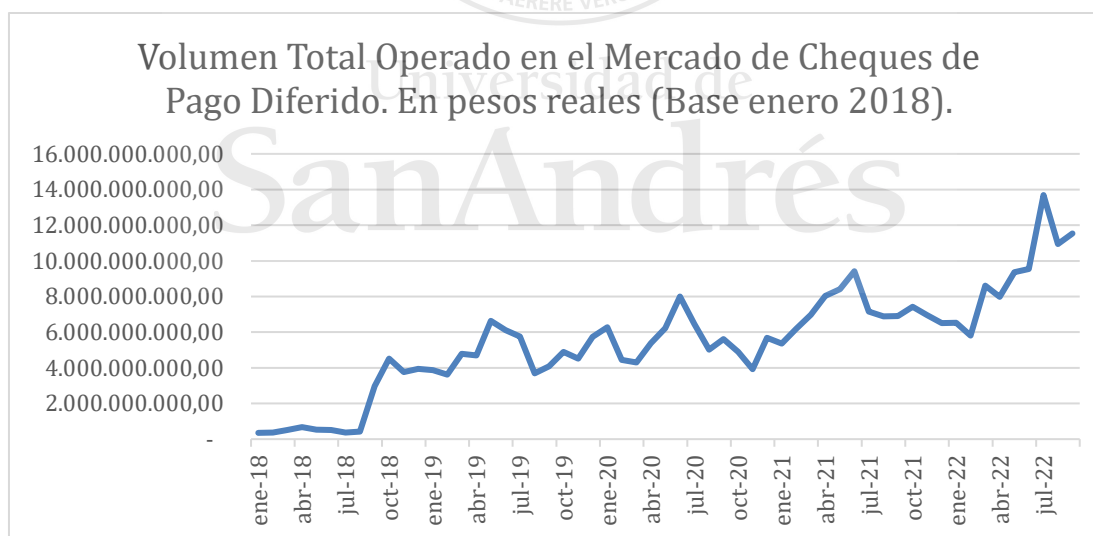
operado, sino también ver como este se comportó en términos reales, cómo crecieron o decrecieron en volumen operado los distintos segmentos e instrumentos y, finalmente, se contextualizará el volumen operado en el mercado, en la economía argentina, para comprender su evolución en términos de relevancia como mercado dentro del país.

Figura 7: Volumen Total Operado en el Mercado de Cheques de Pago Diferido, en pesos (enero 2018 - septiembre 2022).



45

Figura 8: Volumen Total Operado en el Mercado de Cheques de Pago Diferido, en pesos reales, base enero 2018 (enero 2018 - septiembre 2022).



4647

Las Figuras 7 y 8 exponen la evolución del volumen total operado en el Mercado de Cheques de Pago Diferido, desde enero del año 2018 hasta septiembre del año 2022. En la Figura 7 podemos ver el crecimiento en pesos en términos nominales, es decir, el volumen total operado en pesos por mes. Por

⁴⁵ Informes Mensuales MAV.

⁴⁶ Informes Mensuales MAV.

⁴⁷ Web oficial del Banco Central de la República Argentina (BCRA).

https://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp

otra parte, la Figura 8 muestra la evolución del volumen operado en términos reales. Para la elaboración de este gráfico se tomó como base el mes de enero 2018, y en adelante, el volumen en pesos nominales operado por mes se dividió sobre la inflación acumulada del período entre enero del 2018 y el mes analizado en cuestión.

Se puede ver que, en el período analizado, el crecimiento del volumen operado en el mercado fue de gran tamaño, tanto en términos nominales como reales. En primer lugar, el primer crecimiento fuerte se dio en la segunda mitad del 2018 hasta llegar a un máximo en mayo del 2019. Luego, hasta marzo del 2020, el volumen operado en términos reales osciló entre los 4.000 millones y 6.500 millones de pesos reales.

Se llegó a un nuevo máximo en términos reales de 8.000 millones en junio 2020, y luego el volumen real decreció a 4.000 para noviembre 2020. A partir del siguiente mes, hasta mediados de 2021 el monto de cheques operados en el mercado se incrementó hasta llegar a 9.400 millones de pesos reales, cifra que, si bien descendió en lo que resta del 2021, volvió a crecer en el 2022 hasta llegar a 13.700 millones de pesos (base 2018) en julio 2022, muy por encima de los 350 millones operados en enero 2018, al principio del período analizado.

Una vez analizado el volumen operado en el mercado en general, y habiendo visto que desde el 2018 hasta la fecha el volumen creció fuertemente y que también cuenta con cierta volatilidad, encontramos importante adentrarnos en el comportamiento del volumen operado. Como se explicó en la descripción de la oferta, el Mercado de Cheques de Pago Diferido cuenta tanto con diversos segmentos de negociación como con diversos instrumentos, y a su vez con negociación en dos monedas, pesos y dólares. Por estos motivos, decidimos no quedarnos únicamente con el análisis de la evolución de todo el volumen operado en el mercado, sino que también se profundizó el análisis para ver la evolución del volumen operado por segmento y por instrumento, para comprender de mejor manera la composición del volumen operado del mercado.

Figura 9: Volumen Operado por Segmento en el Mercado de Cheques de Pago Diferido (enero 2018 - septiembre 2022).

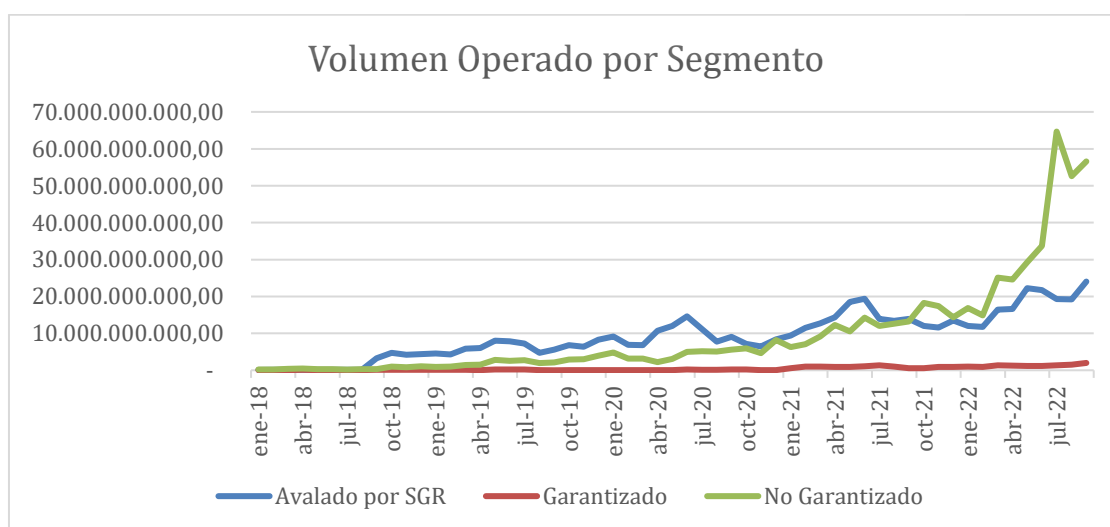
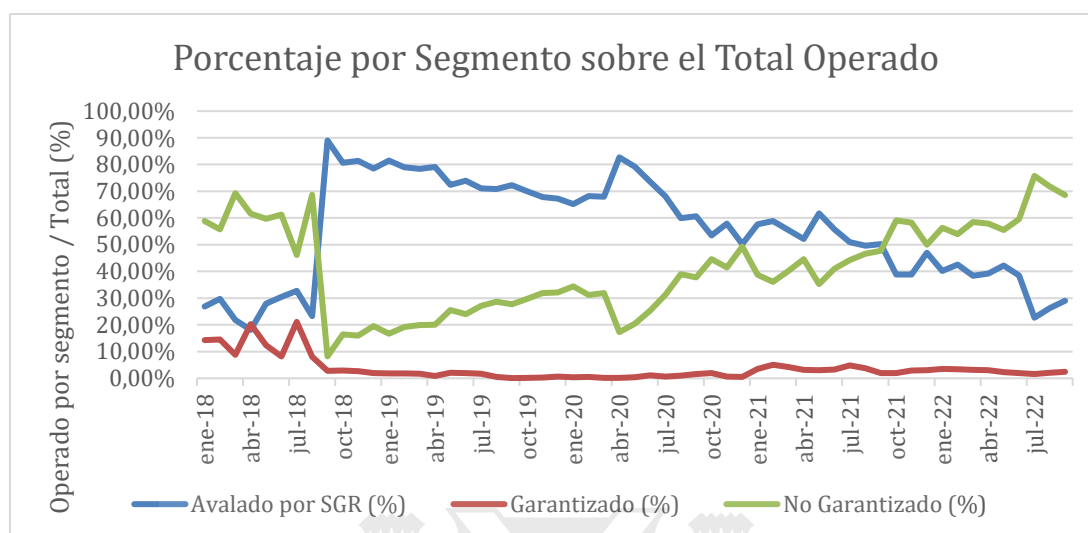


Figura 10: Volumen Operado por Segmento sobre el Total Operado, en % (enero 2018 - septiembre 2022).



49

Comenzando por el análisis del volumen operado por segmento de negociación, se elaboraron las Figuras 9 y 10. La Figura 9 nos muestra la evolución del volumen operado por segmento en pesos, desde enero del 2018 hasta septiembre del 2022. Por su parte, la Figura 10 nos muestra cuánto del volumen total operado en el mercado corresponde a cada segmento de negociación, expresado en términos porcentuales.

Podemos ver en la Figura 10 que, en el comienzo del período, la distribución aproximada del volumen operado en el mercado por segmento, desde enero 2018 hasta agosto 2018, era de un 60% correspondiente al segmento no garantizado, 30% el segmento avalado por SGR y un 10% el segmento garantizado.

A partir de septiembre del 2018, la distribución cambió fuertemente, quedando así el segmento avalado por SGR en primer lugar con casi el 90% del volumen, seguido del no garantizado con 8% y el garantizado con 2%. A partir de este punto, el segmento garantizado, desde septiembre 2018 hasta la fecha osciló entre casi el 0% y el 5% del volumen total operado en el mercado. Este cambio en la distribución del volumen operado en los segmentos puede deberse al Decreto 699/2018, el cual introdujo cambios en el sistema de las SGRs con el objetivo de facilitar a las PyMEs el acceso al crédito. Se implementaron una serie de simplificaciones en el plano administrativo. Por el lado de las PyMEs, se simplificó el proceso del armado del perfil crediticio. Por el lado de las SGRs, mediante el certificado PyME, la SGR pudo dejar de validar caso por caso si las empresas calificaban o no como PyMEs. Otro punto importante del decreto es que se incrementó la cantidad de avales que deben otorgar las SGRs para poder acceder a los beneficios impositivos con los que cuentan.⁵⁰

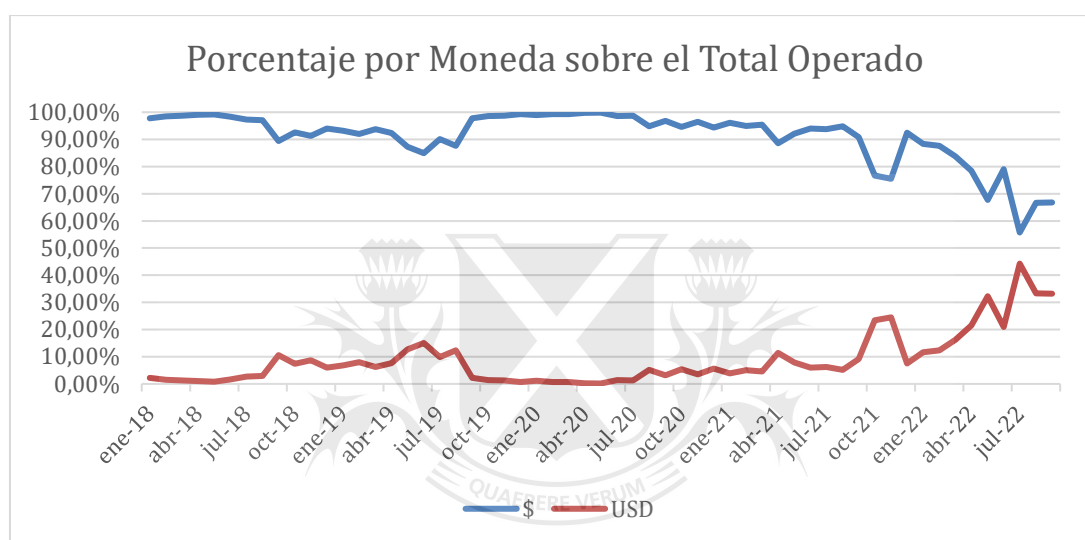
⁴⁹ Informes Mensuales MAV.

⁵⁰ Decreto 699/2018

Desde septiembre 2018 hasta febrero 2020 el porcentaje que representa el segmento avalado por SGR sobre el total operado fue decreciendo y el del segmento no garantizado fue creciendo durante todo el período analizado.

En septiembre 2021, el segmento no garantizado y el segmento avalado por SGR representaron prácticamente el mismo porcentaje del volumen total operado en el mercado, y desde octubre del 2021 hasta la fecha, el segmento no garantizado fue el primer segmento en volumen operado en el mercado, finalizando el período analizado siendo un 68.5% del volumen, seguido del avalado por SGR con 29% y el garantizado con 2.5%.

Figura 11: Volumen Operado por Moneda sobre el Total Operado, en % (enero 2018 - septiembre 2022).



5152

Universidad de

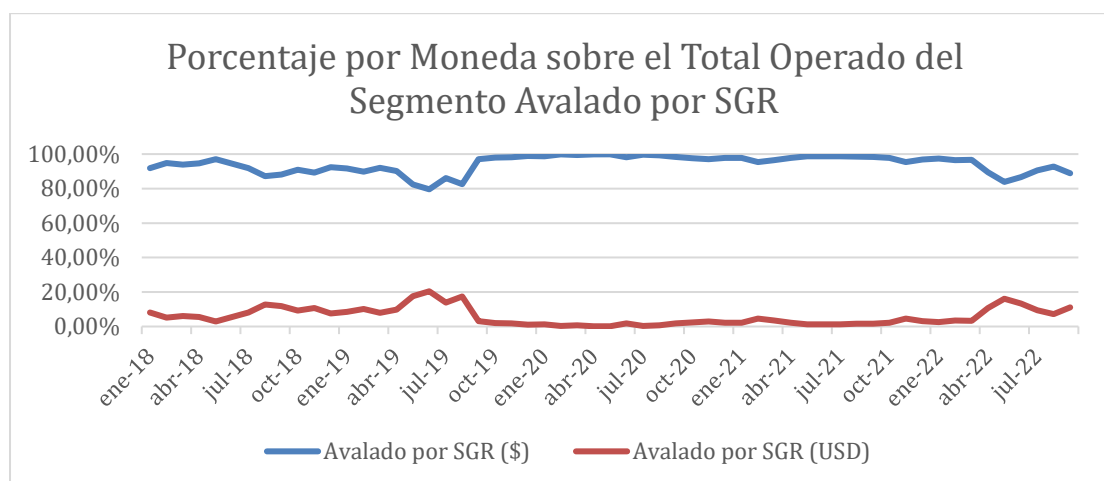
Otro aspecto del volumen operado que consideramos importante analizar es el volumen por moneda. En la Figura 11 se puede observar la evolución en el porcentaje que representa la negociación en cada moneda sobre el total operado en el Mercado de Cheques de Pago Diferido, desde enero 2018 hasta septiembre 2022. Para realizar este gráfico, se convirtieron los montos en dólares de todos los cheques operados en dicha moneda a pesos, tomando el tipo de cambio vendedor del Banco de la Nación Argentina correspondiente a la fecha de negociación de cada cheque. Por ejemplo, si el día 6 de mayo del 2020, se operó un Pagaré por un monto de 100.000 dólares, convertimos ese monto a pesos para su análisis multiplicándolo por 69.25 que es el tipo de cambio vendedor del Banco de la Nación Argentina correspondiente a esa fecha.

Como se observa en la Figura 11, desde enero 2018 hasta septiembre 2021, la mayor parte del volumen operado en el mercado, por moneda, correspondió a los instrumentos en pesos, oscilando entre el 85% y el 99% del volumen total, con una baja volatilidad dentro de estos niveles. Sin embargo, en octubre 2021 comenzaron a ganar terreno los instrumentos en dólares, hasta llegar a una distribución de 67% y 33% a favor de los instrumentos en pesos. Si bien implica que los instrumentos en pesos fueron los que más volumen representaron del total durante todo el período analizado, se puede ver claramente como los instrumentos en dólares crecieron fuertemente en volumen operado.

⁵¹ Informes Mensuales MAV.

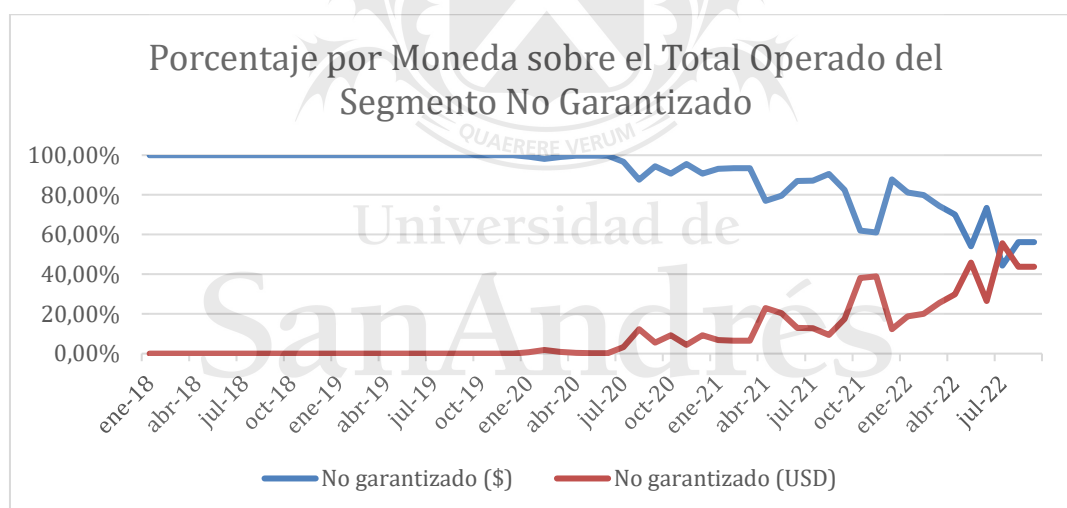
⁵² Web oficial del Banco de la Nación Argentina. <https://www.bna.com.ar/Personas>

Figura 12: Volumen Operado por Moneda sobre el Total Operado en el segmento avalado por SGR, en % (enero 2018 - septiembre 2022).



5354

Figura 13: Volumen Operado por Moneda sobre el Total Operado en el segmento no garantizado, en % (enero 2018 hasta septiembre 2022).



5556

Con el armado de las Figuras 12 y 13 se buscó profundizar el análisis sobre la información obtenida en la Figura 11. La Figura 12 nos muestra cuánto representa el volumen negociado en cada moneda dentro del total operado en el segmento avalado por SGR, y la Figura 13 hace lo mismo para el segmento no garantizado. La metodología de conversión de los montos en dólares a pesos fue la misma que se utilizó para la Figura 11. No se hizo este análisis para el segmento garantizado ya que el mismo tuvo operaciones en dólares que en ningún momento del período analizado superaron el 0.10% del volumen total del segmento.

⁵³ Informes Mensuales MAV.

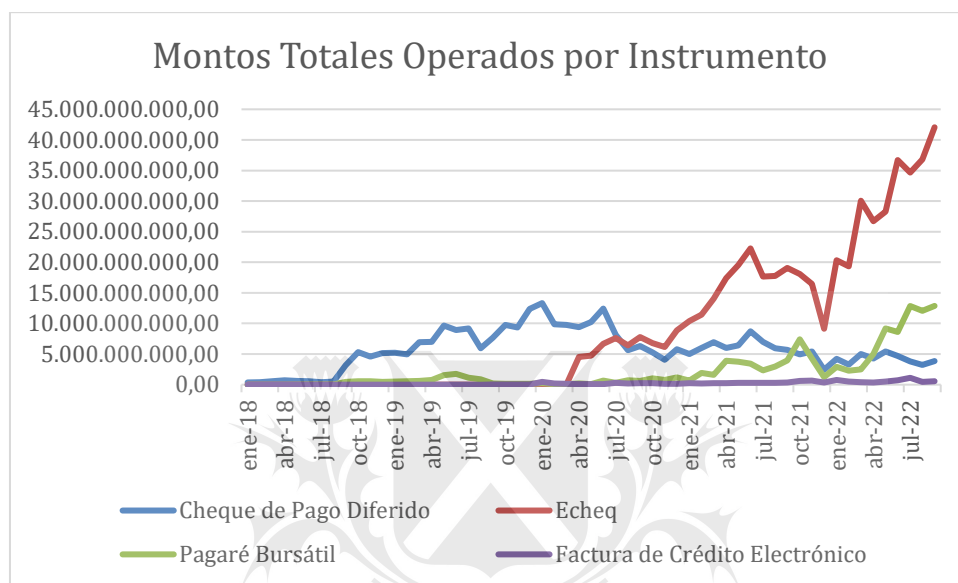
⁵⁴ Web oficial del Banco de la Nación Argentina. <https://www.bna.com.ar/Personas>

⁵⁵ Informes Mensuales MAV.

⁵⁶ Web oficial del Banco de la Nación Argentina. <https://www.bna.com.ar/Personas>

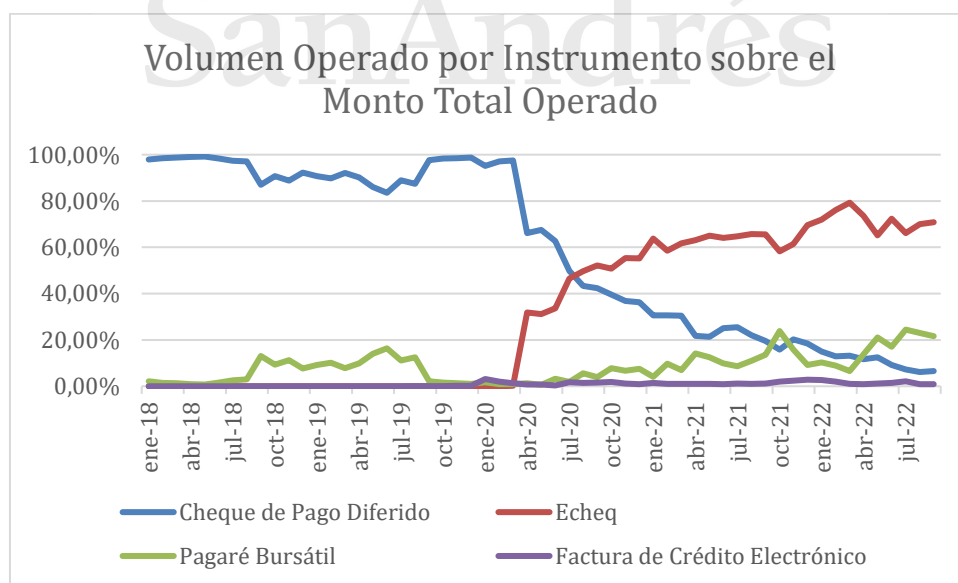
Gracias a estos gráficos podemos identificar que los movimientos de la Figura 11, desde enero 2018 hasta junio 2020, se explican por los movimientos en el segmento avalado por SGR. A partir de julio 2020 por el contrario, los movimientos en la Figura 11 son casi enteramente explicados por el segmento no garantizado, cuyo porcentaje de operaciones en dólares subió significativamente.

Figura 14: Volumen Operado por Instrumento en el Mercado de Cheques de Pago Diferido. (Enero 2018 hasta septiembre 2022)



57

Figura 15: Volumen Operado por Instrumento sobre el Total Operado, en % (enero 2018 - septiembre 2022).



58

⁵⁷ Informes Mensuales MAV.

⁵⁸ Informes Mensuales MAV.

Habiendo analizado la evolución del volumen operado haciendo foco en la distribución del mismo en los distintos segmentos de negociación, ahora analizaremos la evolución del volumen operado en los distintos instrumentos del mercado de cheques de pago diferido (cheque de pago diferido, echeq, pagaré bursátil y factura de crédito electrónica).

Podemos observar que, desde enero 2018 hasta febrero 2020, los cheques de pago diferido explicaban más del 80% del volumen operado, seguido del pagaré bursátil y muy cercanas a 0% las operaciones de facturas de crédito electrónicas.

El echeq surge en marzo 2020, en un contexto de distanciamiento social obligatorio estricto producto de la pandemia de Covid 19. Desde su surgimiento, se puede ver cómo fue creciendo en volumen operado y ganando *share* frente a los demás instrumentos, principalmente frente al cheque de pago diferido. También desde marzo 2020 hasta la actualidad el pagaré bursátil creció en monto de operaciones.

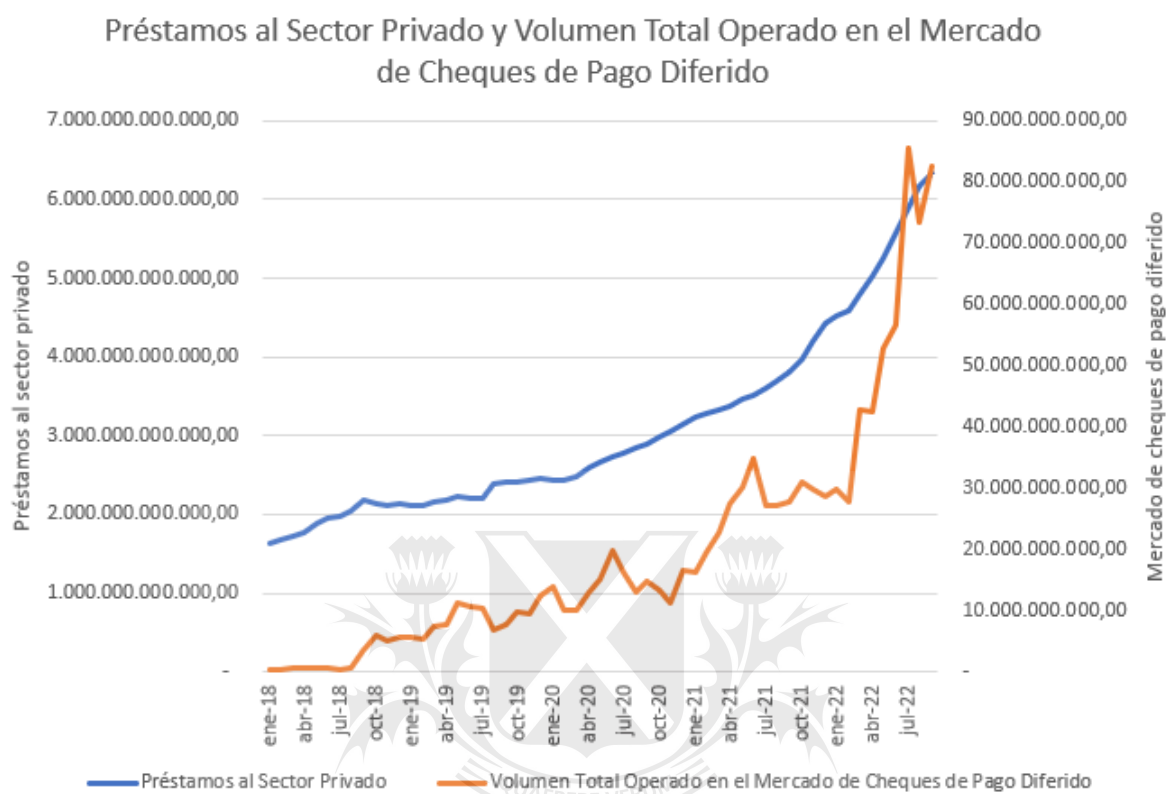
Para el final del período analizado, la distribución del monto total operado por instrumento quedó en aproximadamente un 71% el echeq, 21.5% el pagaré bursátil, 6.5% el cheque de pago diferido y 0.9% la factura de crédito electrónica.

7. Relevancia en el Sistema Financiero

Para complementar el análisis del volumen operado en el mercado de cheques de pago diferido, creemos importante ponerlo en perspectiva frente al sistema financiero argentino, con el fin de entender y explicar la relevancia de este mercado en dicho sistema. Para hacerlo, tomamos como referencia a los préstamos al sector privado, otorgados por el sistema financiero, dato que es publicado periódicamente por el BCRA en su Informe Monetario Diario.

Universidad de
San Andrés

Figura 16: Volumen total operado en el Mercado de Cheques de Pago Diferido y Préstamos al Sector Privado otorgados por el Sistema Financiero (enero 2018 – septiembre 2022).



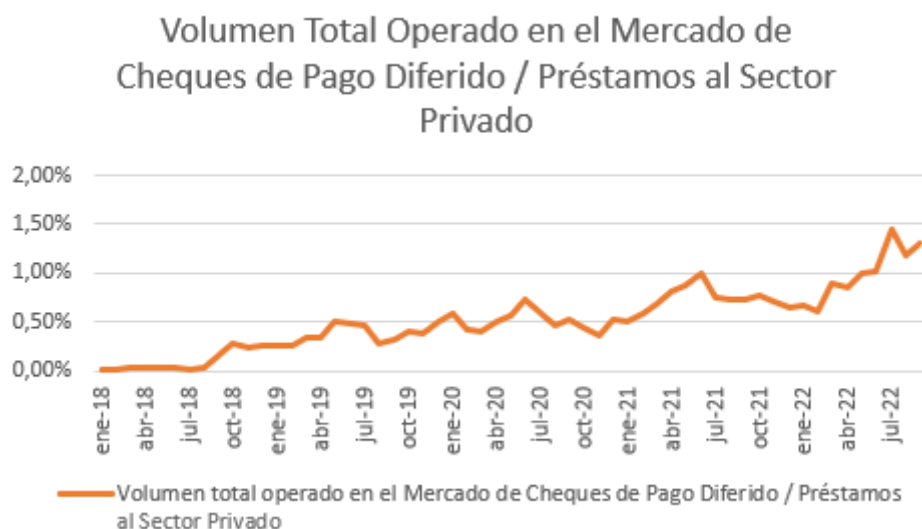
5960

Universidad de
San Andrés

⁵⁹ Informes Mensuales MAV.

⁶⁰ Informe Monetario Diario BCRA. 7/12/2022

Figura 17: Volumen total operado en el Mercado de Cheques de Pago Diferido como porcentaje de los Préstamos al Sector Privado otorgados por el Sistema Financiero (enero 2018 – septiembre 2022).



6162

Tabla 9: Volumen total operado en el Mercado de Cheques de Pago Diferido y Préstamos al Sector Privado otorgados por el Sistema Financiero, en millones de pesos (enero 2018 – septiembre 2022).

	Mercado CPD	Préstamos Sector Privado	%		Mercado CPD	Préstamos Sector Privado	%		Mercado CPD	Préstamos Sector Privado	%
ene-18	353,96	1.626.260,71	0,02%	ago-19	6.711,97	2.391.805,78	0,28%	mar-21	22.820,17	3.328.260,74	0,69%
feb-18	368,67	1.681.055,39	0,02%	sep-19	7.723,48	2.416.886,50	0,32%	abr-21	27.540,25	3.383.294,14	0,81%
mar-18	544,54	1.726.420,49	0,03%	oct-19	9.770,25	2.416.343,45	0,40%	may-21	30.044,18	3.453.609,95	0,87%
abr-18	715,28	1.774.743,86	0,04%	nov-19	9.337,36	2.440.076,44	0,38%	jun-21	34.718,67	3.509.225,24	0,99%
may-18	576,93	1.873.598,16	0,03%	dic-19	12.347,96	2.449.046,31	0,50%	jul-21	27.245,20	3.598.974,19	0,76%
jun-18	568,06	1.949.519,55	0,03%	ene-20	14.001,88	2.428.929,21	0,58%	ago-21	27.006,06	3.691.518,99	0,73%
jul-18	417,67	1.982.576,59	0,02%	feb-20	10.144,76	2.434.822,98	0,42%	sep-21	27.756,90	3.804.189,18	0,73%
ago-18	498,77	2.037.037,28	0,02%	mar-20	10.018,23	2.481.284,97	0,40%	oct-21	30.877,14	3.975.148,07	0,78%
sep-18	3.621,06	2.189.615,15	0,17%	abr-20	12.927,97	2.593.000,35	0,50%	nov-21	29.914,35	4.208.889,84	0,71%
oct-18	5.865,29	2.134.401,39	0,27%	may-20	15.183,02	2.669.221,98	0,57%	dic-21	28.695,34	4.423.840,67	0,65%
nov-18	5.157,52	2.113.325,66	0,24%	jun-20	19.822,14	2.729.480,27	0,73%	ene-22	29.888,72	4.515.002,82	0,66%
dic-18	5.566,09	2.127.652,79	0,26%	jul-20	16.356,87	2.766.303,03	0,59%	feb-22	27.613,44	4.594.598,48	0,60%
ene-19	5.620,65	2.104.760,65	0,27%	ago-20	12.954,17	2.838.408,09	0,46%	mar-22	42.856,31	4.789.267,89	0,89%
feb-19	5.393,92	2.120.331,94	0,25%	sep-20	14.898,61	2.893.255,35	0,51%	abr-22	42.462,93	5.012.119,79	0,85%
mar-19	7.413,05	2.165.135,32	0,34%	oct-20	13.330,77	2.974.077,59	0,45%	may-22	52.767,15	5.242.216,03	1,01%
abr-19	7.614,53	2.187.276,55	0,35%	nov-20	11.109,21	3.061.515,63	0,36%	jun-22	56.525,07	5.579.266,14	1,01%
may-19	11.131,43	2.229.894,80	0,50%	dic-20	16.575,87	3.146.842,44	0,53%	jul-22	85.369,16	5.904.305,61	1,45%
jun-19	10.583,28	2.201.074,19	0,48%	ene-21	16.258,69	3.224.270,50	0,50%	ago-22	73.307,98	6.167.778,68	1,19%
jul-19	10.214,09	2.207.151,37	0,46%	feb-21	19.513,94	3.270.553,51	0,60%	sep-22	82.641,62	6.338.022,13	1,30%

6364

Para este análisis, se realizaron dos figuras y una tabla, la cual contiene los datos que se utilizaron para el armado de las figuras. En la Figura 16 se incluyeron los préstamos al sector privado otorgados por el sector financiero, cuyos montos se encuentran en el eje izquierdo del gráfico, y el volumen total operado en el mercado de cheques de pago diferido, cuyos montos se encuentran en el eje derecho. Por su parte, en la Figura 17, se dividió el volumen total operado en este mercado sobre los préstamos al sector

⁶¹ Informes Mensuales MAV.

⁶² Informe Monetario Diario BCRA. 7/12/2022

⁶³ Informes Mensuales MAV.

⁶⁴ Informe Monetario Diario BCRA. 7/12/2022

privado, para obtener qué porcentaje representa sobre el total de los préstamos que recibe mensualmente el sector privado por parte del sistema financiero.

Observando la Figura 16, podemos ver que el volumen operado en el mercado de cheques de pago diferido fue creciendo sostenidamente, a un ritmo similar al de los préstamos al sector privado entre 2018 y 2020 inclusive, pero con una mayor volatilidad entre los meses. No obstante, a partir del 2021 hasta la actualidad, si bien ambas curvas muestran crecimiento, el volumen operado en el mercado de cheques de pago diferido creció a un ritmo considerablemente mayor.

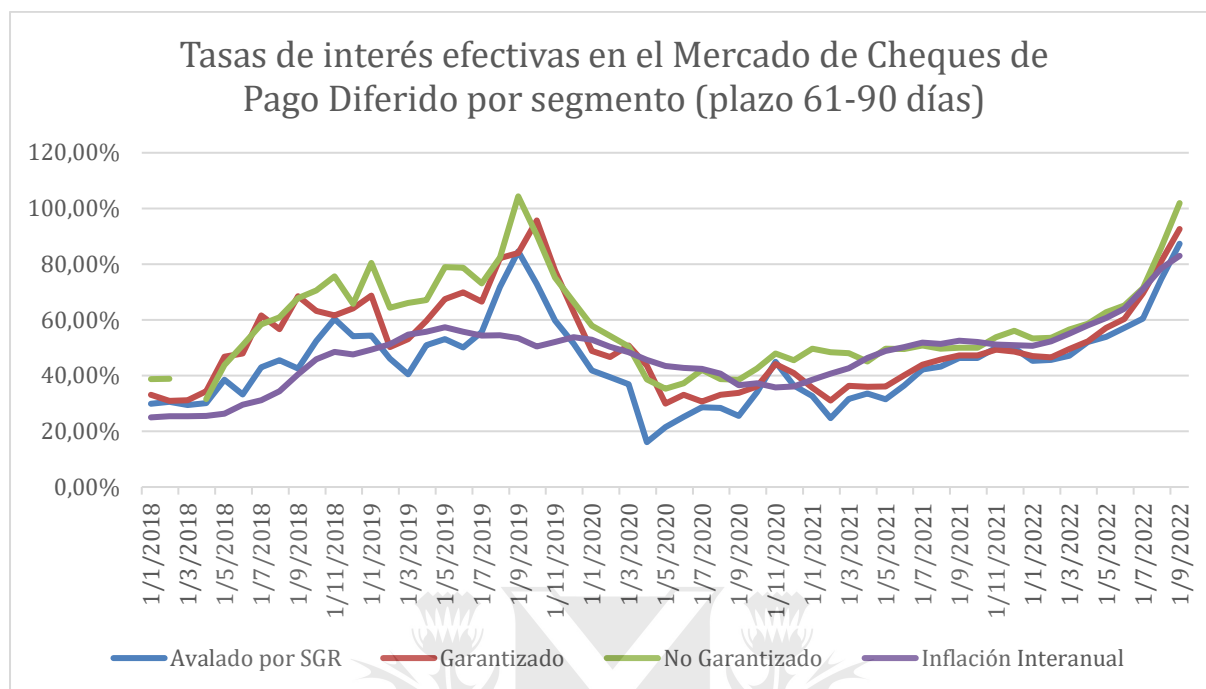
La Figura 17 muestra claramente como fue creciendo este mercado en relevancia en el sistema financiero argentino. Osciló entre el 0.25% y el 0.75% desde mediados del 2018 hasta fines del 2020. Durante el 2021, se observó un crecimiento del mercado de cheques de pago diferido sobre los préstamos totales al sector privado, consolidándose entre el 0.50% y el 1%. Finalmente, el año 2022 fue el año de mayor crecimiento de este mercado, llegando a representar más del 1.40% de los préstamos totales al sector privado.

8. Tasas de Interés

El último aspecto que vamos a analizar en este mercado es uno muy relevante, las tasas de interés de los instrumentos negociados en el mercado de cheques de pago diferido. Luego de haber visto en detalle todo lo relacionado con las cantidades en este mercado, es momento de enfocarnos en los precios. En un mercado de créditos, estos son medidos en términos de tasas de interés.

Si tenemos en cuenta que en este mercado los tomadores de deuda son principalmente PyMEs, sería lógico suponer que las tasas reales deberían ser altas, ya que el perfil crediticio de una pequeña y/o mediana empresa es más riesgoso que el de una empresa grande. Sin embargo, como se explicó anteriormente, nos encontramos frente a un mercado con un nivel de demanda asegurada por parte de las compañías de seguros, por lo que se podría especular que éste sea un factor que afecte a la baja en las tasas. Con estas dos premisas con efectos contrarios sobre las tasas de interés, resulta de gran relevancia ver y entender cómo se comportó la tasa de interés históricamente en este mercado.

Figura 18: Tasas de interés efectivas negociadas en el mercado de cheques de pago diferido, por segmento de negociación, plazo de negociación 61 – 90 días (enero 2018 – septiembre 2022).



La Figura 18 muestra la evolución de las tasas de interés efectivas promedio negociadas por mes entre enero 2018 y septiembre 2022, para los instrumentos negociados con plazos de entre 61 a 90 días. En esta figura vemos las tasas operadas por segmento de negociación, con el fin de no quedarnos únicamente con el análisis de la tasa promedio del mercado en general, sino ahondar dentro de los segmentos de negociación con los que cuenta este mercado, ya que los mismos cuentan con diferentes estructuras y características. La cuarta curva que contiene la Figura 18 es la inflación interanual por mes, que se incluyó con el fin de utilizarla como referencia para las tasas y para determinar si estas fueron positivas o negativas en términos reales a lo largo del período analizado.

Lo primero que podemos observar es que, a lo largo de todo el período, el segmento que se financió a la menor tasa de interés fue el segmento avalado por SGR, seguido del segmento garantizado, y luego, a la tasa más alta el segmento no garantizado. En adición a esto, el segmento avalado por SGR no sólo fue el que obtuvo las tasas más bajas del mercado, sino que también en la mayor parte de los meses se financió a tasas reales negativas, ya que estas se encontraron por debajo del nivel de inflación. No así los segmentos garantizado y no garantizado, en los cuales, prácticamente todos los meses, los instrumentos se negociaron en el mercado a tasas superiores a la inflación en los años 2018 y 2019.

Por otro lado, algo relevante para señalar sobre la Figura 18 es que nos muestra que a partir de enero 2020 y hasta el final del período analizado, con escasas excepciones, tanto el segmento avalado por SGR como el garantizado consiguieron tasas reales negativas, ya que las tasas de estos segmentos disminuyeron en mayor medida que la inflación a principios del 2020, y luego subieron en menor medida que la inflación a partir de fines del 2020. No obstante, en el segmento no garantizado, si bien

⁶⁵ Informes Mensuales MAV.

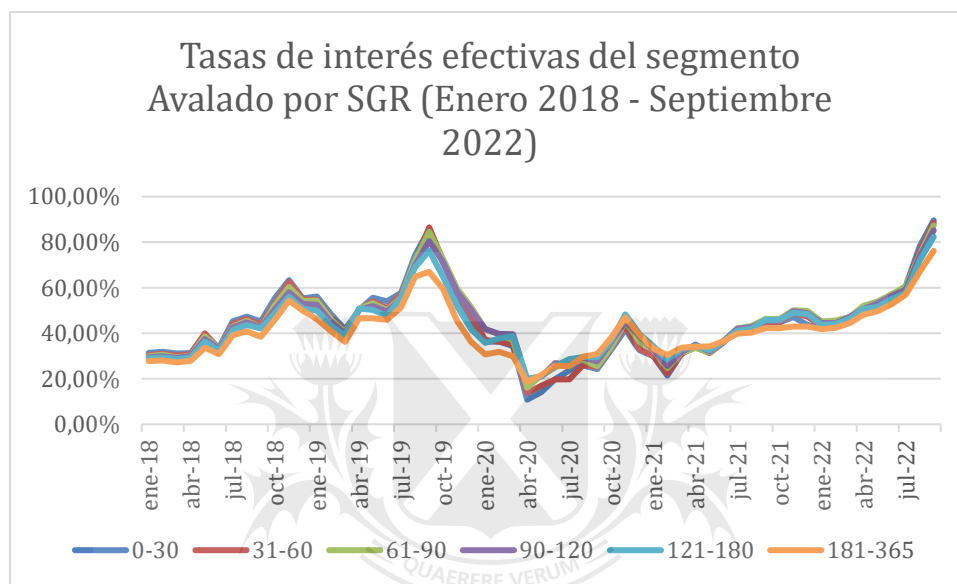
⁶⁶ Web oficial del Banco Central de la República Argentina (BCRA).

https://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp

las tasas disminuyeron en términos reales debido a que se acercaron al nivel de inflación, las tasas reales fueron positivas también del 2020 en adelante.

Por último, podemos destacar que, a partir de mediados del 2021, el *spread*, es decir, la diferencia entre las tasas, de los diferentes segmentos de negociación, disminuyó considerablemente en comparación con los años anteriores.

Figura 19: Tasas de interés efectivas negociadas en el segmento avalado por SGR, por plazo de negociación (enero 2018 – septiembre 2022).



67

En la Figura 19 vemos la evolución de las tasas de interés promedio a las que se negociaron los instrumentos dentro del segmento avalado por SGR, en los distintos plazos de negociación, por mes desde enero 2018 hasta septiembre 2022.

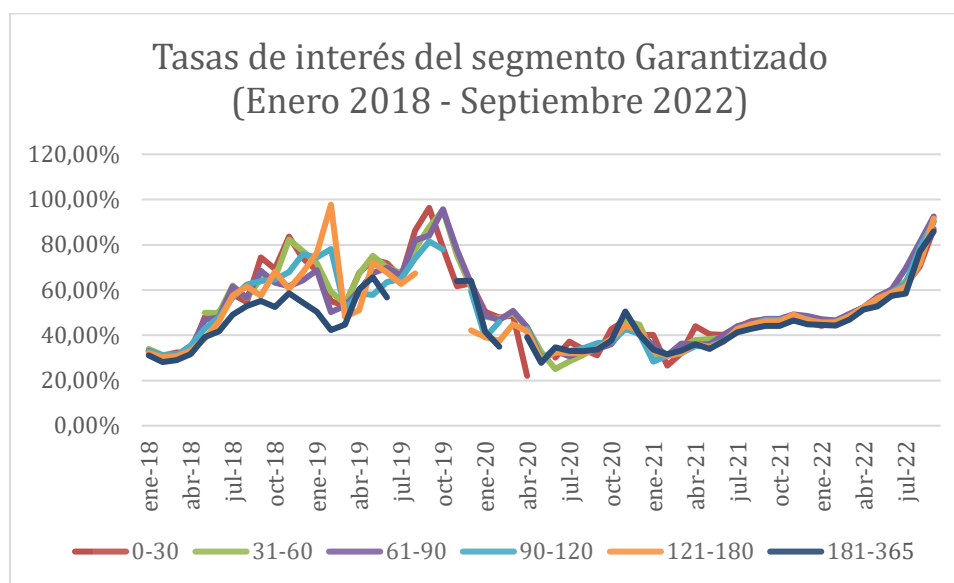
Es posible notar que, a mayor plazo, menor es la tasa de interés efectiva en la mayoría de los meses que se analizan en la figura, a excepción del 2020. No obstante, también se puede afirmar que el *spread* de tasas de los distintos plazos de negociación es considerablemente bajo.

La tasa para este segmento fue subiendo desde enero 2018, que se encontraban en torno al 30% anual, hasta septiembre 2019, mes en el que llegaron arriba del 60% anual. A partir de octubre 2019, las tasas disminuyeron fuertemente, llegando al mínimo del período analizado en abril 2020, niveles del 15% anual.

Luego de abril 2020 y hasta septiembre 2022, las tasas crecieron sostenidamente prácticamente todos los meses, finalizando entre 70% y 80% anual. También se puede observar una disminución en la diferencia de tasas por plazo en este período.

⁶⁷ Informes Mensuales MAV.

Figura 20: Tasas de interés efectivas negociadas en el segmento garantizado, por plazo de negociación (enero 2018 – septiembre 2022).



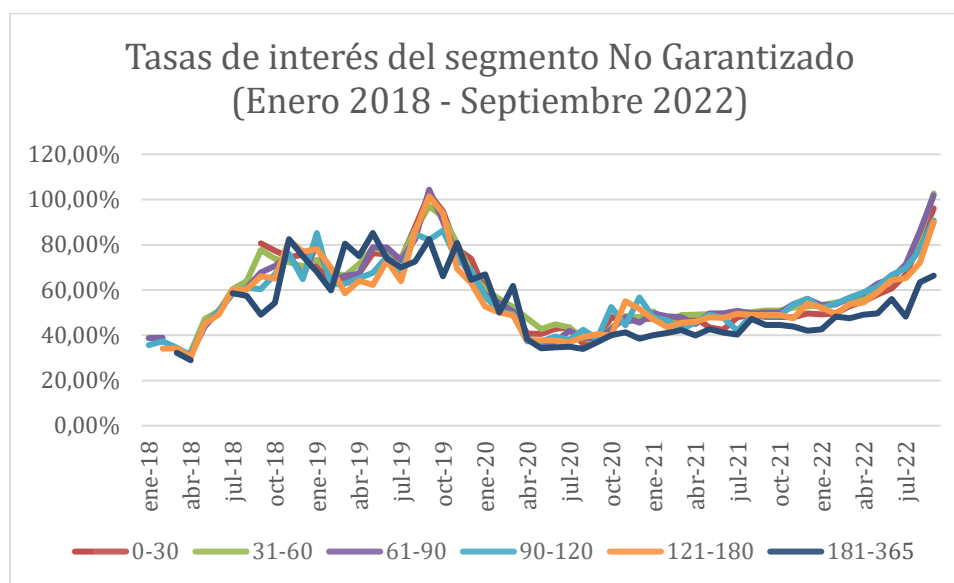
68

La Figura 20 cuenta con las mismas características que la Figura 19, con la diferencia de que esta muestra las tasas de interés del segmento garantizado. Al observar la figura podemos notar que la dispersión de tasas para los distintos plazos en este segmento, hasta mediados del 2020, es considerablemente mayor que en el segmento avalado por SGR. También se puede ver que, en ese período, la menor tasa fue la del plazo más largo (181 – 365 días), al igual que en el segmento avalado por SGR.

Las tasas comenzaron en 30% promedio para el principio del período analizado, y crecieron hasta entre el 70% y 75% a fines del 2018 y hasta entre 90% promedio para fines del 2019. Luego se observó una fuerte baja hasta llegar a niveles del 30% promedio en mayo 2020. A partir de mediados del 2020 las tasas volvieron a evolucionar positivamente hasta el final del período analizado. También resulta interesante agregar que la dispersión de tasas disminuyó fuertemente, observándose el mismo comportamiento que vimos en la Figura 19, en la cual cuanto mayor era el plazo de vencimiento, menor era la tasa.

⁶⁸ Informes Mensuales MAV.

Figura 21: Tasas de interés efectivas negociadas en el segmento no garantizado, por plazo de negociación (enero 2018 – septiembre 2022).



69

Por último, en el análisis de las tasas de interés del mercado de cheques de pago diferido, tenemos la Figura 21 que nos muestra la evolución de las tasas de interés para los distintos plazos, en el segmento no garantizado.

Así como vimos en las Figuras 19 y 20, las tasas crecieron desde enero 2018 hasta encontrar máximos en finales de los años 2018 y 2019 (75% y 90% promedio respectivamente), y entrado el 2020 bajaron fuertemente, hasta niveles de entre 35% y 40%. A partir de este punto, las tasas siguieron creciendo todo el resto del período analizado.

Al igual que en el segmento garantizado, se puede observar mayor dispersión de tasas hasta llegar a la mediados del 2020, y luego la dispersión disminuye considerablemente. Otro punto por destacar de la información de esta figura es que, una vez que la dispersión de las tasas disminuye, es posible notar que, como vimos en las figuras anteriores, la tasa es menor cuanto mayor es el plazo. No obstante, en este segmento, la diferencia es mayor que en los otros dos.

Podemos argumentar que la explicación para este fenómeno se puede encontrar en el hecho de que en este segmento existe el factor del riesgo crediticio de cada empresa que accede a este mercado. Posiblemente sólo las empresas que sean consideradas como menos riesgosas puedan acceder a endeudarse a plazos más largos, lo cual explicaría que las tasas de los plazos más largos sean bajas, ya que estas empresas son menos riesgosas que las que se financian a plazos menores.

Como análisis general para los tres segmentos de negociación, es importante señalar que uno de los potenciales motivos que explican el porqué de la mayor dispersión de tasas a principios del período analizado, puede ser el volumen negociado en esos dos primeros años. Como vimos anteriormente cuando fue analizado el volumen operado en el mercado de cheques de pago diferido, el monto operado

⁶⁹ Informes Mensuales MAV.

fue creciendo con el paso del tiempo, lo cual disminuye la posibilidad de que *outliers* y operaciones puntuales afecten las tasas promedio operadas mensualmente.

9. Conclusión

A modo de conclusión, podemos decir que se ha hecho un análisis económico del mercado de cheques de pago diferido, que abarca las bases de este mercado (marco normativo, agentes y el mercado en el cual tiene lugar, el MAV), sus agentes, los aspectos de la oferta y la demanda, y los segmentos e instrumentos de negociación. Se incluyeron en el análisis datos de diversas partes que hacen al mercado, tanto sobre sus agentes, como también sobre volúmenes operados y tasas de interés.

Este mercado cuenta con diferentes características que lo hacen particular e interesante para su análisis, ya que les abren las puertas a las empresas más pequeñas del país para acceder al mercado de capitales. Es un hecho importante porque, permitiéndoles el acceso al crédito, estas empresas tienen la posibilidad de invertir en sus negocios y apostar al crecimiento. A nivel país, si las PyMEs pueden crecer gracias a este mercado, se incrementa tanto el nivel de producto como el nivel de empleo.

La variedad de segmentos e instrumentos con los que cuenta el mercado otorgan a los inversores diversas opciones para que opten por las que mejor se acomoden a sus perfiles de riesgo, horizontes temporales de inversión, tipo de cobertura que desean según la moneda de emisión del instrumento (pesos o dólares) y rendimiento esperado.

Como se pudo ver en las últimas secciones del trabajo, es un mercado que se encuentra en constante crecimiento en términos reales, creciendo muy rápidamente el volumen negociado de la alternativa digital, los *echeqs*, que surgieron con el fin de simplificar la operatoria y fueron adoptados tanto por la oferta como por la demanda. También se pudo observar cómo ganaron relevancia los instrumentos en dólares, así como el segmento no garantizado de negociación.

Por último, podemos afirmar que, en los últimos años, como lo vimos en las tasas de interés, las PyMEs, a través de este mercado pudieron acceder a tasas inferiores a la inflación en los segmentos avalado por SGR y garantizado, y a una tasa real levemente positiva en el segmento no garantizado, del 2020 en adelante. En adición a esto, como lo vimos en la Figura 16, el tamaño de este mercado viene creciendo a un ritmo superior al que lo hacen los préstamos al sector privado por parte del sistema financiero, por lo que estamos en condiciones de decir que el mercado de cheques de pago diferido esta creciendo en términos de relevancia dentro del mercado financiero argentino.

10. Bibliografía

- AFIP PyMEs. “*Certificado PyME*”,
<https://pymes.afip.gob.ar/estiloAFIP/pymes/ayuda/certificadoPyme.asp>
- BCRA. “*Publicaciones Estadísticas*”,
https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp
- Decreto 606/2014 (FONDEP)
- Decreto 699/2018 (SGR)
- Informe Monetario Diario BCRA.
- Informe Monetario Mensual. Octubre 2022. BCRA.
- Informe sobre Bancos (agosto 2019). BCRA
- Informe sobre Bancos (agosto 2020). BCRA
- Informe sobre Bancos (agosto 2021). BCRA
- Informe sobre Bancos (agosto 2022). BCRA
- Ley N° 20.643. Régimen para la compra de títulos valores privados. Bs. As. 11/2/1974.
- Ley N° 23.962. Obligaciones Negociables. Bs. As. 4/7/1991.
- Ley 24.452. LEY DE CHEQUES. Bs. As., 22/2/95.
- MAV S.A. “*¿Qué es el MAV?*”, www.mav-sa.com.ar/productos/que-es-el-mav
- MAV S.A. “*Agentes MAV*”, <https://www.mav-sa.com.ar/agentes/agentes-mav/>
- MAV S.A. “*Productos MAV / Cheques de pago diferido*”, <https://www.mav-sa.com.ar/productos/productos-mav/cheque-de-pago-diferido/>
- MAV S.A. “*Procedimiento de liquidación de garantías CPD Garantizados MAV*”, https://www.mav-sa.com.ar/uploads/tx_sbdownloader/Procedimiento_de_Liquidacion_de_Garantias_CPD_Garantizados_MAV_-_2021.pdf
- Mercado de capitales: manual para no especialistas. -1a ed. - Buenos Aires: Temas Grupo Editorial, 2010.
- MAV S.A. “*Productos MAV / Pagaré bursátil*”, <https://www.mav-sa.com.ar/productos/productos-mav/pagare-bursatil/>
- MAV S.A. “*Productos MAV / Echeq*”, <https://www.mav-sa.com.ar/productos/productos-mav/echeq/>
- MAV S.A. “*Productos MAV / Factura de crédito electrónica*”, <https://www.mav-sa.com.ar/productos/productos-mav/factura-de-credito-electronica/>
- Ruiz, V. H. (s. f.). *Manual de Capacitación en Fondos Comunes de Inversión*. UBA.
- Resolución 212/2013. Régimen de Sociedades de Garantía Recíproca. Derogaciones. Bs. As., 28/11/2013.
- Resolución General 534/2008. Régimen Especial para la Constitución de Fondos Comunes de Inversión Pymes.
- Salerno, A. y Rampone, M. (2022). *EVOLUCIÓN DE LAS PYMES EN ARGENTINA Y SU IMPACTO EN EL EMPLEO*. UCEMA
- Series históricas de estadísticas monetarias. Ministerio de Hacienda.
- Solow, R. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70 (1).
- Web oficial del Banco de la Nación Argentina. <https://www.bna.com.ar/Personas>