

# LA SITUACIÓN DEL FINANCIAMIENTO PYME EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO

Matías Isasa

*Director de la CNV*

Matías Piñeyro

*Subgerente de PYME*

*Comisión Nacional de Valores de Argentina*

## Índice

<i>I. Importancia de las PyMEs en la economía argentina.....</i>	<i>2</i>
<i>II. Composición del mercado de capitales y su importancia en el financiamiento productivo .....</i>	<i>2</i>
<i>III. Instrumentos de financiamiento PyME a través del mercado de capitales.....</i>	<i>4</i>
<i>IV. Confiabilidad del sistema de garantía argentino.....</i>	<i>6</i>
<i>V. Ventajas del financiamiento PyME dentro del mercado de capitales .....</i>	<i>7</i>
<i>VI. ¿Qué tipo de inversores compran los instrumentos PyME?.....</i>	<i>8</i>
<i>VII. Acciones de promoción del financiamiento PyME.....</i>	<i>8</i>
<i>VIII. Conclusión .....</i>	<i>9</i>

# LA SITUACIÓN DEL FINANCIAMIENTO PYME EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO

Matías Isasa<sup>1</sup>

*Director de la CNV*

Matías Piñeyro<sup>2</sup>

*Subgerente de PYME*

*Comisión Nacional de Valores de Argentina*

## I. Importancia de las PyMEs en la economía argentina

El universo PyME está compuesto por más de 800.000 empresas que son consideradas como las grandes generadoras de puestos de trabajo en el país. Se calcula que más de cinco millones de puestos de trabajo provienen de ellas (cerca del 50% del total del trabajo registrado y del 70% del trabajo registrado formal privado) con una participación en el Producto Nacional del 44%. Solo en 2022, se crearon aproximadamente 16.000 empresas, todas PyMEs<sup>3</sup>.

Además, de las 9.500 empresas exportadoras del país, el 85% son PyMEs que registraron ventas al exterior por más de US\$12.000 millones de dólares en 2022; lo que representa un 15% del total de exportaciones registradas<sup>4</sup>.

Pese a estos números crecientes de actividad/empleo/ventas y generación de nuevas empresas, la gran mayoría de ellas cuentan con una serie de problemas que dificultan su crecimiento y en este sentido se detecta que:

- Existe un alto nivel de informalidad en el empresariado PyME.
- Los desafíos que impone la situación macroeconómica y el costo de financiamiento (inflación, tasa de interés, acceso a los dólares para la importación de insumos, etc.).
- Las dificultades para muchas PyMEs para insertarse en el mercado internacional.

Respecto del acceso al financiamiento específicamente, la experiencia de los últimos años de la CNV permite observar que en Argentina quienes necesitan financiamiento o bien, recurren al sistema bancario, o bien utilizan capital propio, lo cual pone techo al crecimiento. Por otra parte, quienes manejan mayor informalidad en el sector de crédito terminan pagando tasas usureras. Es por ello que es necesario seguir promoviendo el financiamiento en el mercado de capitales y así complementar con esta herramienta las brindadas por el sistema bancario.

## II. Composición del mercado de capitales y su importancia en el financiamiento productivo

El financiamiento PyME dentro del mercado de capitales viene creciendo de forma sostenida año a año. Tal como surge del siguiente gráfico, la evolución del volumen negociado de instrumentos de financiamiento de corto plazo es notoria.

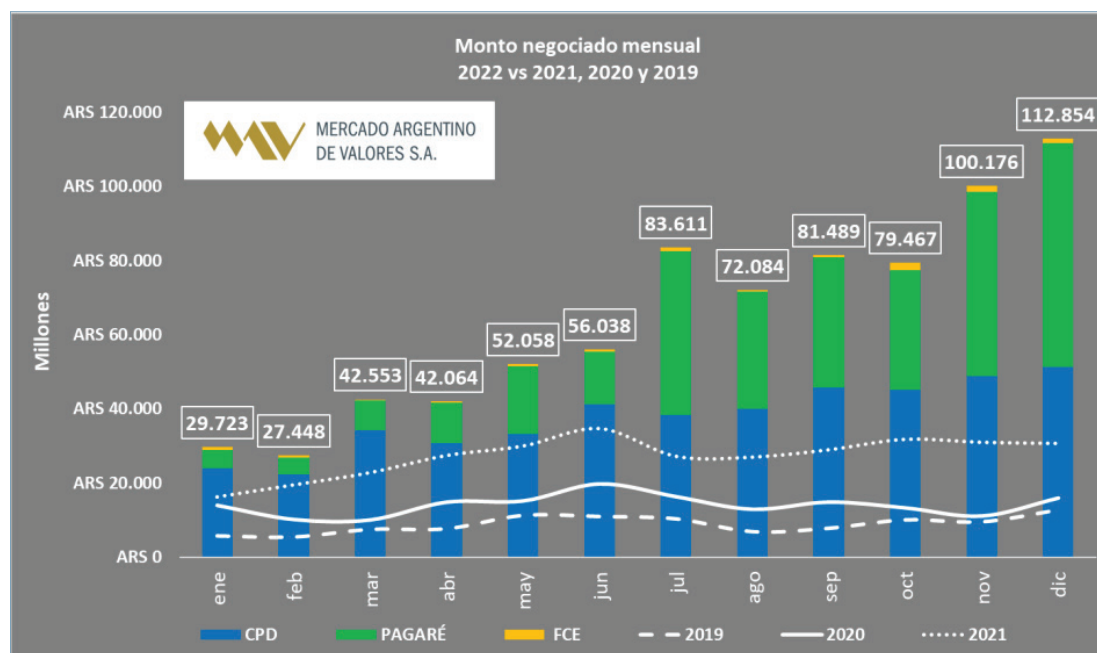
<sup>1</sup> Abogado por la Universidad Nacional de La Plata (UNLP) y Magister en Derecho y Economía de la Universidad Torcuato Di Tella. Es docente en la Maestría en Finanzas de la UBA y autor del libro "Crisis y reestructuración de deuda soberana" (2017, Editorial Eudeba).

<sup>2</sup> Se desempeña como Subgerente de PYME en la CNV de Argentina, en la Gerencia de Emisoras desde el año 2021. Es Contador Público Nacional por la Universidad de Buenos Aires (UBA).

<sup>3</sup> Boletín estadístico mensual sobre cobertura y financiación de la Superintendencia Riesgos del Trabajo (Diciembre 2022) [https://www.srt.gob.ar/estadisticas/boletin\\_total\\_sistema/BOLETIN%20TOTAL%20SISTEMA%20-%20Septiembre%20de%202022.pdf](https://www.srt.gob.ar/estadisticas/boletin_total_sistema/BOLETIN%20TOTAL%20SISTEMA%20-%20Septiembre%20de%202022.pdf)

<sup>4</sup> Datos proporcionados por la Dirección Nacional de Fortalecimiento de la Competitividad PyME de la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa de la Secretaría de Industria y Desarrollo Productivo del Ministerio Economía de la Nación.

**Tabla N° 1: Monto negociado de instrumentos PyMes de corto plazo (cheques, pagarés y facturas de crédito electrónicas) durante 2022 (en pesos)**



Fuente: Mercado Argentino de Valores (MAV)

El crecimiento interanual del volumen de productos de financiamiento PyME negociados en MAV, el mercado de productos PyME por excelencia en Argentina, fue de casi Ar\$113.000 millones<sup>5</sup>, lo que representa un incremento interanual del 269%<sup>6</sup>. Es decir, aun teniendo en consideración la inflación acumulada durante 2022 en la Argentina, la evolución del volumen operado de estos instrumentos creció en términos reales.

Por otro lado, tomando la información de autorizaciones de oferta pública de CNV, si se incluye además el financiamiento vía de deuda de mediano plazo, a través de la emisión de Obligaciones Negociables (ON) en sus diferentes formatos; el total del financiamiento PyME fue de más de Ar\$600.000 millones<sup>7</sup>, lo que representó un incremento interanual del 126%<sup>8</sup>.

En términos de cantidad de empresas, según el reporte de la CASFOG<sup>9</sup> a noviembre de 2022 más de 30.000 PyMEs utilizaron el mercado de capitales para financiarse. Esto representa menos del 5% del total de empresas PyMEs existentes en la Argentina y, por lo tanto, una gran oportunidad para el crecimiento de este mercado.

A su vez, mirando las empresas que utilizan el mercado de capitales para financiarse, la relevancia de las PyMEs es cada vez más alta, ya que aproximadamente el 50% de las empresas que se encuentran en el régimen de oferta pública en el país, tanto por acciones como por ONs, son empresas PyMEs<sup>10</sup>.

5 Equivalente a US\$612 millones tomando tipo de cambio Comunicación A3500 del BCRA al 30/12/22 de Ar\$184,63 por cada US\$1.

6 Mercado Argentino de Valores. Informe Mensual. Diciembre 2022. Disponible en: <https://www.mav-sa.com.ar/research/cpd-pagares-y-fce/mensual/>

7 Equivalentes a US\$3.250 millones al tipo de cambio del 30/12/22.

8 CNV. Informe de Financiamiento en el Mercado de Capitales. Diciembre 2022. Disponible en: [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe\\_de\\_financiamiento\\_en\\_el\\_mercado\\_de\\_capitales\\_diciembre\\_2022\\_0.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_de_financiamiento_en_el_mercado_de_capitales_diciembre_2022_0.pdf)

9 Reporte Sistema de Garantías, noviembre 2022 (CASFOG). <https://casfog.com.ar/wp-content/uploads/2023/01/Informe-Sistema-de-Garantias-CASFOG-NOVIEMBRE-2022.pdf>

10 CNV. Informe de Financiamiento en el mercado de Capitales. Diciembre 2022.

Esto se debe, en parte, a una serie de políticas públicas que son impulsadas por organismos como la CNV con el objetivo de que cada vez más empresas conozcan la oferta de instrumentos a los que pueden acceder y se acerquen al mercado de capitales. Más adelante volveremos a este punto.

### III. Instrumentos de financiamiento PyME a través del mercado de capitales

El mercado de capitales argentino ha desarrollado una serie de instrumentos específicos para esta categoría de empresas bajo el fundamento de entender que, por su tamaño y desarrollo de capacidades, no pueden ser tratadas como el resto de las empresas que acceden al financiamiento a través del régimen de oferta pública. Sobre esta lógica se pensaron instrumentos sencillos, que tienen un bajo nivel de requerimientos informativos para las PyMEs, de forma tal de hacer más sencilla la posibilidad de acceder al mercado. Ese menor volumen de información por parte de los emisores se compensa con mecanismos de garantías que permiten que los inversores puedan invertir sin la necesidad de analizar cada uno de los riesgos implícitos que representa cada PyME.

A continuación, se describen de forma resumida estos instrumentos. En primer lugar, existen tres instrumentos de financiamiento de corto plazo, pensados tanto para financiar capital de trabajo como inversión:

- **Cheque de Pago Diferido (CPD):** tanto en formato papel como electrónico, es un instrumento bancario que lo que hace el MC es monetizarlo. Dado que tiene un plazo máximo de 360 días es el instrumento más utilizado para financiar capital de trabajo aplicando una tasa de descuento en moneda local.
- **Pagaré bursátil:** cuando las necesidades de financiamiento requieren de una moneda extranjera o de un mayor plazo aparece el Pagaré bursátil como una opción. Este es un instrumento que permite emisiones de hasta tres años de plazo y puede ser realizado en moneda extranjera. De hecho, durante 2022, el éxito de este instrumento se dio justamente en su versión denominada en dólares estadounidenses; con operaciones que se concretan en moneda local (conocidos localmente como emisiones “dolar-linked”) y que resultan muy adecuadas para aquellos emisores que generan ingresos en dólares o atados a esta moneda. Con este instrumento, la empresa se financia a mediano plazo con una tasa de descuento sobre el valor nominal.
- **Factura de crédito electrónica (FCE):** más conocido como factoring, es el comprobante comercial de operaciones de venta y/o provisión de servicios que se genera en una cadena de valor por una empresa PyME (proveedores) a una empresa grande, entendiéndose por tal a todas aquellas que no son consideradas PyMEs. La FCE fue reconocida como valor negociable a través de la Ley de Financiamiento Productivo que entró en vigencia en 2018, con lo cual su uso todavía es incipiente.
- **Obligaciones Negociables (ONs):** son títulos de deuda autorizados por la CNV a la oferta pública emitidos por empresas privadas. Es un instrumento de renta fija, cuyos términos y condiciones se encuentran preestablecidos en un prospecto de emisión. Lo que caracteriza a este instrumento es la posibilidad de estructurarlo a medida de las necesidades de financiamiento de la empresa, por lo que resulta ideal para financiar proyectos de inversión, refinanciar pasivos o para mejorar la estructura financiera de la compañía. Puede emitirse tanto en moneda local como en moneda extranjera y devenga una tasa de interés.

Para los emisores PyMEs existen dos regímenes de ON específicos: el Régimen PyME simple y el Régimen PyME garantizado.

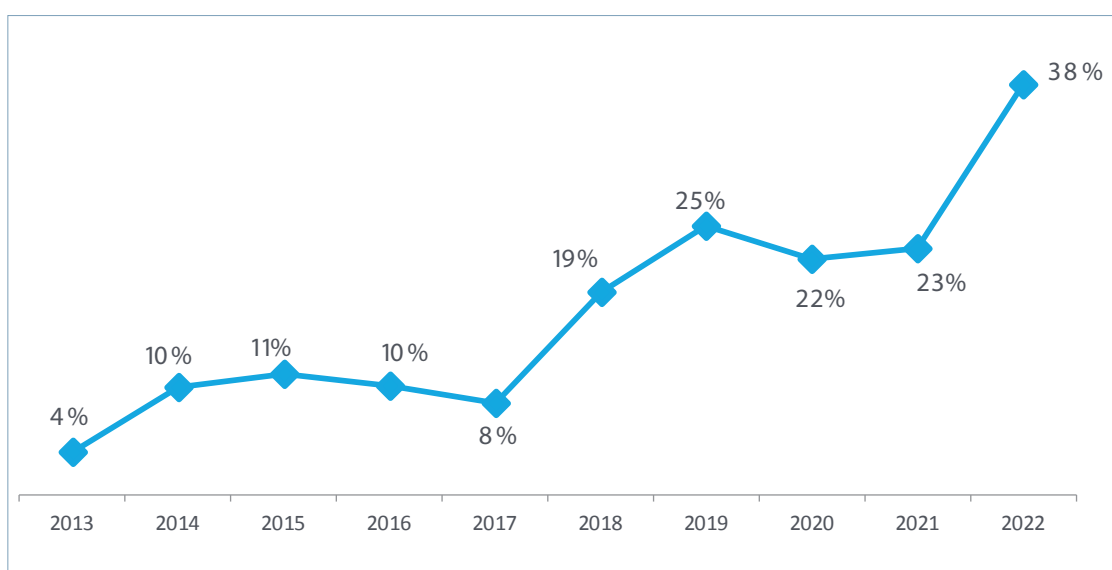
- **Fideicomisos Financieros (FF) PyME:** son instrumentos con oferta pública en donde una empresa que califica como PyME CNV (fiduciante) cede activos a ser administrados por una entidad registrada ante CNV como Fiduciario Financiero y, contra esos activos, se emiten valores negociables que se colocan y negocian en mercados autorizados. Cuando esos valores son instrumentos de capital (renta variable) se denominan Certificados de Participación (CP) y cuando son instrumentos de deuda (renta fija) se denominan Valores Representativos de Deuda (VRD).

También son considerados PyME los FF en los que, si bien el fiduciante no es una PyME, por lo menos el 70% de los créditos que se ceden fueron otorgados a empresas que sí presentan este carácter.

- **Acciones:** nuestra regulación también prevé la posibilidad de que las PyMEs emitan acciones en el mercado. Este régimen regulatorio también resulta más sencillo que el régimen general para empresas no PyMEs. Sin perjuicio de ello, el mercado accionario en Argentina se encuentra muy retraído y eso se nota aún más en el caso de las empresas de menor tamaño.

La siguiente tabla muestra el fuerte crecimiento que tuvo el uso de los instrumentos de financiamiento PyME en Argentina durante el año 2022.

**Tabla N° 2: Evolución del financiamiento PYME en relación al financiamiento total en el mercado de capitales argentino (en porcentajes)**



Fuente: CNV. Informe de Financiamiento en el mercado de capitales. Diciembre 2022.

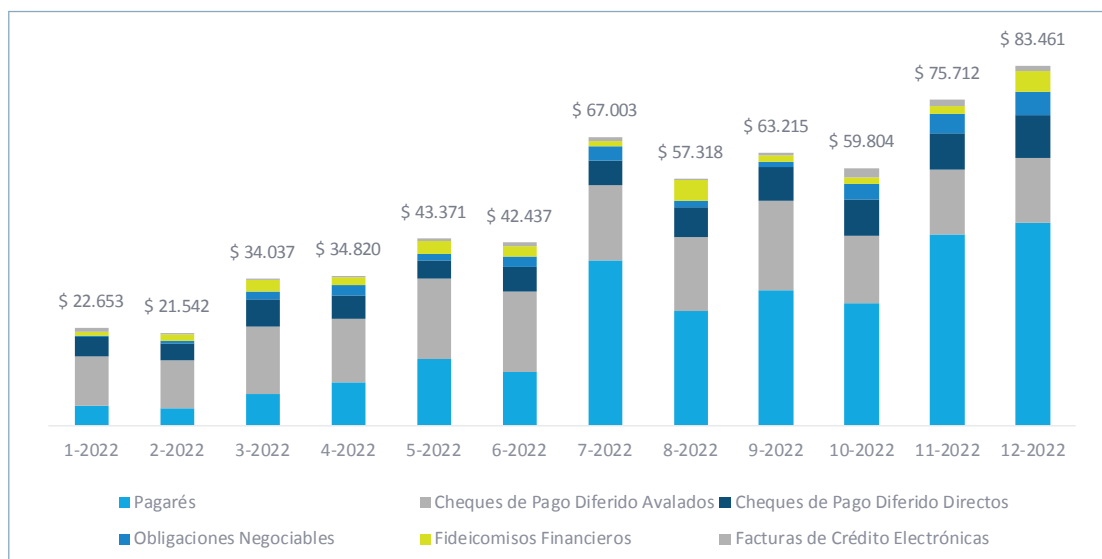
Es muy interesante ver el fuerte crecimiento que se observa durante el año 2022, siendo el resultado de la consolidación del mercado de capitales como una opción de financiamiento acorde a los tiempos actuales que las empresas PyMEs están viviendo y la existencia de instrumentos adecuados a sus necesidades.

Por otro lado, si analizamos el uso de estos instrumentos de financiamiento durante el año 2022, vemos que el pagaré fue el instrumento más utilizado por las PyMEs, con una negociación récord de Ar\$270.262 millones<sup>11</sup> (el 44,6% del financiamiento PyME acumulado anual), a diferencia del año

<sup>11</sup> Equivalente a US\$1.464 millones, tomando el tipo de cambio Comunicación A 3500 del BCRA al 30/12/22.

anterior, en el que ponderó el 15% del total. El cheque de pago diferido perdió su liderazgo, pasando de acaparar más del 70% de los fondos en 2021 al 44,4% en 2022.

**Tabla N° 3: Volumen operado de instrumentos pymes durante 2022 (en pesos)**



Fuente: CNV. Informe de Financiamiento en el mercado de capitales. Diciembre 2022.

#### IV. Confiabilidad del sistema de garantía argentino

Un actor protagónico de la inclusión de las PyMEs son las “Entidades de Garantía” debido a que cumplen un rol fundamental para la obtención de financiamiento de calidad con mejores condiciones gracias al aval que otorgan a cambio de una comisión.

Los inversores analizan la situación financiera del garante/avalista que es quien debería asumir el pago en caso de incumplimiento de la PyME. Este traslado del “riesgo PyME” al “riesgo entidad de garantía” hace que las empresas accedan a un financiamiento más beneficioso con mejores tasas y mayores montos y plazos, adaptado a sus necesidades puntuales definidas con el asesoramiento de la entidad de garantía.

Si bien todas las entidades de garantía tienen por objeto principal el otorgamiento de avales a las PyMEs y un fondo para hacer frente a sus obligaciones, se las puede distinguir según cual sea el origen de sus fondos.

En el primer grupo se encuentran las sociedades de garantía recíproca (SGR), que son sociedades comerciales que tienen por objeto principal el otorgamiento de avales a las PyMEs con aportes de entidades privadas. Dependiendo el monto del fondo de riesgo con el que cuente la SGR es el nivel de apalancamiento que pueden realizar (o sea de emitir garantías) dado que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) limita a las mismas a no superar el nivel de apalancamiento de 4 a 1 -por cada peso de fondo de riesgo se puede otorgar 4 pesos de aval- haciendo que el sistema sea saludable ante contingencias futuras.

Luego, se encuentran los fondos de garantía de carácter público (FGCP) que, cómo su nombre lo indica, dependen de gobiernos provinciales o nacional. Cómo ejemplo está el FOGAR que es de

carácter nacional y hay muchos fondos provinciales, quienes limitan su actuación al otorgamiento de garantías a PyMEs dentro de su jurisdicción.

Por último, se encuentran las entidades financieras reguladas por el BCRA, autorizadas a otorgar avales en el mercado de capitales por la CNV. Se encargan de ampliar el sistema de garantía dado de que cuentan con una cartera de empresas PyME ya establecidas otorgándole la posibilidad de financiamiento.

Recientemente CNV creó un registro de entidades de garantías en el cual se deben inscribir cualquiera de estas entidades que pretenda garantizar productos que son ofrecidos en el mercado de capitales<sup>12</sup>. También se instauró un régimen informativo a partir del cual estas entidades de garantía -que no son regulados primarios de CNV sino que su regulación y control están a cargo de otras áreas del Estado- deben cumplir para poder actuar en el mercado de capitales<sup>13</sup>. En el mismo se solicitan algunos indicadores básicos que se ponen a disposición del público inversor en la web de CNV, de forma tal de que éstos puedan hacer su propio análisis de solvencia de las diferentes entidades de garantía. Cabe aclarar que este régimen informativo no incluye a las entidades financieras reguladas por el Banco Central de la República Argentina.

## V. Ventajas del financiamiento PyME dentro del mercado de capitales

El mercado de capitales local es uno de los más avanzados de Latinoamérica y presenta ventajas tales como ser una alternativa al financiamiento bancario y, a su vez, complemento del mismo.

Por otra parte, el mercado de capitales otorga visibilidad, esto se debe a que el mismo tiene prestigio ya sea por los regímenes de información que deben cumplir las emisoras de valores negociables ante CNV y los mercados como también por hacer pública dicha información, genera que los actores económicos le brinden mejores condiciones en lo relativo a lo comercial como en la obtención de financiamiento alternativo.

Además, existe la posibilidad de estructurar financiamiento a mediano/largo plazo, esta característica diferencia al mercado de capitales del sistema bancario. Cuando una empresa busca obtener financiamiento en un banco, debe adaptarse a las condiciones de éste en materia de plazos, tasas y fechas de pago (tanto de capital como de intereses), luego de pasar un exhaustivo proceso de análisis crediticio. En cambio, en el mercado de capitales es la propia empresa la que establece las condiciones de acuerdo a sus necesidades financieras.

La gama de instrumentos también es algo que se diferencia dado que, como se desarrolló en el apartado anterior, se cuentan con instrumentos de corto plazo, pero fundamentalmente con instrumentos de mediano/largo plazo que posibilitan la realización de proyectos de inversión más desafiantes y con verdadero impacto en la economía real.

Por último, localmente existe un mercado especializado en el financiamiento PyME denominado Mercado Argentino de Valores S.A. El mismo se ubica en Rosario, Provincia de Santa Fe, se especializa en productos PyMEs y, con su red de agentes comerciales, promociona el mercado de capitales fundamentalmente en el interior del país. Es muy dinámico y constantemente se va adaptando a las necesidades planteadas por las empresas en todo el territorio nacional.

<sup>12</sup> Este registro fue creado a través de la Resolución General N° 937/22.

<sup>13</sup> El listado de las entidades de garantías se encuentra disponible al público en el siguiente link: <https://www.cnv.gov.ar/sitioweb/sociedadesgarantiareci-proca>.

## VI. ¿Qué tipo de inversores compran los instrumentos PyME?

Por regla general, los inversores que pueden acceder a instrumentos PyME en el mercado de capitales son los denominados inversores calificados por las normas de la CNV.<sup>14</sup> Cuando el instrumento se encuentra avalado por una entidad de garantía, pueden participar tanto inversores calificados como no calificados.

Otra de las claves del éxito del sistema de financiamiento bursátil para las PyMEs es la política pública destinada a canalizar recursos hacia los instrumentos de financiamiento PyME. Puntualmente, la regulación emitida en el año 2019 por la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN)<sup>15</sup> mediante la cual las compañías de seguros deben destinar, como mínimo, el 5% de sus inversiones a instrumentos PyME. Esta norma promovió la liquidez para el financiamiento de las PyMEs, dinamizando y dando volumen al mercado de los Fondos Comunes de Inversión PyME (FCI PyME).

En línea con ello, la CNV ha dictado normativa que establece las características que debe reunir un Fondo Común de Inversión para ser considerado PyME y, de esta forma, constituir un instrumento elegible por las aseguradoras, conforme lo requerido por la SSN. A tales fines, estos fondos deberán invertir por lo menos el 75% de su patrimonio administrado en valores negociables que financien a empresas PyMEs.

En la actualidad existen alrededor de 50 FCI PyME que administran más de \$ 200.000 millones (aproximadamente US\$ 1.083 millones)<sup>16</sup>.

## VII. Acciones de promoción del financiamiento PyME

Finalmente, un tercer elemento que entendemos que incide en el éxito del financiamiento PyME en el mercado de capitales argentino son los esfuerzos que todos los actores del ecosistema vienen haciendo para poner en conocimiento de las empresas argentinas las diferentes alternativas de financiamiento existentes. Tanto desde CNV como desde distintos sectores, incluidas las cámaras que agrupan a las entidades de garantías, los mercados, la autoridad de aplicación en materia PyME y cámaras empresarias, se promueven múltiples estrategias para la inclusión de las PyMEs al mercado.

La difusión de los instrumentos es parte de la política que lleva a cabo la CNV en todo el territorio argentino, tanto de manera presencial como virtual.

En esa línea, en abril del 2022 la CNV firmó un Convenio de colaboración con la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME)<sup>17</sup> a fin de impulsar la inclusión financiera y el financiamiento de las PyMEs. En el marco de dicho convenio, en diciembre del 2022 la CNV lanzó una "Guía PyME"<sup>18</sup>, con la colaboración de todos los actores antes mencionados, mediante la que se pretende ampliar los conocimientos de las empresas en relación al acceso y financiamiento a través del mercado de capitales.

<sup>14</sup> Las Normas CNV (Texto ordenado 2013) definen a quienes incluye la definición de inversores calificados. Disponible en: <https://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/Content/assets/files/TOC2013.pdf>

<sup>15</sup> Resolución General 187/2019 Superintendencia de Seguros de la Nación: <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/202383/20190226#:~:text=RESOL%2D2019%2D187%2DAPN%2DSSN%23MHA&text=CONSIDERANDO%3A,los%20intereses%20de%20los%20asegurados>

<sup>16</sup> Ver Informe Mensual de diciembre 2022 de CAFCI. Disponible en: [https://www.cafci.org.ar/Publica/Estadistica/Resumenes/Mensual/20221201\\_Resumen\\_Industria.pdf](https://www.cafci.org.ar/Publica/Estadistica/Resumenes/Mensual/20221201_Resumen_Industria.pdf)

<sup>17</sup> <https://www.argentina.gob.ar/noticias/convenio-de-cooperacion-con-came>

<sup>18</sup> Guía PyME para el acceso al Mercado de Capitales. Disponible en: [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/guia\\_pyme\\_para\\_el\\_acceso\\_al\\_mercado\\_de\\_capitales\\_1512\\_1502.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/guia_pyme_para_el_acceso_al_mercado_de_capitales_1512_1502.pdf)

## VIII. Conclusión

En este artículo se detallaron las características del mercado de capitales argentino que lo convierten en una oportunidad para el financiamiento PyME.

Todas las condiciones para que continúe progresivamente el crecimiento de los últimos años están dadas, ya que las empresas necesitan financiamiento. Los instrumentos de corto, mediano y largo plazo están desarrollados y consolidados, el regulador CNV da seguridad y transparencia a inversores y emisores, las entidades de garantía absorben el “riesgo PyME” haciendo una importante tarea de inclusión, el mercado es especializado y dinámico y los inversores calificados tienen liquidez disponible que deben volcar al sistema.

Todas estas condiciones demuestran que el mercado de capitales está camino a ocupar un rol preponderante en el financiamiento PyME, complementando el sistema bancario y elevando el ratio crédito privado/ PBI (actualmente por debajo respecto del resto mundo)<sup>19</sup>. Continuar transitando este camino resultará en un impacto positivo en la generación de empleo y en las inversiones en la economía real.

El sendero de crecimiento sostenido en el largo plazo se desarrolla canalizando los ahorros de los argentinos en el marco de la financiación de las empresas argentinas, donde el mercado de capitales es el vehículo para ese objetivo.

---

<sup>19</sup> Crédito interno al sector privado otorgado por los bancos (% del PIB) - Argentina  
<https://datos.bancomundial.org/indicador/FD.AST.PRVT.GD.ZS?end=2020&locations=AR&start=1960&view=chart>