

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2017

Alumno: Emilio A. Ferreyra

*El rol de los Sistemas de Garantías en el financiamiento Pyme:
potencialidad real del Sistema de Garantías Recíprocas en
Argentina y condiciones para su crecimiento*

Índice

Abstract.....	3
Introducción.....	4
1. Pymes.....	6
1.1 <i>Características a nivel mundial.....</i>	6
1.2 <i>Problemas de acceso al financiamiento.....</i>	7
1.3 <i>Papel de las garantías.....</i>	8
1.4 <i>Pymes en Argentina.....</i>	10
2. Normativa actual para el desarrollo Pyme en Argentina.....	13
2.1 <i>Ley Pyme.....</i>	13
2.2 <i>Ley de Emprendedores.....</i>	16
2.3 <i>Ley de Mercado de Capitales.....</i>	17
3. Sistemas de Garantías.....	19
3.1 <i>Objetivos.....</i>	19
3.2 <i>Modelos de Sistemas de Garantías.....</i>	20
3.3 <i>Casos Internacionales.....</i>	23
3.3.1 <i>Canadá.....</i>	23
3.3.2 <i>Estados Unidos.....</i>	24
3.3.3 <i>Francia.....</i>	25
3.3.4 <i>Italia.....</i>	26
3.3.5 <i>España.....</i>	28
4. El Sistema de Garantías en Argentina.....	31
4.1 <i>Historia del Sistema.....</i>	31
4.2 <i>Sociedades de Garantía Recíproca.....</i>	32
4.3 <i>Evolución del Sistema.....</i>	38
4.4 <i>Cadenas de valor.....</i>	44
4.5 <i>Rentabilidad.....</i>	47
5. Proyecciones.....	59
5.1 <i>Proyecciones de crecimiento del Sistema.....</i>	59
5.2 <i>Proyecciones de estructura de las garantías.....</i>	64
5.3 <i>Proyecciones macroeconómicas.....</i>	67
5.4 <i>Por qué las SGR son claves en la expansión del crédito Pyme.....</i>	75
5.5 <i>Condiciones para un crecimiento sostenible del Sistema.....</i>	77
Conclusiones.....	79
Bibliografía.....	80
Anexos.....	82

Abstract

El siguiente trabajo tendrá por objetivo analizar el Sistema de Garantías vigente en Argentina, implementado mediante Sociedades de Garantía Recíproca de carácter mutualista (casi en su totalidad) para analizar en base a la historia y la evolución que ha tenido el mismo, qué potencial de crecimiento real puede tener y qué condiciones se tienen que dar para que ello suceda.

A su vez, se analizará si el Sistema de Garantías Recíprocas es el indicado desde el punto de vista de la facilitación en el acceso al crédito a las Pymes a través de las garantías que otorga para la creación de empresas y empleos que tiene como objetivo el Ministerio de Producción.

Recientemente y con este sentido se sancionaron leyes cuyo objetivo es la asistencia a Pymes mediante estímulos impositivos, de capacitación y de financiación. Teniendo en cuenta que la mayor dificultad de las Pymes es el acceso al crédito y que estas leyes, si bien son un gran impulso, no solucionan completamente el acceso al financiamiento, analizamos como el Sistema de Sociedades de Garantía Recíproca puede ser el canal más directo y con mayor alcance para la solución de este problema e impulsar la generación de empleo buscada en las leyes mencionadas a través del otorgamiento de garantías.

Se expondrán las motivaciones y beneficios de todos los actores que forman parte de este Sistema: Pymes, Socios Protectores, Entidades Financieras, Mercado de Capitales y Gobierno y se expondrá una proyección sobre cuál puede ser un crecimiento razonable del sistema para los próximos años y qué cambios puede tener la estructura de garantías respecto a la actual, con el objetivo de atender la necesidad de financiamiento a más largo plazo, principalmente en los Mercados de Capitales.

Se simularán dos Fondos de Riesgo de 100 millones de pesos con diferentes inversiones posibles para saber cuál es la rentabilidad financiera de las inversiones que realizan las SGR y se simulará cuál sería la ganancia operativa que puede tener una SGR con un Fondo de Riesgo Integrado de 100 millones de pesos con un apalancamiento de 3,5x en el otorgamiento de garantías para demostrar cuales pueden ser las motivaciones de los Socios Protectores en el orden de desarrollar sus cadenas de valor horizontal y verticalmente.

Se concluirá con las condiciones que tienen que cumplirse para que se dé el crecimiento proyectado y por qué las Sociedades de Garantía Recíproca son las indicadas para llevar adelante esta expansión en el crédito que necesitan las Pymes y generar el crecimiento en el empleo buscado por el Ministerio de Producción a través del otorgamiento de garantías.

Introducción

En el Capítulo 1 comenzaremos describiendo qué son las Pymes, cuáles son sus principales características, qué importancia tienen para la economía a nivel agregado, cuáles son sus dificultades principales y qué papel juegan las garantías de créditos para solucionar su problema principal: el acceso al crédito. Definiremos que son las Pymes en Argentina, lo que contribuyen a la economía local, que condiciones tiene que tener una empresa para ser considerada Pyme, sus dificultades y como es su impacto a nivel empleo.

En el capítulo 2 haremos foco en la legislación actual, recientemente sancionada y/o en proyectos de ley cuyo objetivo reciente (acompañadas por un nuevo gobierno y una nueva gestión en el Ministerio de Producción con una visión pro Pyme) es el desarrollo de las Pymes como generadoras de empleo. Para ello comentaremos brevemente los beneficios para las Pymes de la Ley Pyme, la Ley de Emprendedores y el proyecto de la nueva Ley de Mercado de Capitales. Enumeramos sintéticamente los principales beneficios que tienen las mismas y el alcance que tienen para las Pymes.

En el capítulo 3 describimos qué son los Sistemas de Garantías, cuál es su objetivo principal, qué tipos de sistemas hay, cuáles son las características de cada uno de ellos y como es su funcionamiento. También destacamos cómo funcionan estos sistemas en determinados países, brindando los detalles desde su formación hasta su operatividad diaria para luego hacer observaciones de las características de los mismos y hallar cuáles de ellos se pueden aplicar en nuestro país para contribuir al desarrollo del sistema en Argentina.

En el capítulo 4 describimos el Sistema de Garantías para Pymes en Argentina: su historia, sus antecedentes, sus beneficios, su estructura y su operatividad, cantidad de Pymes atendidas, garantías por sectores y regiones, apalancamiento del sistema y demás características. A su vez destacamos la importancia de las cadenas de valor en la formación de las Sociedades de Garantías, qué papel juegan los Socios Protectores para desarrollarlas a través de la creación de Sociedades de Garantía propias para garantizar a clientes y proveedores, cuáles son los límites por instrumentos de inversión y que rentabilidad ajustada por riesgo se puede obtener de las inversiones del Fondo de Riesgo para los socios protectores que hacen aportes al mismo.

En el capítulo 5 se realizan las proyecciones del crecimiento del Sistema, se explica cuál sería un monto de garantías razonables y como se llegaría a ese monto mediante aportes a los Fondos de Riesgo de las SGR actuales más la formación de SGR nuevas y con un grado mayor de apalancamiento sobre los Fondos de Riesgo Integrados del Sistema. También se propone un cambio en la estructura de los créditos avalados que tiende a elevar el porcentaje de instrumentos de financiación de mediano y largo plazo, que el sistema brinde apoyo a la nueva Ley de Emprendedores y que otorgue avales técnicos a través del BICE para fomentar las exportaciones. A su vez, se realizan proyecciones macroeconómicas que se consideran más relevantes para los siguientes años, ya que para que un sistema de garantías tenga sustentabilidad en el tiempo, una de las

condiciones principales que tiene que tener el país donde éste se desarrolla, es una macroeconomía previsible a mediano y largo plazo que permita un horizonte de crecimiento estable para las Pymes que utilizan garantías para acceder a créditos. Una macroeconomía estable permite financiación a tasas de interés más bajas y a mejorar los plazos de los créditos. En el final del capítulo se enumeran qué condiciones se tienen que cumplir para que se dé el crecimiento proyectado del sistema, qué casos de éxito aplicados en otros países se pueden aplicar y por qué las SGR tienen que tener una mayor preponderancia de la que tienen actualmente para que acompañen el crecimiento Pyme y por qué las Leyes recientes pueden contar con las Sociedades de Garantía Recíproca como una herramienta fundamental para cumplir los objetivos por las cuáles fueron sancionadas.

En las conclusiones se resume si el sistema tiene una potencialidad de crecimiento real y como ello puede servir para los objetivos buscados por el Ministerio de Producción.

1. Pymes

1.1 Características generales a nivel mundial

Las Micro, Pequeñas y Medianas empresas (de ahora en adelante Pymes) son empresas que tienen un determinado nivel de empleados y/o de facturación prefijados por la legislación de los Estados en los cuales llevan adelante su actividad. Por ello, para ser considerada una Pyme, no podrá superar ciertas ventas anuales o una determinada cantidad de personal (o una combinación de ambas, establecida por un coeficiente), las cuales varían según la legislación de cada país. A nivel mundial suelen generar entre el 70% al 90 % del empleo en cada país.

Las ventajas que tienen las Pymes es la capacidad de realizar productos específicos, a medida del cliente (no tienen el grado de estandarización que tienen las grandes empresas) y a su vez sirven como un tejido auxiliar a las grandes empresas, las cuáles subcontratan a las Pymes para realizar servicios u operaciones en las que las grandes empresas no se especializan. Así, las Pymes se integran a la cadena de valor que tienen las grandes empresas.

En el siguiente cuadro tomamos como ejemplo países de América y Europa para analizar qué cantidad de empresas sobre el total son Pymes, qué nivel de empleo brindan en cada país y cuál es el aporte de las Pymes al PBI en cada caso. Observamos en el mismo la importancia que tienen las mismas por el aporte que realizan a sus respectivas economías.

Tabla 1. Pymes por países de América y Europa

América			
País	Pymes	Empleo	PBI
Canadá	98,0%	70-80%	40-48%
E.E.U.U.	99,7%	50-54%	50-56%
México	98,6%	60-65%	40-44%
Argentina	99,2%	70%-80%	62-70%
Brasil	98,5%	62-68%	50-58%
Chile	98,5%	78-82%	18-20%
Colombia	94,0%	75-80%	40-44%
Peru	98,7%	75-80%	40-46%
Venezuela	96,3%	52-56%	11-15%
Europa			
País	Pymes	Empleo	PBI
Alemania	99,6%	55-60%	50-56%
Dinamarca	99,8%	66-72%	60-66%
España	99,9%	78-82%	60-64%
Finlandia	99,7%	55-60%	40-50%
Francia	99,8%	64-68%	52-60%
Grecia	99,7%	84-88%	74-82%
Holanda	99,5%	58-62%	60-68%
Italia	99,9%	78-82%	64-70%
Reino Unido	99,8%	54-58%	42-48%

Fuente: Banco Mundial

Importancia de las mismas a nivel empleo PBI

A nivel mundial, el sector de las Pymes es considerado como una medida de desarrollo del sistema económico actual y es considerado como un estrato económico esencial en todas las economías nacionales. Una de sus características principales es la generación y el sostenimiento del empleo que generan este tipo de empresas, dando una solución a un problema que tiene alcance global como lo es la falta de generación de empleo en todas las economías del mundo, tanto para países desarrollados o países en vías de desarrollo. Ante este problema de desempleo, los gobiernos han detectado que las Pymes no sólo son sostenedoras del empleo existente, sino, que si el sector tiene el apoyo necesario para su desarrollo, son empresas con un alto potencial de generación de empleo. Otra ventaja de este tipo de empresas es la relación proporcionalmente inversa entre las tasas medias anuales de creación y destrucción de empleo (+creación y - destrucción) respecto a las grandes empresas (- creación y + destrucción).

1.2 Problemas de acceso al financiamiento

Un problema fundamental a nivel mundial que presenta este tipo de empresas, las Pymes, es el acceso al financiamiento que necesitan para su operación y crecimiento y su integración en el circuito financiero formal, lo cual resulta vital para su funcionamiento y supervivencia. Esto se debe a que las Entidades Financieras a nivel global perciben como riesgosas a empresas pequeñas al momento de conceder créditos.

Los elementos críticos a resaltar son los siguientes:

- Tendencia a la formalización de créditos de corto plazo (no de mediano y largo) por parte de los Sistemas Financieros, lo cual impide desarrollar mayor cantidad de proyectos de inversión.
- A su vez, la pequeña dimensión que tienen las empresas calificadas como Pymes no permite una mayor capacidad de negociación en las operaciones financieras que realizan, lo cual se traduce en reducido acceso a la financiación y cuando se accede es en condiciones poco favorables en tipos de interés y plazo por la alta percepción de riesgo que se tiene de las mismas.

El riesgo Pyme es de gestión más difícil por muchos motivos:

- hay una alta dependencia de una persona o de una familia.
- no cuentan con una división clara entre los activos de la empresa y el activo de los socios, y en muchos casos hay una baja capitalización de las empresas.
- tienen más deuda de corto plazo que el promedio de las empresas, lo cual afecta su riesgo de liquidez.
- suelen pagar tasas de interés más altas y los créditos no tienen los plazos que realmente necesitan.
- tienen poca información en sus Estados contables o la misma es incompleta
- en muchos casos, las preferencias del socio mayoritario se imponen ante un plan adecuado para la empresa

1.3 Papel de las Garantías

El Sistema Financiero a nivel mundial es de los sectores más regulados en cuanto a su funcionamiento, siendo las Reglas de Basilea las que establecen este esquema para sus funciones. La actividad financiera e inversora del mismo se basa en garantías como respaldo a las operaciones de crédito realizadas. Dichas garantías tienen una calificación y ponderación según las Reglas de Basilea, por tanto, el valor de la garantía es fundamental en la gestión de créditos de las Entidades Financieras.

Muchas de las Pymes que demandan crédito no pueden ofrecer una garantía real haciendo de las garantías un bien escaso. Las entidades financieras hacen especial énfasis en las garantías que reciben para realizar la correspondiente calificación de riesgo, aplicando parámetros muy estrechos. A su vez, la tendencia general de conceder crédito a corto plazo a las Pymes absorbe las escasas garantías que pueden presentar las mismas ante el Sistema Financiero, limitando los procesos de crecimiento y expansión de las Pymes a mediano y largo plazo.

La falta de garantías suficientes es uno de los problemas a los que se enfrentan las Pymes a la hora de solicitar un crédito, quizás el más importante que tienen. Hay que realizar una diferenciación: mientras que en los países con menor desarrollo económico el problema de las Pymes es el acceso al crédito en sí mismo, en los países con mayor nivel de desarrollo económico las Pymes acceden a financiamiento con condiciones poco satisfactorias en cuanto a tipos de interés y plazo.

Los Sistemas de Garantías de crédito no solo facilitan el acceso de las Pymes al crédito, sino que también logran mejores condiciones del mismo en cuanto a tipo de interés y plazo. Si se resuelve el problema de las garantías necesarias se lograría el objetivo final: la integración de la Pyme en el circuito financiero formal, es decir acceso a un canal institucionalizado de financiación universal y transparente, y con condiciones de tipo de interés y plazos acorde a las necesidades de las Pymes. De esta manera, las garantías funcionan como minimizadoras de riesgo de crédito para los acreedores.

Las garantías otorgadas a las Pymes para el otorgamiento de créditos ante Entidades Financieras solucionan los problemas de Selección Adversa (por parte del banco) y Riesgo Moral (por parte de los deudores, las Pymes en este caso). En un contexto de Selección Adversa, los bancos no son capaces de distinguir proyectos seguros de riesgosos, y para cubrirse establecen una tasa de interés por encima de la óptima, afectando a los deudores más seguros. Dada una tasa de interés más alta, las Pymes tienden a seleccionar proyectos más riesgosos para cubrir este mayor coste financiero. De esta manera, las Pymes con proyectos con un margen de seguridad más bajo quedan excluidas de estos préstamos por no poder afrontar dichos costes financieros. Las que acceden a los mismos, tienen el riesgo Moral de usar el crédito en proyectos más riesgosos que para los que se les fue otorgado para cubrir el alto costo financiero de la operación.

Para evitar estos efectos, los bancos terminan tomando las garantías que las Pymes otorgan como la principal variable a analizar al momento de otorgar financiamiento a las Pymes: racionalizan el mismo de acuerdo al valor y a la liquidez de la garantía que reciben. Aquí aparece la ventaja de las garantías de una Sociedad de Garantía Recíproca: para el banco es una garantía completamente líquida avalada por un Fondo de Riesgo Integrado y a su vez restringe la responsabilidad limitada del Socio Partícipe (quien entrega a la SGR una contragarantía para obtener el aval). Por ello, la Pyme no estaría motivada a tomar riesgos excesivos en los proyectos que emprenda. De esta manera se puede paliar los problemas de Selección Adversa y Riesgo Moral: la distribución de riesgo entre bancos/SGR/fondos reaseguradores, hace que no se libere al tomador del crédito de su pago y que el mismo acceda a créditos más convenientes.

Los Sistemas de Garantías alrededor del mundo, son hoy (como lo han sido en el pasado) una realidad que es ampliamente beneficiosa para las Pymes que forman parte de los mismos. Los mismos tienen una alta potencialidad para seguir creciendo e integrando a las Pymes por el alto valor agregado que aportan a nivel empleo y producción mediante las garantías otorgadas. La capitalización creciente que han tenido los mismos a través de los años es una muestra de la importancia que tienen: la garantía es la llave al acceso del financiamiento empresarial Pyme.

Es por ello que países con alto nivel de desarrollo y/o con alto nivel de crecimiento como los países de la Unión Europea, EE.UU., Canadá, Japón, Corea, Taiwán basan sus esquemas de apoyo a las Pymes con recursos y actividades aplicadas a sus Sistemas de Garantía Nacionales, es decir, no tienen Entes de Garantías que se constituyen por sí mismos cuyo crecimiento es limitado, sino un Sistema Nacional integrado.

Según Pablo Pombo, una de las personas que más ha investigado y escrito sobre Sistemas de Garantías a nivel mundial, "para que un Sistema de Garantías funcione sólidamente hay que tener seguridad jurídica brindada por una adecuada legislación y normativa, un sistema nacional de reafianzamiento y lograr garantías calificadas y ponderadas que cumplan con los requisitos que exige el Sistema Financiero. Solo dentro de ese entorno dese puede formar y desarrollar un Sistema Nacional de Garantías."

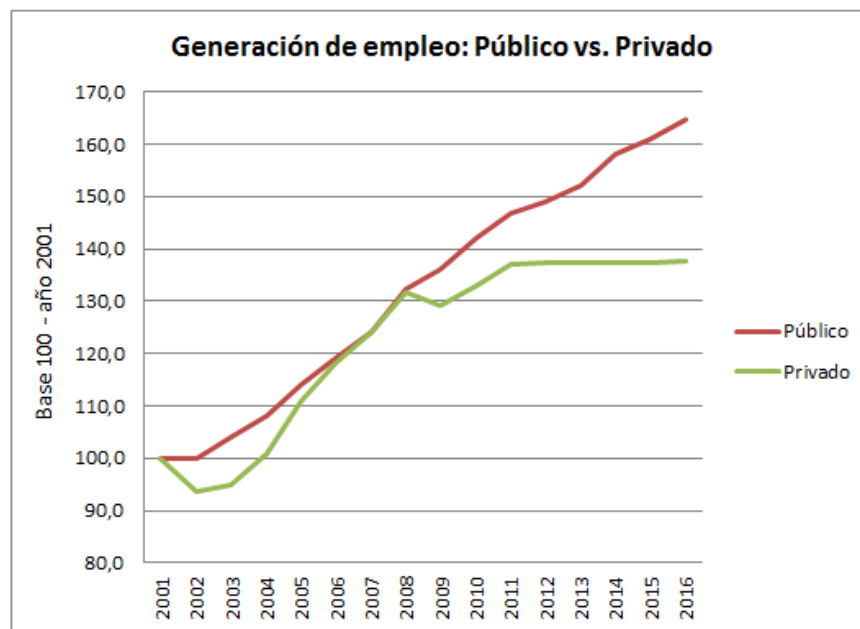
1.4 Pymes en Argentina

Actualmente en Argentina hay entre 600.000 a 800.000 Micro, Pequeñas y Medianas Empresas. La importancia que tienen las mismas para el funcionamiento económico del país es vital, ya que en conjunto las mismas aportan entre el 70 % y el 80 % del empleo total y producen aproximadamente el 70 % del PIB en su conjunto.

En Argentina la fuerza laboral es de aproximadamente 18 millones de personas, de los cuales solo la mitad tiene empleo en blanco, el resto es empleo informal o desempleada. Según Mariano Mayer, Secretario de Pymes y Emprendedores: “vamos a necesitar millones de puestos de trabajo en un país que tiene grandes dificultades para generar empleo en el sector privado. De aquí se desprende la importancia que tienen las Pymes y los Emprendedores”.

Es fundamental el crecimiento de las Pymes en Argentina y la formación de nuevas debido a la adicionalidad en el empleo que generan. Desde el año 2011 que en Argentina no crece el empleo generado por el sector privado. En el gráfico a continuación observamos cómo ha sido la evolución de la creación de empleo desde el año 2001. Desde 2001 hasta 2008 el empleo público y privado crecieron de la mano, a partir de ese año el empleo privado se estancó y el empleo público creció un 24 % (una de las causas del alto nivel de déficit fiscal que tiene el país). Hay una necesidad genuina de creación de empleo por parte del sector privado.

Gráfico 1. Generación de empleo en Argentina



Fuente: <http://diegogiacomini.blogspot.com.ar/>

En el siguiente gráfico observamos la cantidad de empresas cada 1.000 habitantes que tienen otros países para realizar una comparación con Argentina:

Tabla 2. Empresas activas por habitantes

País	Empresas activas cada 1000 habitantes
Australia	88
Corea del Sur	66
Italia	63
Chile	58
Francia	51
Uruguay	48
Mexico	45
Argentina	27

Fuente: Banco Mundial

En la misma observamos que no solo en los países desarrollados la cantidad de empresas es mucho mayor a nuestro país (aproximadamente unas 3 veces menor que Australia y unas 2 veces menor que Italia) sino que también en la cantidad de empresas es la mitad respecto a países de la región como lo son Chile y Uruguay. La creación de empleo en el sector privado puede venir de la mano de nuevas empresas.

Calificación Pyme en Argentina

Para que las empresas sean consideradas Pymes en Argentina tienen que tener una facturación promedio anual en sus últimos 3 años de operación que no superen los topes establecidos por la Secretaria de Emprendedores y Pymes, correspondiente al Ministerio de Producción:

ARTICULO 1°.- "A los efectos de lo dispuesto por el Artículo 1° del Título I de la Ley N° 25.300, serán consideradas Micro, Pequeñas y Medianas Empresas aquellas cuyas ventas totales expresadas en Pesos (\$) no superen los valores establecidos en el cuadro que se detalla a continuación":

La siguiente tabla indica cual es el monto máximo mencionado anteriormente para que en Argentina una empresa sea calificada como Pyme, según el sector de la economía en el cual se desenvuelve:

Tabla 3. Calificación Pyme en Argentina

SECTOR					
CATEGORÍA	AGROPECUARIO	IND. Y MINERÍA	COMERCIO	SERVICIOS	CONSTRUCCIÓN
MICRO	\$ 2.000.000	\$ 7.500.000	\$ 9.000.000	\$ 2.500.000	\$ 3.500.000
PEQUEÑA	\$ 13.000.000	\$ 45.500.000	\$ 55.000.000	\$ 15.000.000	\$ 22.500.000
MEDIANA TRAMO 1	\$ 100.000.000	\$ 360.000.000	\$ 450.000.000	\$ 125.000.000	\$ 180.000.000
MEDIANA TRAMO 2	\$ 160.000.000	\$ 540.000.000	\$ 650.000.000	\$ 180.000.000	\$ 270.000.000

Fuente: SEPYME

Para interpretar este cuadro: se entiende por ventas totales anuales, el promedio del valor de las ventas de los últimos tres(3) balances (o la información contable equivalente adecuadamente documentada y certificada por Contador y con la oblea del Consejo Profesional de Ciencias Económicas correspondiente, comúnmente se utiliza una Certificación de Ingresos). Para este cálculo se debe excluir el impuesto al Valor Agregado y se deben deducir las exportaciones (que surjan de los balances o información contable) hasta un máximo del treinta y cinco por ciento (35%) de dichas ventas. En caso de que la Pyme tenga una antigüedad menor a tres (3) períodos contables, se tendrá en cuenta el promedio proporcional de ventas anuales desde el comienzo de su facturación.

Dificultades en acceso al crédito

Los principales inconvenientes que tienen este tipo de empresas para su crecimiento y la correspondiente generación de empleo genuino es la falta de acceso al financiamiento y la enorme carga impositiva a la que están sujetas. Si bien la carga impositiva que sufren las mismas es igual para todas las empresas, por una cuestión de volumen de ventas y de escala a las Pymes se les hace más difícil conseguir rentabilidad en estas condiciones. Según la Fundación Capital, el 76% de las Pymes lo señalan como su principal obstáculo.

El acceso al financiamiento es muy reducido y el mismo no es acorde a los plazos que necesitan, con tasas de interés y costos financieros muy difíciles de afrontar y un racionamiento de crédito que no permite tener un crecimiento sostenido ni realizar inversiones de capital. La mayoría de los créditos que les son otorgados son para financiar capital de trabajo (corto plazo), lo cual permite que sobrevivan pero no que crezcan.

2. Normativa actual para el desarrollo Pyme en Argentina

2.1 Ley Pyme

La nueva gestión de Gobierno a partir de la elección de Mauricio Macri como Presidente de la Nación, con Francisco Cabrera como Ministro de Producción y Mariano Mayer como Secretario de Emprendedores y Pymes, tiene el concepto de que las Pymes tienen que dejar de ser sobrevivientes y víctimas de entornos macroeconómicos poco previsibles que no permiten la planificación a largo plazo, para ser protagonistas como ocurre en países desarrollados, donde las Pymes son grandes generadoras de riqueza y empleo.

De las Pymes al Estado, el principal pedido es que se brinde un mayor acceso al financiamiento y que se alivie la carga fiscal. Como segunda medida, y no por ello menos importante, piden que se atiendan cuestiones de largo plazo en políticas públicas respecto a capacitación del capital humano y a programas de inversión productiva.

Las medidas que se han tomado desde el Ministerio de Producción a partir del cambio de Gobierno mencionado en diciembre de 2015, giran en torno a 3 ejes fundamentales sujetos a la sanción de la Ley 27.264 (conocida como la Ley Pyme) como base del Programa de Recuperación Productiva.

Baja de impuestos - Fomento a las inversiones - Financiamiento

Baja de impuestos:

- Ganancia Mínima Presunta: exclusión del pago de la misma para todas las empresas que estén calificadas como Pymes, a partir del ejercicio fiscal de año 2017.
- Impuestos sobre los Créditos y Débitos: podrá ser computado como pago a cuenta del Impuesto a las Ganancias en un 100 % por las empresas consideradas Micro y Pequeñas y en un 50 % por las industrias manufactureras consideradas Medianas - Tramo 1
- Pago del Impuesto al Valor Agregado (IVA): se podrá pagar el mismo a los 90 días, teniendo en consideración el plazo que tardan las Pymes entre su facturación y el cobro de la misma.
- A su vez, si bien no está vigente, está previsto que las Pymes de economías regionales obtengan un beneficio de entre un 10 y un 15% más, en función de las necesidades sectoriales y geográficas. Para economías regionales se impulsará a los sectores que estén menos desarrollados.

Fomento a las Inversiones:

- Devolución de saldos: los créditos fiscales en el Impuesto al Valor Agregado que hubiesen sido originados en inversiones productivas obtendrán un Bono de Crédito Fiscal cuyo cupo es de cinco mil millones de pesos (\$ 5.000.000.000). Este es un problema histórico que tenían las Pymes ya que durante años se van acumulando los saldos y no se contaba con la disponibilidad porque los toques de reintegro estaban muy bajos y/o por no contar con mecanismos ágiles de devolución.
- Inversiones productivas: Impuesto a las Ganancias: el importe computable como pago a cuenta será del 10 % del valor de la/s inversiones productivas que se realicen en relación al año fiscal o ejercicio anual de que se trate. Es otro pedido histórico ya que la mayoría de las Pymes se manejan con capital propio, es decir, que lo que ganan lo reinvierten y hasta ahora no tenían ningún incentivo ni premio por ello.

Financiamiento:

- Créditos de Inversión Productiva: 60.000 millones adicionales en financiamiento para pymes al 22 % o menos. Esta tasa puede ir bajando en orden la baja de inflación.
- Plan Mi primer crédito del BICE: el mismo es para Pymes que no hayan tenido crédito (o que hace unos años no lo tengan), sumado a una bonificación de tasa.
- BICE tiene un fondo específico para el norte. Se están armando programas específicos para distintas provincias, donde los recursos los provee el programa FONAPYME en conjunto con la provincia donde están localizadas las empresas.
- Acceso al financiamiento través del mercado de capitales (no solo bancario): Obligaciones Negociables y Cheques de Pago Diferido Avalados/Patrocinados. Se logró subir el tope al endeudamiento de las Pymes en el mercado de capitales de 15 a 100 millones para emisión de Obligaciones Negociables.
- Nuevo Proyecto de Ley que permite a las SRL que puedan emitir ON y deducción del 8 % de IIGG de lo que las Pymes inviertan como manera de premiar de alguna forma la reinversión de utilidades y la devolución del IVA anticipado con un bono de crédito fiscal
- Pagare bursátil que se puede utilizar para un financiamiento entre 2 y 3 años
- A su vez, se organizará una Red de Agencias de Desarrollo Productivo coordinadas por el Ministerio de Producción, las cuales tendrán como objetivo

asistir a las Pymes en todo el país y para el fortalecimiento del tramado institucional que permita alcanzar un desarrollo sustentable según las características de cada región.

Cambios en la ley de Entidades de Seguros:

Ley de Entidades de Seguros: se sustituye el inciso c) del artículo 35 de la Ley 20.091 por el siguiente: Obligaciones Negociables y debentures que tengan oferta pública autorizada emitida por Sociedades por Acciones, Sociedades de Responsabilidad Limitada, Cooperativas o Asociaciones Civiles con garantía especial o flotante en primer grado sobre bienes radicados en el país o con garantía de Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) o fondos de garantía. Esto permite que los fondos de las aseguradoras puedan comprar Obligaciones Negociables emitidas por Pymes en su cartera de inversiones creando liquidez para las mismas.

Desde el punto de vista de las aseguradoras puede ser una inversión atractiva ya que las Pymes pueden tener un rendimiento mayor que las Obligaciones Negociables de grandes empresas con la ventaja que si están avaladas por SGR tienen una garantía auto liquidable sobre las mismas, eliminando el riesgo de default de las mismas: todas las Obligaciones negociables emitidas por Pymes y avaladas por SGR se pagaron completamente, no registrándose ningún default en estos activos a lo largo de la historia en nuestro país.

Artículo 50: "Instrúyase a la Superintendencia de Seguros de la Nación, organismo descentralizado dependiente del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, a establecer mínimos obligatorios en instrumentos de financiamiento de capital de trabajo destinados a empresas Micro, Pequeñas y Medianas —tramo I—, tales como cheques de pago diferido avalados por sociedades de garantía recíproca creadas por la ley 24.467 autorizados para su cotización pública, pagares avalados emitidos para su negociación en Mercados de Valores de conformidad con lo establecido en la Resolución General 643/2015 de la Comisión Nacional de Valores, fondos comunes de inversión pyme autorizados por la Comisión Nacional de Valores, y otros que determine la autoridad de aplicación".

Esta ley establece que las aseguradoras tienen que tener un mínimo en su cartera de instrumentos Pymes que se negocien líquidamente en Mercados de Valores, lo cual también da un mercado líquido a instrumentos Pymes. Con esta ley pueden beneficiarse tanto las Pymes, por tener un acceso a financiamiento mediante el Mercado de Capitales con los instrumentos que ofrece (Obligaciones Negociables, Fideicomisos Financieros, Pagares en pesos y dólares, Cheques de pago Diferido), el Sistema SGR por el aval de estos instrumentos, y a las aseguradoras por tener disponibilidad de instrumentos con rendimientos mayores sin riesgo de default, ya que estarían garantizados en su cumplimiento al vencimiento por SGR, dando previsibilidad su cartera de inversiones.

2.2 Ley de Emprendedores

A través de la Ley 27.349, a fines de marzo de 2017 se sancionó la Ley de Apoyo al Capital Emprendedor, conocida comúnmente como la Ley de Emprendedores. La misma considera Emprendedores a aquellas personas (que den inicio a nuevos proyectos productivos y Emprendimiento a cualquier actividad (con o sin fines de lucro) desarrollada por una persona jurídica nueva o cuya fecha de constitución no exceda los 7 años. Se considerará Emprendimiento Dinámico a las actividades productivas con fines de lucro.

Los principales beneficios de esta Ley son los siguientes:

Agilidad para la creación de nuevas empresas: las mismas podrán conformarse en un día mediante la creación de un nuevo tipo de Sociedad impulsada por esta Ley: las mismas son las Sociedades por Acciones Simplificadas (S.A.S.). Bajo la misma se puede constituir un CUIT y abrir una cuenta bancaria a nombre de la Sociedad en el mismo día de su creación. Esta sociedad permite que la misma esté compuesta por una sola persona, que el Emprendedor decida a qué precio emite sus acciones (dependiendo del tipo de inversores con los que cuenta), la digitalización de los libros contables (no se tendrá que presentar el papel) y tener un objeto societario amplio para no tener que actualizarlo en caso de que la empresa tenga un determinado nivel de crecimiento y diversifique sus actividades.

Acceso a financiamiento: a través de programas de financiamiento colectivo a través de plataformas web donde los inversores podrán comprar acciones de una Sociedad Anónima y/o de una Sociedad por Acciones Simplificada mediante la adquisición de préstamos convertibles y/o mediante la participación en un fideicomiso, teniendo en cuenta la futura creación de un mercado secundario de financiamiento colectivo donde se podrán comprar y vender esas acciones, lo que agregaría un alta liquidez a ese mercado.

Asistencia financiera a través de Créditos blandos y aportes no reembolsables: estos fondos también podrán ser asignados al FONDCE (Fondo Nacional de Capital Emprendedor, el cual tiene para asignar 1.800 millones de pesos). El FONDCE podrá otorgar créditos a Emprendimientos e Instituciones de Capital Emprendedor (persona jurídica -privada, pública o mixta- , fideicomiso -público, privado o mixto- y/o persona humana que inviertan en instituciones de capital emprendedor/ persona humana que aporte capital propio a emprendimientos), otorgar Aportes no reembolsables (ANR) para Emprendimientos e Instituciones de Capital Emprendedor y también para Incubadoras y Aceleradoras de proyectos, siempre que haya una contrapartida al ANR y también podrá realizar aportes de capital en emprendimientos e instituciones de capital privado. En resumen, los beneficiarios del FONDCE podrán ser emprendimientos, emprendedores e instituciones de capital privado.

Creación de un Programa de Fondo Semilla: para otorgar asistencia técnica y financiera a los emprendimientos con una canalización a través de incubadoras. El objetivo

principal será la creación de incubadoras para incrementar la calidad de los emprendimientos. Esta nueva Ley promueve el resurgimiento del sector de capital de riesgo (Venture Capital), pero para que se desarrolle un ecosistema de inversiones activas, Argentina tendrá que dejar de ser percibida por los inversores como un país con alta corrupción, que no tiene seguridad jurídica y que el gobierno tiene un alto grado de regulaciones sobre la inversión privada.

Creación del registro de Instituciones de Capital Emprendedor: podrán registrarse tanto instituciones, como inversores y administradores que se dediquen a realizar inversiones en emprendimientos contemplados bajo la ley. Podrán registrarse personas jurídicas, fondos y fideicomisos, que sean públicos o privados, que administren sus propios recursos o recursos de terceros.

Beneficios impositivos para las Instituciones de Capital Emprendedor: los aportes de inversión, en dinero o en activos financieros líquidos en moneda local, realizados por inversores en Capital Emprendedor, podrán ser deducidos de la determinación del impuesto a las ganancias. No se podrá exceder el 75% de los aportes del impuesto, salvo en casos de inversión en zonas de menor desarrollo, en los cuales podrá aumentarse hasta el 85%. Como tope para la exención, se determinó el 10% de la ganancia neta. Para poder acceder a las exenciones, las inversiones deben mantenerse durante, al menos, dos años. Las exenciones no podrán superar el 0.02% del PBI Nominal y que el beneficio será retroactivo al primero de julio de 2016.

2.3 Ley de Mercado de Capitales

En el 2016, el Poder Ejecutivo Nacional presentó ante el Congreso de la Nación un Proyecto de Reforma de la actual Ley de Mercado de Capitales N° 26.831, mediante el cual se procura modernizar todo el Marco Normativo aplicable al Mercado de Capitales nacional, incorporando las prácticas internacionales actuales que contribuyan a su desarrollo.

El objetivo de esta reforma es desarrollar el Mercado de Capitales argentino promoviendo el aumento de la base de inversores y de empresas que se financien en el mercado mediante normativas transparentes, tanto para las empresas como para los inversores, todo ello con el fin de lograr un Marco Normativo financiero moderno que contribuya al fin de impulsar economía del país.

El proyecto de Ley tiene los siguientes objetivos:

- Eliminación de la posibilidad de intervenir empresas
- Reducción de impuestos a los fondos comunes de inversión cerrados para incentivar las inversiones locales y del exterior en el mercado de capitales local: Argentina puede pasar de ser un Mercado de Frontera para pasar a ser un Mercado Emergente. Si sucede este cambio de calificación, el país entrará a los índices de Mercados Emergentes del mundo (lo cual generará una alta demanda por sus activos cotizantes).

- Ampliar el Mercado de Capitales a pequeños inversores, sindicatos, organizaciones profesionales para favorecer el ahorro nacional y canalizarlo al desarrollo productivo.
- Promover el acceso a Pymes y proteger a los pequeños inversores.
- Federalización del Mercado de Capitales, mediante la creación de agencias de la CNV en el interior
- Declara de interés nacional el Mercado de Capitales y a su desarrollo como actividad estratégica y fundamental para el crecimiento del país.
- Se establecen nuevas categorías de agentes controlados por la CNV, incorporando a los "Agentes Administradores de Inversiones" cuyo objetivo es la banca privada, tanto local como internacional. Entre los agentes administradores de inversiones se permite el ingreso a Bancos de Inversión y de inversores extranjeros al mercado local, que, hasta ahora, no podían operar en el país y captaban fondos locales desde países vecinos. A su vez se propone igualar las condiciones impositivas para inversores extranjeros y locales para facilitar el ingreso de capitales externos. Se propone eximir del impuesto a las Ganancias a inversiones del exterior, al igual que están exentos los fondos locales.

En resumen, la Ley apunta a lograr un mercado de capitales desarrollado y con normativas claras para atraer a todo tipo de inversores nacionales e internacionales y que los mismos, mediante sus inversiones, ayuden a desarrollar a todo tipo de empresas impulsando el desarrollo de proyectos productivos no sólo de grandes empresas, sino también de Pymes que no tenían acceso a este tipo de financiamiento.

Según Mariano Mayer (Secretario de Emprendedores y Pymes), el objetivo de la dependencia a su cargo, es generar 1.5 millones de puestos de trabajo y para ello calcula que se necesitaría que haya un millón de Pymes (actualmente hay entre 600 y 800 mil). Es por ello que se sancionaron las leyes mencionadas anteriormente.

Considera a su vez que el Sistema de las Sociedades de Garantías Recíprocas (SGR), que tiene mucho para crecer: "en el histórico como en el anual el Sistema sigue trabajando con pocas Pymes y pocas se enteran de esta herramienta, con lo cual se evidencia un problema de difusión de las mismas y sus beneficios. "

El problema histórico que tienen las Pymes en la banca pública, es que si bien se pueden conseguir préstamos a buenas tasas, las garantías patrimoniales para conseguir ese tipo de créditos son muy complejas ya que en muchos casos exigen que haya 1 peso garantizado por cada peso prestado. Las Modificaciones que han incluido en la Ley pyme que permite que el sistema sea más federal y que se expanda para solucionar el tema de las garantías que las Pymes necesitan. Hay una herramienta que no se ha utilizado prácticamente, que es el FOGAPYME: en la nueva ley se sacó el tope a las garantías directas que podía otorgar (antes era del 25 % de su capital) y ahora no tiene tope: la idea es que en aquellos lugares que las SGR no lleguen a dar las garantías necesarias, FOGAPYME brindaría las garantías necesarias, por ejemplo a través del BICE.

3. Sistemas de Garantías

3.1 Objetivo de los Sistemas de Garantías

Todos los Sistemas de Garantías tienen como objetivo principal la integración de las Pymes al circuito financiero formal y para que el mismo funcione como un canal institucionalizado de financiación para que las Pymes accedan a créditos con las mejores condiciones posibles en cuanto a los tipos de interés y al plazo. Además los Sistemas de Garantías posibilitan el acceso a las fianzas, avales técnicos y al servicio de asesoramiento financiero a las empresas que asiste para que la Pyme acceda de la forma más competitiva posible a los recursos financieros que necesitan.

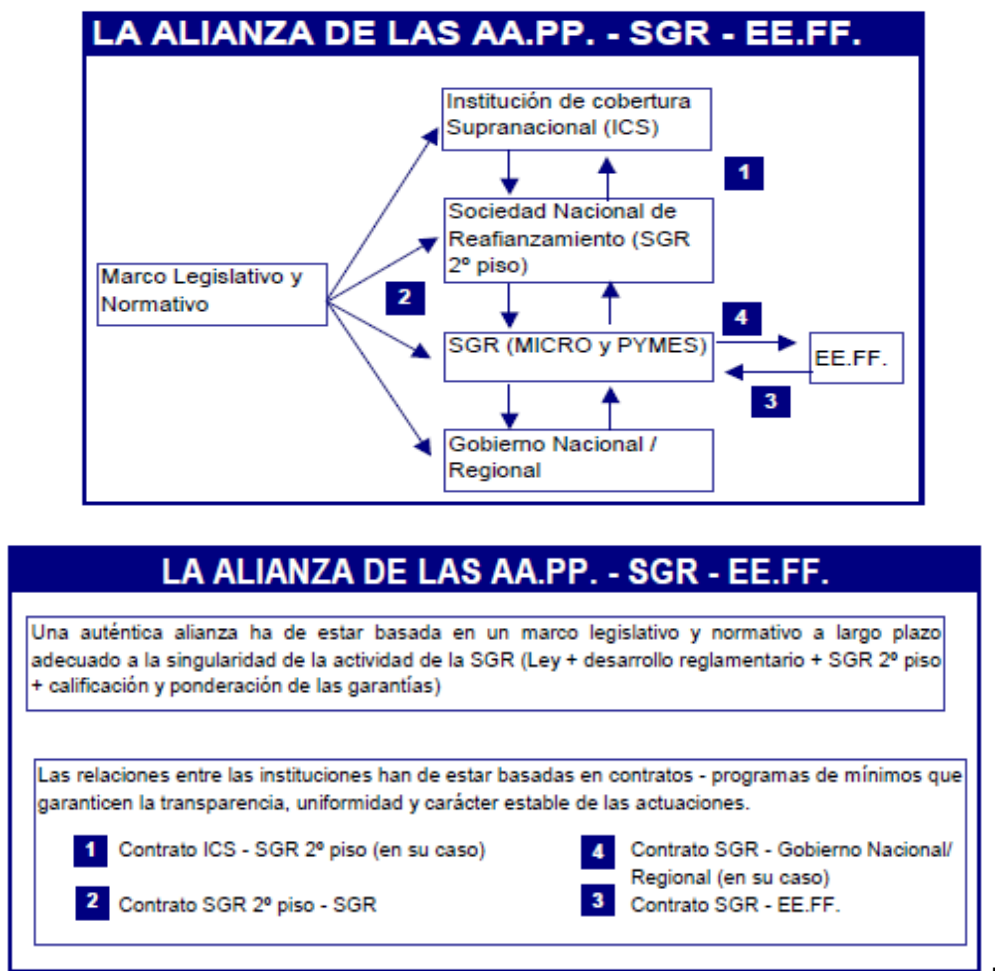
Los Sistemas de Garantías centran su actividad (su rol principal) en el otorgamiento de avales financieros, los cuales permiten que las Pymes obtengan financiación, ya que de otra manera y sin mediar dicha garantía, el acceso a la financiación estaría vedada o resultaría más costosa por el tamaño y la solvencia que tienen. Las garantías, a su vez, asumen un papel de alta importancia en períodos de crisis económica.

Se considera que las Pymes son especialistas en distintas actividades y sectores en los cuales son más eficientes, por tanto son el motor del rápido desarrollo de la economía mundial, lo que las ubica en una condición inmejorable para la generación de empleo. En los países más desarrollados, como por ejemplo (Unión Europea, EE.UU., Canadá, Japón, Corea, Taiwán, etc.) basan su eficacia y eficiencia en los acuerdos (la "alianza") a largo plazo entre las (AA.PP.) -administraciones públicas-, las (EE.FF.) -entidades financieras- y las Pymes. Lo que esta "alianza" permite es desarrollar un accionar coordinado entre estos tres estamentos para que los Sistemas de Garantía sean de aplicación en la economía real, permitiendo a las Pymes que puedan acceder a recursos a largo plazo y a bajo coste para desarrollar su actividad.

La clave de funcionamiento de los Sistemas de Garantías para las Pymes reposa en la cooperación de estos tres grupos de intereses que constituyen su base: Pymes, Entidades Financieras y Administraciones Públicas. Para la instrumentación de los Sistemas de Garantías es fundamental satisfacer y entender las necesidades que demandan estos tres grupos de intereses y que tengan la cooperación necesaria entre ellos:

- Las administraciones públicas (AA.PP.), tanto locales, regionales, nacionales e inclusive internacionales, persiguen el desarrollo de la actividad productiva y con ello la creación de empleo
- Las instituciones financieras (EE.FF.) quieren garantías seguras jurídicamente, solventes y bien calificadas y ponderadas.
- Las Pymes acceso a financiamiento con las mejores condiciones de tipo de interés y plazo para su desarrollo.

Figura 1. Alianza entre los 3 grupos de intereses claves para el funcionamiento de los Sistemas de Garantías



3.2 Modelos de Sistemas de Garantías

A nivel mundial conviven distintos modelos y en cada país que se han aplicado son diferentes. Esto se debe a las etapas históricas en la cual se formaron, las características y necesidades de cada país y el distinto grado de desarrollo de su sistema financiero. En todos ellos el aporte y el apoyo a un Sistema de Garantías por parte del sector público es fundamental para la consolidación de herramientas de apoyo a las Pymes.

El apoyo público puede transmitirse por medio de 3 canales: el del financiamiento directo, el del reafianzamiento (reduciendo pérdida por mora) y el de las exenciones fiscales.

Hay tres modelos generales de Sistemas de Garantías funcionando en el mundo:

- Los Programas de Garantías (los mismos pueden ser de carácter público y estatal, mediante un organismo nacional, o de carácter internacional, mediante un organismos bilateral y/o multilateral).
- Los Fondos de Garantía (cuyos recursos son públicos y/o de un organismo multilateral).
- Los Sistemas de Sociedades de Garantías, divididos en la opción mutualista (el empresario es parte directa de la sociedad) y la opción corporativa (mediante corporaciones constituidas por entes o instituciones públicas, bancos o instituciones financieras y organizaciones asociativas empresariales).

Programa de garantías:

Son administrados a través de una agencia de desarrollo del Estado Nacional, un Banco Central y/o un banco Público. Sus fondos provienen del Estado y/o de organismos Multilaterales (BID, BM). Suelen delegar la parte operativa en las entidades financieras que participan de sus programas. Un ejemplo puede ser la SBA de Estados Unidos o el FOFAPE en Chile.

Fondo de Garantías:

Su característica es que tiene recursos limitados de procedencia estatal y/o de organismos multilaterales. Opera mediante dos mecanismos:

Garantías individuales: la Pyme solicita la garantía para obtener acceso al crédito solicitado. El fondo a través de entes estatales evalúa la solicitud y concesión de la garantía y si la Pyme cumple con los requisitos solicitados para emitir y concederle la garantía.

Garantías de cartera: el fondo suscribe un convenio con Entidades Financieras, las cuales reciben la garantía automática del fondo sobre su cartera de créditos Pyme. Algunos fondos delegan en las Entidades Financieras la tramitación, términos y evaluación de los créditos garantizados, mientras que en otros casos son las agencias gubernamentales las que realizan estas tareas mientras las Entidades Financieras sólo se dedican al otorgamiento de los fondos solicitados.

Esquemas o Sociedades de Garantías:

Están compuestos por Sociedades de Garantías, las cuales analizan y conceden (o no) garantías las Pymes que sean sus socios frente al crédito de las Entidades Financieras y/o Mercado de Capitales local. En este modelo la Pyme está asociada directamente a la Sociedad de Garantía, según el modelo Mutualista o Corporativo.

Mutualista: formado con recursos privados o mixtos donde participa el empresario. Las garantías otorgadas son individuales, la Pyme está muy relacionada con el empresario (por lo general es parte de la cadena de valor de una empresa, ya sea cliente y/o proveedor), solicitando directamente las operaciones y pagando los costos de

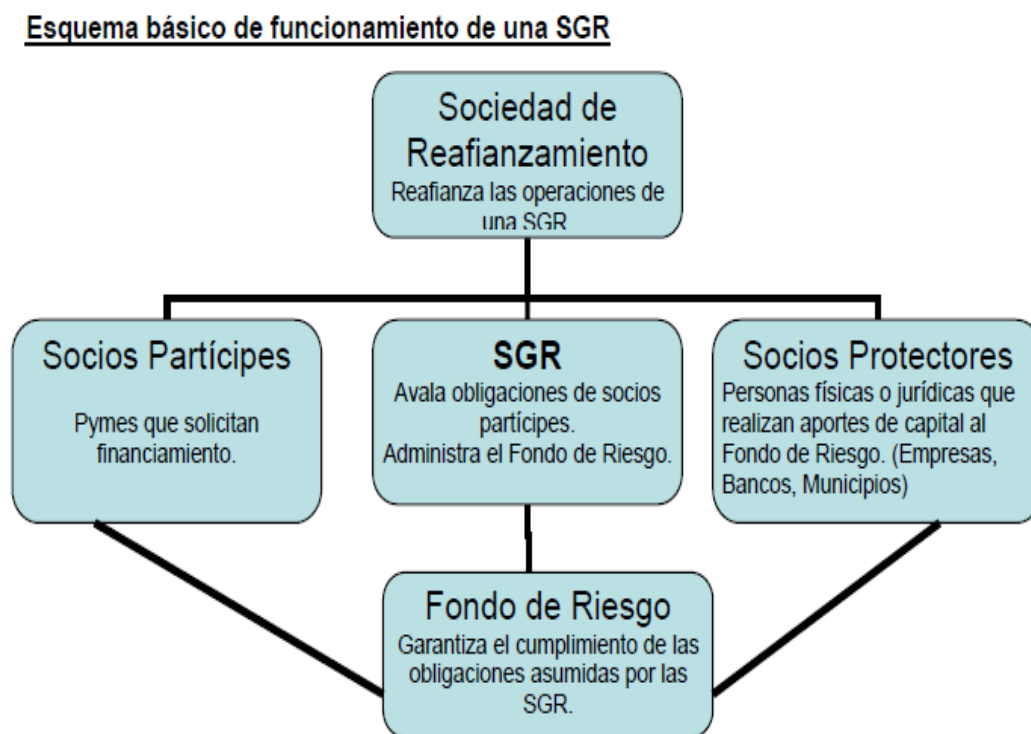
otorgamiento directamente a la Sociedad de Garantía. Estos sistemas son utilizados, por ejemplo, en España y Argentina.

Corporativo: formado con recursos mixtos con predominancia del sector público en los que el empresario en este caso no participa directamente con su empresa sino a través de Cámaras de Comercio o Asociaciones Empresariales. La garantía es individual, solicitada por la Pyme, la cual pertenece a instituciones/asociaciones/cámaras de carácter público y donde las entidades financieras tienen algún tipo de convenio con dichas asociaciones. Se utilizan en Japón y el sudeste asiático.

Del total de las empresas que utilizan los Sistemas de Garantías alrededor del mundo, más del 70% están dentro del modelo de Sociedades de Garantías, surgiendo de ellos casi el 90 % del volumen de avales totales otorgados, seguidos por los Programas de Garantías y luego por los Fondos de Garantías. Lo positivo es que estos sistemas no son excluyentes, y si las políticas públicas son adecuadas entre todos ellos pueden contribuir a la multiplicación en el otorgamiento de las garantías.

En el siguiente gráfico, observamos el esquema típico de una Sociedad de Garantía Recíproca del estilo de las que funcionan en países como España y Argentina:

Figura 2. Esquema básico de una Sociedad de Garantía Recíproca

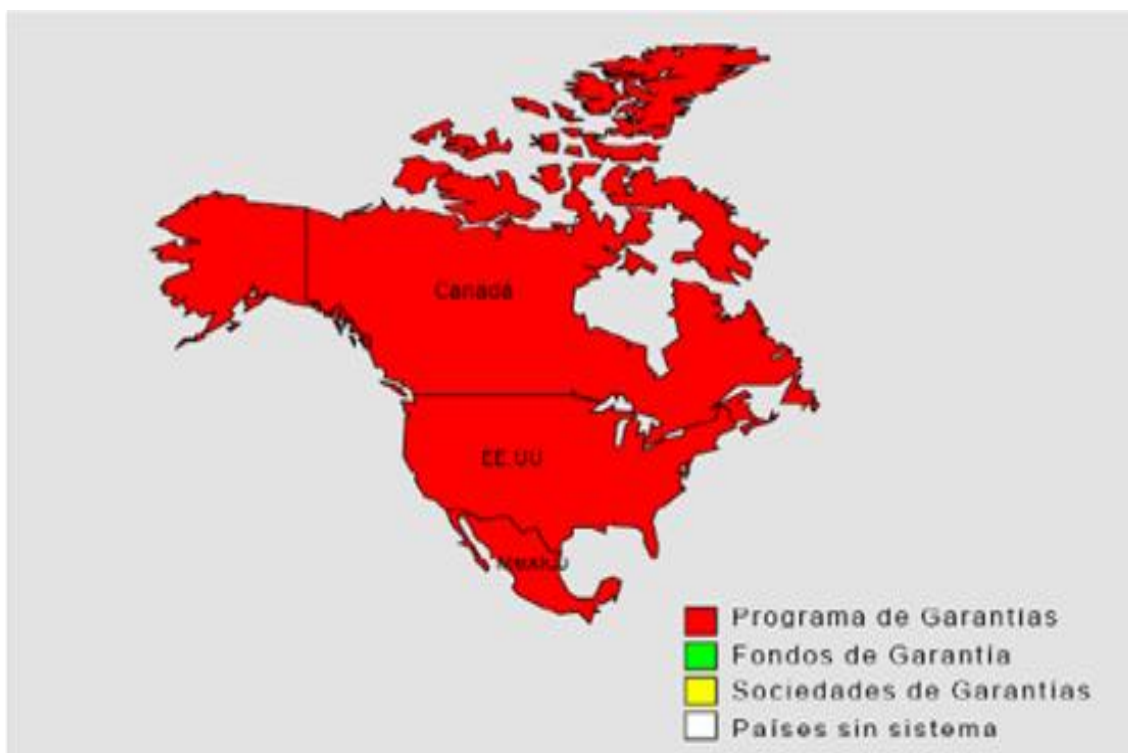


3.3 Casos Internacionales

A modo de ejemplo y para conocer los Sistemas de Garantías utilizados en diferentes países de América y Europa, enumeramos sus características principales, su historia, su operatividad y todo tipo de detalles de su funcionamiento para poder comparar con el sistema argentino y saber qué características de cada uno puede aplicarse en el país para el desarrollo y el crecimiento del mismo.

En América del Norte todos los países tienen Programas de Garantías instrumentados por el gobierno:

Figura 3. Sistemas de Garantías en América del Norte



3.3.1 Canadá:

Su programa de garantías comienza en el año 1961 a través de la sanción de la Small Business Loan Act. Su objetivo es promover el acceso a créditos que permitan el establecimiento, la expansión y la modernización de las Pymes a través del otorgamiento de garantías de crédito. Se trata de una agencia estatal que desde 1977 está a cargo del Ministerio de Industria. Trabaja con entidades de crédito de todo tipo: bancos, cajas de ahorro, compañías de financiación y seguros y sindicatos de créditos con 13.000 sucursales distribuidas por todo el país. Operatividad: las entidades financieras reciben la solicitud de crédito por parte de la empresa, la entidad financiera evalúa el pedido y una vez que la misma es aprobada la envía a la SBLA para obtener la emisión de la garantía por parte de la agencia. La entidad financiera que otorga el

crédito asume el 15 % de riesgo sobre el mismo, es decir que la garantía cubre el 85 % del préstamo solicitado. El plazo máximo de las garantías que otorga la agencia es de 10 años y se excluye al sector agropecuario. La calificación para Pymes es según un determinado nivel de ventas anuales -5 millones CAD (Dólares Canadienses)-. Comisiones que cobra: 2 % por honorario de registro de garantía y 1,25 % de comisión anual. No hay reafianzamiento ya que al ser un programa totalmente público el gobierno es el garante de la operación. El programa se financia con aportes anuales del Estado y con las comisiones anuales cobradas por las garantías que son otorgadas a las Pymes.

3.3.2 Estados Unidos:

Comienza en el año 1953 con el programa de garantías de la SBA (Small Business Association), cuyo objetivo es aumentar las posibilidades de financiación de las Pymes mediante los productos financieros que ofrecen, principalmente sus garantías de crédito (el 90 % de sus actividades de financiación a Pymes se desarrolla con el programa de garantías. Depende directamente del gobierno. Opera con 7.000 entidades de crédito privadas y con programas de garantías estatales y locales que canalizan las garantías que ofrecen. Operatividad: se hace una precalificación de las garantías por parte de cooperantes del sistema (universidades, asociaciones de ejecutivos veteranos) para luego presentarse ante las Entidades Financieras. Luego las mismas hacen su propio análisis y remiten la solicitud de garantías a la agencia. El plazo de las garantías es de entre 10 y 25 años y la garantía cubre entre el 75 % hasta el 80 % del monto del crédito otorgado, según cual sea su monto (80 % para créditos mayores a 100.000 USD). La calificación de Pymes se realiza según sectores, número de empleados y nivel de ventas anuales. Comisiones: 2 % anual para los préstamos mayores a los 100.000 USD y 1 % para los que sean menores a ese monto. No hay reafianzamiento ya que el gobierno federal como último techo de responsabilidad a través de los presupuestos anuales.

En Europa sucede lo mismo que en América del Sur: hay países que tienen Programas de Garantías, otros que tienen Sociedades de Garantías y otros que tienen Fondos de Garantías, donde en algunos de ellos conviven 2 Sistemas al mismo tiempo. En Europa del Este predominan los Programas de Garantías mientras en el resto de los países predominan las Sociedades de Garantía.

Figura 4: Sistemas de Garantías en Europa



3.3.3 Francia:

En 1917 se crearon las Sociedades de Caución Mutua. Su objetivo es otorgar garantías y asesoramiento financiero a sus empresas asociadas. Los recursos propios son conformados por el Capital Social y su Fondo de Garantías con parámetros muy variables. Sus socios son Pymes. Para calificar como Pyme se toma en cuenta el nivel de ventas anual. La cobertura de la garantía es de entre 50 % y 100 % y se enfocan en garantías de mediano y largo plazo, de entre 2 y 7 años. Este país ha sido el pionero en la conformación de Sociedades de Garantía, por ello hacemos una breve reseña.

No nos extenderemos en su explicación debido a que su funcionamiento es complejo y no resulta aplicable fácilmente en demás países.

Los casos de Italia y España son los que más en detalle se desarrollaran debido a que tienen características que pueden ser aplicables para desarrollar el sistema argentino (el cuál deriva del español), principalmente en cuestiones de capilaridad, regionalidad, integración con el sistema financiero, apalancamiento y reafianzamiento de las garantías otorgadas.

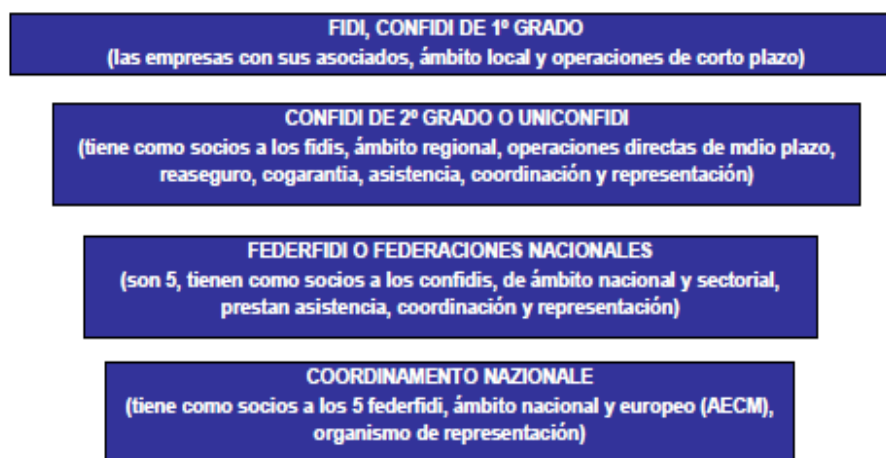
3.3.4 Italia:

Se crearon en el año 1956 bajo el nombre de CONFIDI (Cooperativas de prestación de Garantías de Crédito) estimulados por el cooperativismo existente entre las Pymes y las Cámaras Sectoriales y/o Regionales, es decir, esta doblemente articulado (con una distribución tanto sectorial como regional). Son de carácter mutualista y solidario, y hay 2 figuras jurídicas bajo la cual se forma el Sistema de Garantías italiano: el Consorcio de Garantías (típico del sector industrial) y la Cooperativa de Garantías (predomina en el sector del comercio y de los artesanos). Objetivo: son de carácter no comercial y no lucrativo: no se proponen realizar un beneficio a distribuir entre los socios (por eso tienen amplios beneficios fiscales, por la consideración no comercial de sus actividades), sino desarrollar y facilitar la actividad empresarial de los miembros de cada Confidi, otorgando garantías que faciliten su acceso a financiamiento, liberando a la Pyme de las consecuencias de la valoración única de la disponibilidad patrimonial de la empresa y/o el empresario para el otorgamiento de préstamos por parte de las Entidades Financieras. También son objeto de asesoramiento e información a sus socios.

En sentido horizontal están organizados mediante las Unionfidi o Asociaciones de Consorcios y Cooperativas de un mismo ámbito territorial y en sentido vertical el sistema se organiza en 5 grandes Federaciones Nacionales, las cuales están auspiciadas por las patronales de cada sector: Fedart Fidi (Federconfidi, Fincredit-Confapi, Federasconfidi, y Federfidi Commercio), según cuál sea la actividad de las Pymes asociadas. Desde 2006 se unificaron en un organismo único que es el Asso Confidi.

Es un caso único en Europa tanto por su dimensión (han llegado a existir 900 de ellos) como por su compleja y diseminada organización.

Figura 5: Estructura del Sistema de Garantías italiano



Operatividad: se establecen obligaciones entre las Pymes y el Fidi al que pertenecen, se establece una cantidad máxima de crédito por Pyme, que es un multiplicador del fondo de riesgo depositado en cada Entidad Financiera con el que el Fidi tiene convenio. Se establece un porcentaje de garantía que va a cubrir la Entidad Financiera y el Fidi (50% máximo cubre la entidad financiera casi en la totalidad de los casos) y luego el Banco prestatario hace un seguimiento sobre el crédito pidiendo información a las Pymes que está financiando. Se utiliza un depósito inicial por Entidad Financiera del cual las mismas se cobran las garantías caídas siendo el Riesgo Vivo determinado como un múltiplo de este depósito. Este esquema se caracteriza por un alto nivel de apalancamiento, teniendo un multiplicador de la industria de 9x a 10x aproximadamente.

Los aportes de capital al Fondo de Riesgo los Fidi y son integrados en los Bancos con los cuales los Fidi (sea consorcio o cooperativa) operan. Tienen un modelo de organización y representación que lo llevan adelante asociaciones empresariales con carácter sindical con alta relación con Cámaras de Comercio locales que se destacan por ser socios protectores en los Fidi.

El coste de operación para la empresa tiene varios factores: la contribución inicial al fondo de garantía y la cuota de la empresa como socio beneficiario del sistema, la tasa de interés del crédito bancario y las comisiones que pagan las Pymes por la obtención de la garantía, que varía entre 0,10 % y 1,5 %. Dichos ingresos por la actividad de emisión de garantías vuelven al Fidi para ser distribuido entre todos sus asociados. La característica de las garantías de este sistema es que son garantías a corto y mediano plazo en su mayoría.

Un punto muy importante en este sistema es la actividad conjunta entre Bancos y Fidi, los cuales tienen convenios con las siguientes características: se establecen obligaciones entre los Fidi y Bancos, se establece una cantidad máxima de crédito para cada Fidi, que suele ser de 10 veces el monto del fondo de riesgo que el Fidi tiene depositado en la Entidad Financiera, se dividen la cobertura de la garantía otorgada en un 50 % cada una y se establecen obligaciones de solicitud de información para hacer un seguimiento de la operación financiada y sobre la forma de intervención ante los casos de insolvencia. Reafianzamiento: el reaseguro del sistema en el sector de la industria y del comercio (y servicios) se realiza a través del Fondo Centrale di Garanzia gestionado por el Mediocrédito Centrale. El acuerdo de reaseguro con el "mecanismo de garantías para la Pyme" del FEI (Fondo Europeo de Inversiones) tiene acuerdos con los Fidi de todos los sectores, lo que ha permitido al sistema italiano elevar considerablemente las garantías otorgadas para créditos de mediano plazo respecto de las garantías para créditos de corto plazo.

En el siguiente mapa esta la ubicación de cada Fidi: están distribuidos por todo el país, cubriendo las necesidades de cada región en la que operan.

Figura 6. Distribución regional de las Sociedades de Garantía en Italia



Fuente: Fedart Fidi

3.3.5 España:

Creado en 1974 y reformado extensivamente en 1994. Su objetivo es el otorgamiento de garantías a través de avales (para acceder a condiciones de financiación más favorables tanto en monto, plazo y tipo de interés) y para prestar servicios de asesoramiento financiero en favor de sus socios. Es un sistema de Sociedades de Garantías Recíprocas de carácter mutualista que surgió con un muy fuerte apoyo del Estado. Operativa: se presenta la solicitud de crédito directamente a la Entidad Financiera o se plantea la necesidad crediticia a la SGR correspondiente.

Luego de analizar la operación la Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) procede a conceder o denegar el aval solicitado por la Pyme, luego que esta presenta la documentación necesaria para el análisis de riesgo correspondiente. Para ser admitida como Socio Partícipe la Pyme tiene que suscribir una participación de capital en proporción a los avales que va a solicitar, es decir, que las Pymes están obligadas a participar en el capital social de la SGR, la cual a su vez debe tener como mínimo 150 Socios Partícipes (es decir, al menos 150 Pymes que sean avaladas).

Los Socios Protectores son socios públicos y privados que apoyan al sistema a través de sus recursos (Comunidades Autónomas, provincias, Cajas de Ahorro y otras entidades no financieras como Cámaras de Comercio o Asociaciones Empresariales). Los mismos no pueden superar el 50 % del capital social. Las SGR tienen capital semi público.

Es un sistema de apoyo a la Pyme a escala nacional y una parte importante del mismo está fuertemente apoyado por ámbitos regionales (autónomos). Está compuesto por 19 SGR, la mayoría de ámbito regional (es decir, donde las comunidades autónomas tienen un alto porcentaje de la Sociedad como Socios Protectores), multisectorial y desde 1994

cuentan con el apoyo de CERSA, el organismo público de reafianzamiento (Compañía Española de Reafianzamiento Sociedad Anónima). Se nuclean en la CESGAR, la Confederación Española de Sociedades de Garantías Recíprocas, que es el organismo que las representa.

Hay una alto grado de concentración: aproximadamente el 70 % del riesgo vivo total del Sistema está concentrado en las 5 SGR más activas.

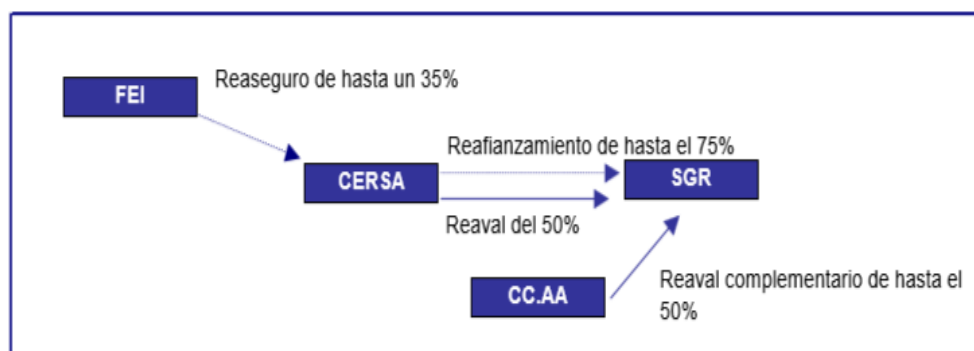
Tienen acuerdos con la mayoría de las Entidades Financieras, públicas y privadas, las Cajas de Ahorro, y en menor medida las Cajas Rurales y las Cooperativas de Crédito, pero a diferencia de otros países europeos las Entidades Financieras no comparten el riesgo de las garantías otorgadas por las SGR españolas (como Italia, donde las Entidades Financieras asumen el 50 % de la garantía sobre el crédito otorgado), ya que las mismas cubren el 100 % del riesgo asumido.

El plazo promedio de las garantías que se otorgan son de mediano a largo plazo, entre 5 años y 12 años, con un plazo medio de 9 años aproximadamente. La comisión total pagada por las Pymes tiene un coste total de entre 1 % a 1,5 % sobre el crédito otorgado.

Reafianzamiento: es un mecanismo de 3 vías: CERSA, Comunidades Autónomas y el FEI (Fondo de Inversiones Europeo) a través de un acuerdo con CERSA. Este esquema de reafianzamiento tiene por objetivo no solo cubrir el riesgo sino contribuir a la estabilidad del sistema, su solvencia y su volumen de actividad (no se reafianzan los avales técnicos).

Figura 7. Funcionamiento del Sistema de Reafianzamiento en España

Esquema operativo del reafianzamiento en España



CERSA a partir del 2000 centra su reafianzamiento en empresas de menos de 100 trabajadores, o que hayan sido nuevas o recientemente creadas o que correspondan a determinados sectores.

A partir del 1994 las SGR han pasado a ser calificadas y supervisadas con las mismas exigencias que cualquier entidad financiera, lo cual ha supuesto niveles de solvencia y un grado de profesionalización que las Entidades Financieras ven altamente favorables para su interacción con las mismas, ya que diversifican cartera de riesgo y lo reducen al tener un aval líquido y automático (ponderación del 20 % del coeficiente de solvencia para los riesgos avalados por SGR y se elimina el coste de acciones judiciales por morosidad). A su vez se reducen los costes comerciales por captación y seguimiento de las operaciones.

Al igual que en Italia, las SGR en España están distribuidas por todo el territorio español, mostrando un sistema presente en cada región

Figura 8. Distribución regional de las Sociedades de Garantía en España



Fuente: CERSA (Compañía Española de Reafianzamiento Sociedad Anónima)

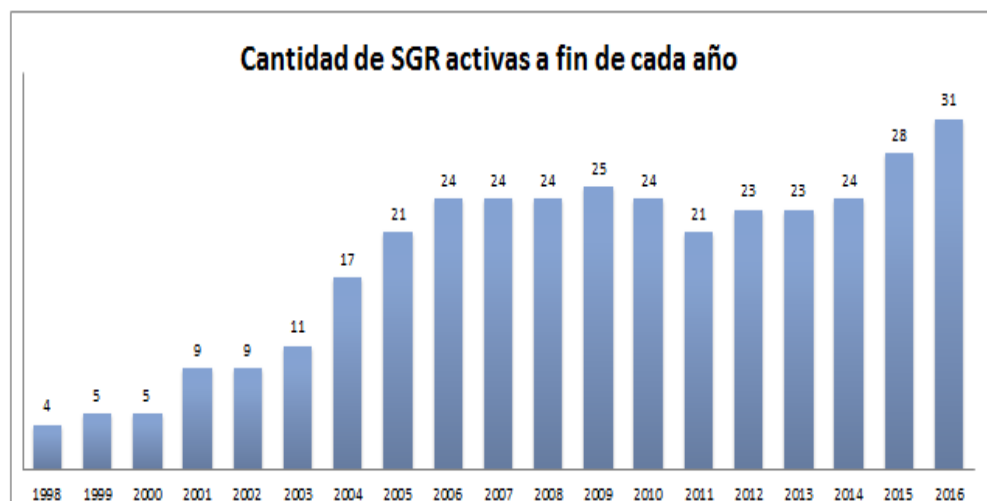
4. El Sistema de Garantías en Argentina

4.1 Historia del Sistema

El Sistema de Garantías comenzó a funcionar en Argentina en el año 1997 a través de Fondos de Garantías Provinciales. El pionero en este tipo de operatoria fue FOGABA (Fondo de Garantías de la Provincia de Buenos Aires). El mismo está constituido como una SAPEM: Sociedad Anónima con Participación Estatal Mayoritaria, la cual depende del Ministerio de Producción, Ciencia y Tecnología de la Provincia de Buenos Aires. Su objetivo es facilitar el acceso al financiamiento a las Pequeñas y Medianas empresas con domicilio fiscal o legal en la Provincia de Buenos Aires, ya sean personas físicas o jurídicas. Actualmente, además del FOGABA también están operativos el FOGACH (Fondo de Garantías de la provincia de Chaco) y el FOGAPLAR (Fondo de Garantías de la provincia de La Rioja).

En el año 1998 a partir de la promulgación de la Ley Nro. 24.467, comenzaron su operación las Sociedades de Garantía Recíproca. En sus comienzos había solo 4 SGR activas. Ahora hay 31 SGR operativas.

Gráfico 2. Cantidad de SGR activas en Argentina



Fuente: elaboración propia en base a datos de SEPYME

Si bien hay Fondos de Garantías Provinciales y Programas de Garantías como el FONAPYME, en el presente trabajo se hace foco en las Sociedades de Garantía Recíproca debido a que las mismas otorgan más del 90 % de las garantías en el país.

4.2 Sociedades de Garantía Recíproca

Objeto

Las Sociedades de Garantía Recíproca son sociedades cuyo objeto social principal es el otorgamiento de garantías para facilitar el acceso al crédito a las Pymes (sus Socios Partícipes) mediante la celebración de contratos de garantías recíprocas, es decir, la Sociedad de Garantía Recíproca otorga una garantía financiera, comercial o técnica y el Socio Partícipe que sea tomador del contrato de garantía recíproca, deberá ofrecer a la ésta algún tipo de contragarantía como respaldo de su operación (de ahí surge el concepto de reciprocidad). La misma puede ser una fianza, una hipoteca, una garantía real (una prenda sobre un bien tangible por ejemplo) u otras garantías que las partes acuerden.

El contrato de Garantía Recíproca es de carácter consensual entre las partes que lo celebran, dando así cierta flexibilidad según las necesidades de cada Socio Partícipe. En la práctica las SGR tienen contratos bastante estandarizados según cada contragarantía presentada por el Socio Partícipe y por el instrumento financiero y/o técnico que se va a garantizar. Es por ello que las Sociedades de Garantía Recíproca podrán tomar de medidas cautelares contra los bienes del Socio Partícipe y/o su fiador (en caso que el contrato de garantía tenga una fianza) por el monto de la garantía otorgada.

Los contratos de Garantía Recíproca se extinguen por: la extinción de la obligación principal y/o por una modificación o renovación de la obligación principal (en muchos casos los Socios Partícipes renuevan contratos para ampliar las garantías acorde al monto que necesitan - previa aprobación de la SGR – o por el vencimiento del mismo. En Argentina en la práctica se utilizan contratos de 3 a 5 años aproximadamente.

Al contrario de lo que piensan muchos, las Sociedades de garantías Recíprocas no pueden conceder directamente créditos de ninguna clase a sus socios ni a terceros ni realizar actividades distintas a las de su objeto social.

Socios

Las Sociedades de Garantía Recíproca están constituidas por Socios Partícipes y Socios Protectores. Pueden ser Socios Partícipes únicamente las Pymes, sean estas personas físicas o jurídicas, que no estén vinculadas a grandes empresas en su composición societaria. Pueden ser Socios Protectores todas aquellas personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que realicen aportes al capital social y al Fondo de Riesgo, motivados por poder incrementar sus beneficios mediante el ahorro del Impuesto a las Ganancias por dichos aportes y por los rendimientos financieros que obtienen por el aporte al Fondo de Riesgo que integran.

Los Socios Protectores no pueden celebrar contratos de garantía recíproca con ninguna Sociedad de Garantía Recíproca y es incompatible la condición de Socio Protector con la de Socio Partícipe, no sólo en la misma sociedad sino en todo el sistema, es decir, que si se es Socio Partícipe en una Sociedad de Garantía Recíproca no se puede ser Socio

Protector en ninguna Sociedad de Garantía Recíproca. Y si se es Socio Protector no se puede ser Socio Partícipe en ninguna de ellas. Se puede sí, ser Socio Partícipe o Socio Protector en varias Sociedades de Garantía Recíproca al mismo tiempo.

Vinculaciones

Un tema no menor es la vinculación que tienen los Socios Partícipes en su composición societaria: si los mismos están vinculados a empresas que no son Pymes en más del 10 % (acorde a su facturación) o tienen más del 5 % de las acciones de algún Socio Protector en alguna de las Sociedades de Garantías Recíprocas del sistema no pueden ser Socios Partícipes.

Capital Social

La participación de cada Socio Partícipe no podrá superar el cinco por ciento (5 %) del capital social y la participación de los Socios Protectores no podrá exceder el 25 % del mismo.

Estructura típica del Sistema SGR en Argentina

Este cuadro muestra el funcionamiento típico de las Sociedades de Garantía Recíproca en Argentina: se integra un Fondo de Riesgo formado por los aportes de los Socios Protectores, los cuales obtienen una rentabilidad financiera sobre el mismo. A su vez este Fondo de Riesgo es la garantía que los créditos que avala la Sociedad de Garantía Recíproca van a ser pagados. Se pueden otorgar garantías hasta por 4 veces el valor del Fondo de Riesgo Integrado y las Pymes que soliciten dichas garantías tendrán que constituir una Contragarantía para la SGR que la SGR que lo está avalando tenga un respaldo en caso de que el Socio Partícipe no pague.

Figura 9. Estructura del Sistema SGR en Argentina



Fuente: Cuyo Aval SGR

Beneficios

Para los Socios Partícipes:

- Mejor acceso al crédito: aumenta sus garantías ante entidades de crédito.
- Mayor plazo y menor interés: mejora plazos y reduce costos financieros.
- Acceso a fianzas.
- Asesoramiento financiero sobre las mejores opciones de crédito.
- Mejora competitividad.
- Acceso a información.
- Integración en una red de empresas del mismo sector.
- Aumento de la competitividad: mediante desarrollo de clientes y proveedores y mediante el acceso a condiciones de financiamiento similares a las que acceden las grandes empresas.

Para los Socios Protectores

- Afianza la estructura productiva.
- Beneficios fiscales: exención impositiva: los aportes al Fondo de Riesgo de las SGR son totalmente deducibles del resultado impositivo para la determinación del impuesto a las ganancias en sus respectivas actividades en el ejercicio fiscal que se efectivicen.
- Oportunidad de inversión: los activos que constituyen el Fondo de Riesgo pueden ser invertidos para obtener una renta para los titulares de dichos aportes.
- Acompañamiento de proveedores en políticas de expansión de grandes empresas.
- Mejora la transparencia.
- Posibilita la cooperación sectorial.
- Posibilidades de inversión.
- Acceso a la información.

Para los Acreedores (Entidades Financieras-Inversores en Mercado de Capitales)

- Garantías líquidas y automáticas.
- Garantía calificada y ponderada.
- Menor provisión de recursos.
- Aumento de sus clientes, incrementando su participación en los créditos que otorgan.
- Reducción de costes de análisis de riesgo.
- Reducción de costes de seguimiento.
- Posibilidad de titularizar el riesgo.

Gobierno

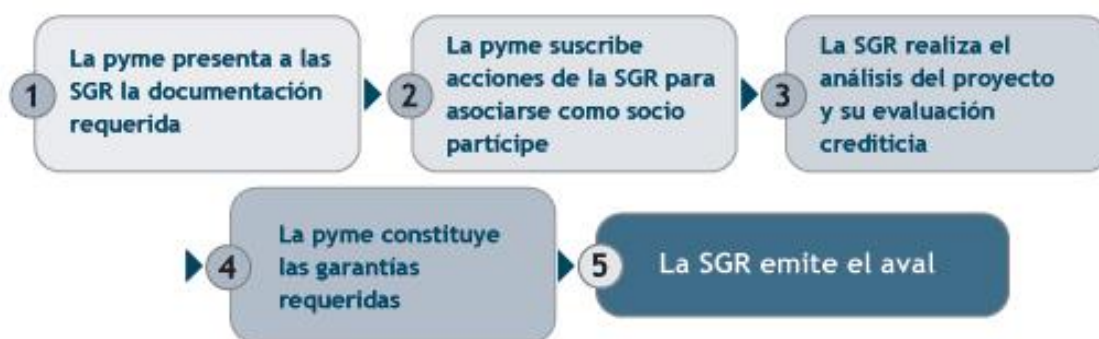
- Generación de empleo.
- Promoción de las Pyme.
- Aumento del número de empresas.

- Aumento del empleo e inversión.
- Ordenamiento de la economía.
- Mejora la recaudación fiscal.
- Canalización de políticas de Pymes.
- Eficacia de la ayuda.
- Disminuye la informalidad de la economía.
- Transparencia en asignación de recursos por parte del Estado.
- Para conseguir la garantía de una Sociedad de Garantías Recíproca, estos son los pasos que se deben seguir por parte del Socio Partícipe

Pasos para conseguir una Garantía de una SGR

Para conseguir la garantía de una Sociedad de Garantía Recíproca, estos son los pasos que se deben seguir por parte del Socio Partícipe:

Figura 10: Pasos para que una Pyme obtenga una garantía



Fuente: BCBA

En el Anexo 4.1 especificamos de manera más detallada los pasos descritos anteriormente.

Tipos de garantías

Garantías financieras: garantizan el cobro de un crédito otorgado a un Socio Partícipe ante Entidades Financieras, Mercado de Capitales y/o Entidades Públicas.

Garantías comerciales: son aquellas que garantizan el cumplimiento de un pago originado en una transacción comercial.

Garantías técnicas: garantizan el cumplimiento de una obligación de hacer de carácter técnico o profesional.

Actualmente, las SGR otorgan a sus Socios Partícipes todas estas opciones de Garantías:

- Avales ante Entidades Financieras para préstamos a tasa fija y variable, a corto, mediano o largo plazo a tasas de mercado o a tasa subsidiada.
- Avales de Cheques de Pago Diferido propios o de terceros.
- Avales de Pagarés propios o de terceros.
- Avales de Obligaciones Negociables Pymes.
- Avales de Fideicomisos Financieros.
- Avales comerciales a favor de proveedores.
- Avales en operaciones de Leasing.
- Avales en obligaciones de hacer ante la AFIP, DGI y DGA.

Contragarantías por tipo

Es lo que ofrecen los Socios Partícipes a las SGR como garantía de que van a cumplir las obligaciones que la SGR garantiza, sino la SGR puede ejecutar la contragarantía que tiene en su poder.

Tabla 4. Contragarantías por tipo en poder de las SGR al cierre del año 2016

Fianza	\$ 17.123.738.346	57%
Hipoteca	\$ 9.701.055.073	32%
Prenda	\$ 1.454.166.559	5%
Otras	\$ 1.852.065.862	6%
Total	\$ 30.131.025.839	

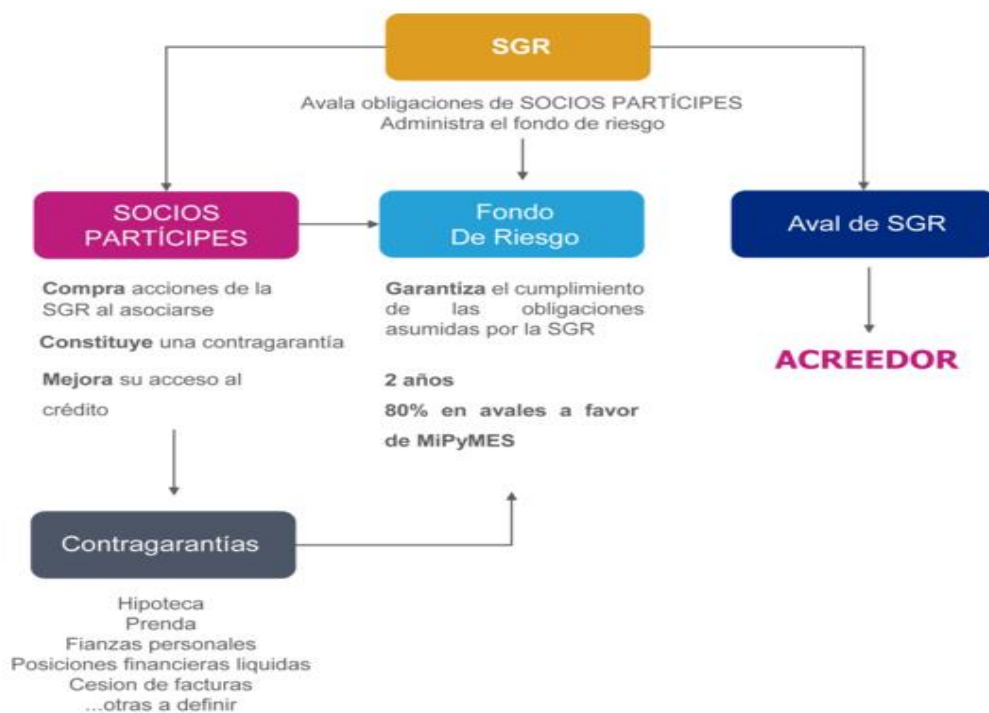
Como observamos en el cuadro, las contragarantías más utilizadas en la operatoria son las fianzas, es decir, se firma un contrato y el Socio Partícipe busca un tercero que es el que va a responder en caso de que éste incumpla sus obligaciones de pago. En el caso de las empresas pueden ser fiadores sus accionistas y/o directivos pero con su patrimonio personal, sin tener en cuenta la proporción del mismo que está afectada a la empresa. El caso de la hipotecas es el que sigue en importancia y por lo general se hipoteca un bien inmueble de Socio Partícipe. Las prendas de suelen hacer sobre vehículos y se utilizan por lo general de las SGR de agro, donde el Socio Partícipe suele hacer prendas sobre maquinarias agrícolas como por ejemplo tractores, sembradoras o cosechadoras.

Un punto muy importante a observar es el margen que hay entre el valor de las contragarantías respecto de las garantías otorgadas. Mientras el Riesgo Vivo (es decir, las garantías vigentes: aquellas que han sido otorgadas pero que no han llegado a su fecha de vencimiento aún) asciende a \$ 17.305712.677, las contragarantías vigentes son \$ 30.131.025.839, es decir, que las SGR están cubiertas con las contragarantías que tienen en su poder en un 74 % más de lo que avalan.

Operatoria

Una característica importante del Sistema es que, para que los Socios Protectores logren la desgravación impositiva del Impuesto a las Ganancias sobre lo aportado al Fondo de Riesgo, el aporte al mismo tiene que permanecer 2 años desde su integración y la SGR tiene que haber dado avales a los Socios Partícipes por al menos un 80 % del valor del Fondo de Riesgo Integrado en ese período.

Figura 11. Operatoria típica de las SGR en Argentina



Fuente: CASFOG

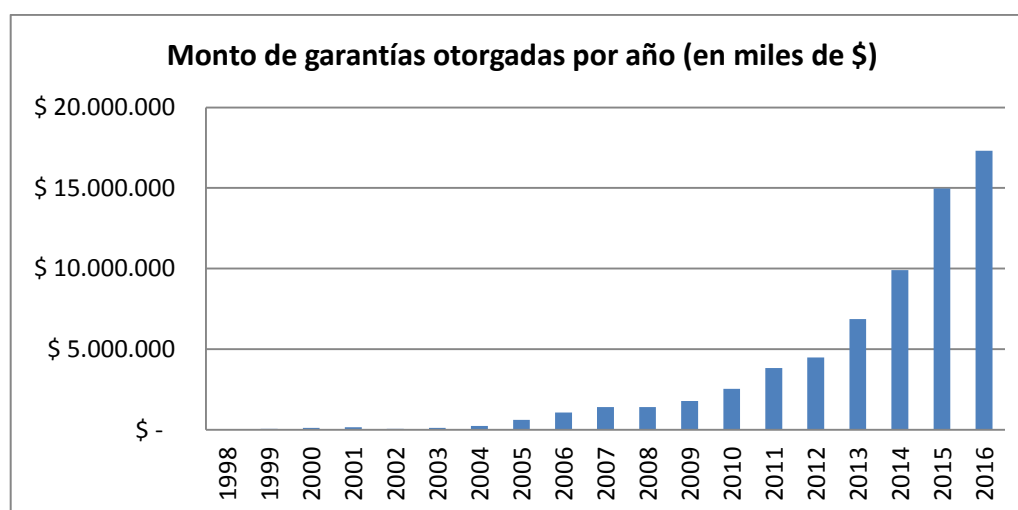
4.3 Evolución del Sistema en Argentina

El siguiente gráfico muestra la cantidad de SGR operativas a fin de cada año: actualmente, con 31 SGR operativas, es la mayor cantidad en la historia desde la creación del Sistema de Garantía Recíproca en el país.

Garantías otorgadas

Si comparamos la cantidad de Sociedades de Garantía Recíproca con el monto en garantías otorgados por las mismas, notamos una diferencia: el monto de avales para Pymes ha crecido exponencialmente año a año ininterrumpidamente desde el comienzo del sistema mientras que la cantidad de SGR operativas ha tenido oscilaciones.

Gráfico 3. Garantías otorgadas por las SGR cada año



Fuente: elaboración propia en base a datos de SEPYME

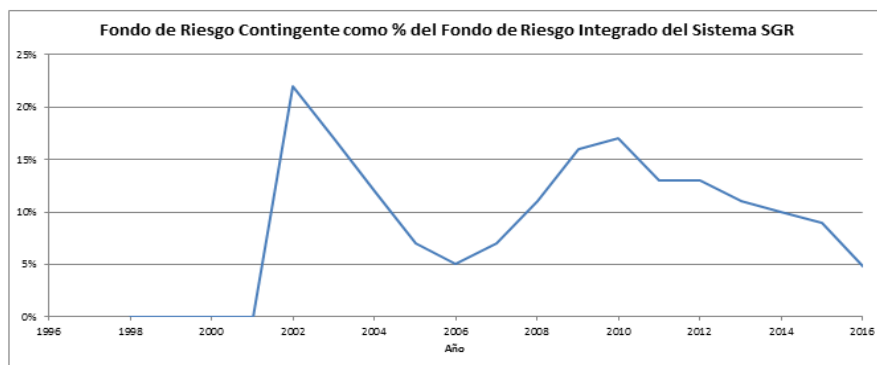
Evolución de la Mora en las garantías otorgadas

Si observamos la mora histórica del sistema como porcentaje del Fondo de Riesgo Integrado del sistema en general, observamos las siguientes características: hay un pico de mora en la crisis del 2002, la peor crisis económica de la historia argentina, donde la mora supera el 20 % del Fondo de Riesgo Integrado, momentos en donde las Pymes vieron cortadas sus cadenas de pago y una situación similar entre 2009 y 2010, también correspondientes a una crisis a nivel nacional. El resto de los años, en donde hay normalidad económica y ninguna crisis, la mora del sistema se ubica entre el 5 % y el 10 % sobre los Fondos de Riesgos Integrados.

El gráfico también muestra la capacidad de recupero de mora que tiene el sistema y la capacidad de normalización del ratio Mora/FR Integrado que tiene el sistema luego de pronunciadas crisis. Este ratio mejora aún más si se tienen en cuenta que los Fondos de

Riesgo generan rendimientos por inversiones, con lo cual si tomamos en cuenta los FR integrados más su respectivo rendimiento el ratio de mora sobre FR es aún menor. Se toma solo en cuenta el monto integrado sin sus rendimientos porque los mismos se distribuyen a los Socios Protectores como tales. Aun así, ni siquiera en la peor crisis de la historia económica-social-financiera del país los montos integrados de los Fondos de Riesgo del Sistema bajaron por debajo de lo que establece la ley, un 25% del Fondo de Riesgo Integrado, donde los Socios Protectores hubiesen tenido que hacer nuevos aportes al mismo. En caso de urgencia se puede reestablecer este monto con nuevos aportes provenientes de los rendimientos generados por el mismo Fondo de Riesgo.

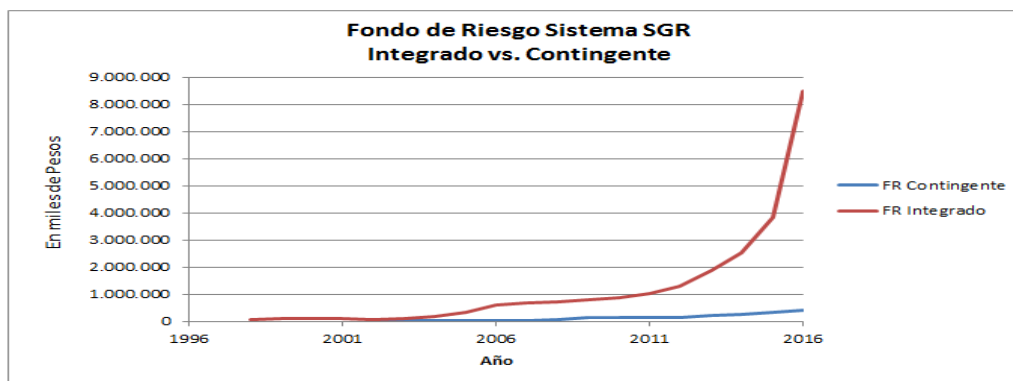
Gráfico 4. Evolución del Fondo de Riesgo Contingente del Sistema SGR



Fuente: elaboración propia en base a datos de SEPYME

Este gráfico muestra la evolución del Fondo de Riesgo Integrado que tenía el sistema a fin de cada año para comparar con el Fondo de Riesgo Contingente, es decir, con las garantías caídas que los Fondos de Riesgo tuvieron que cubrir. En el Anexo 4.2 exponemos los montos y la variación porcentual exactos de cada año.

Gráfico 5. Evolución del FR Integrado y el FR Contingente del Sistema SGR



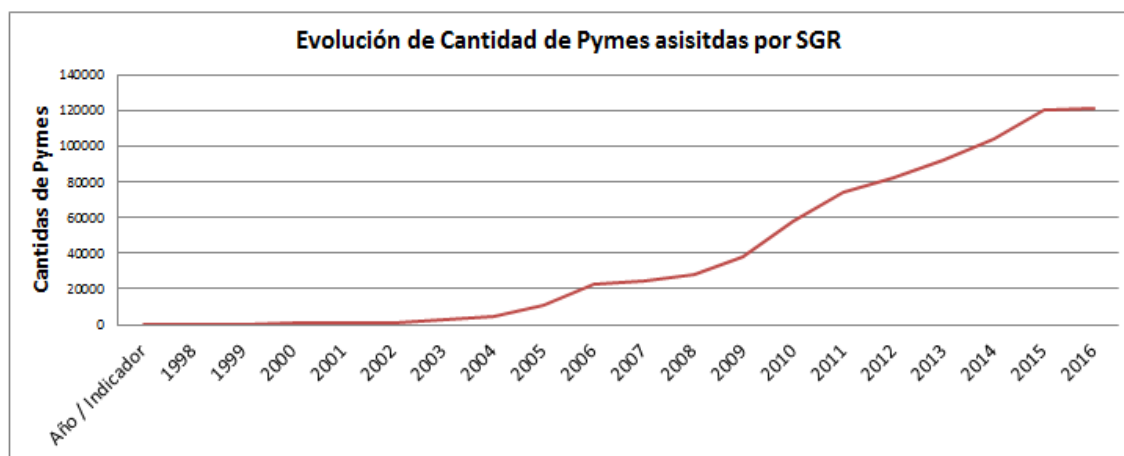
Fuente: elaboración propia en base a datos de SEPYME

Cantidad de Pymes avaladas

En el siguiente cuadro se nota la evolución de la cantidad de Pymes asistidas por el Sistema de Sociedades de Garantías Recíprocas desde 1998 hasta 2016. Actualmente se asisten aproximadamente a más de 120.000 Pymes de todo el territorio nacional.

Teniendo en cuenta que las Pymes en el país son entre 600.000 y 800.000 según el Ministerio de Producción (esta estadística es volátil por el alto grado de informalidad en el sector Pyme) hay mucho margen para el crecimiento en la cantidad de Pymes que se pueden beneficiar con este Sistema de Garantías.

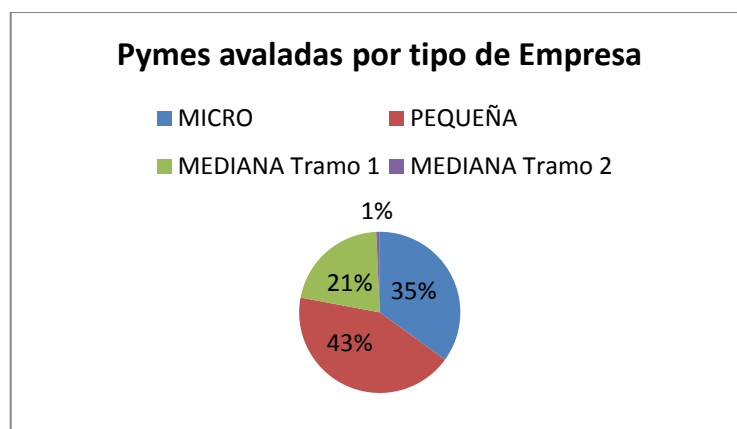
Gráfico 6. Cantidad de Pymes que accedieron a garantías mediante las SGR



Fuente: elaboración propia en base a datos de CASFOG

Actualmente las Pymes avaladas por Sociedades de Garantía Recíproca presentan la característica que las Pymes de menor facturación son las que tienen aproximadamente un 80 % en la utilización del sistema. Esto indica que las principales beneficiarias son las empresas que mayor dificultad al acceso financiero tienen: el Sistema está funcionando correctamente asistiendo en mayor proporción al tipo de Pymes que más necesita de Garantías.

Gráfico 7. Pymes avaladas según su facturación

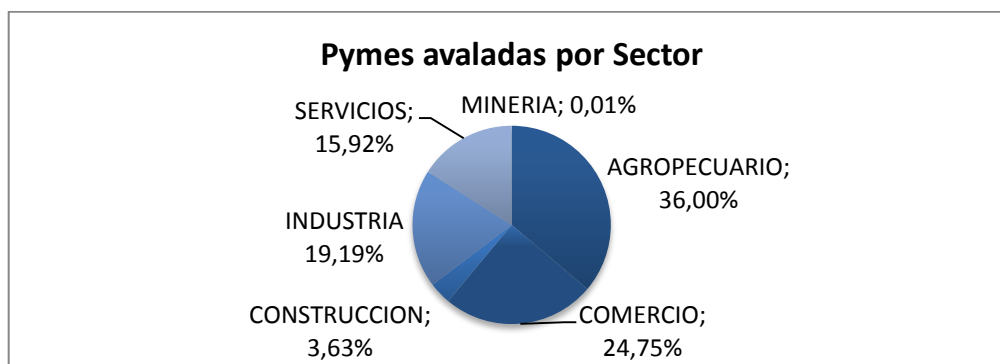


Fuente: elaboración propia en base a datos de CASFOG

Cobertura de garantías por Sectores de la economía

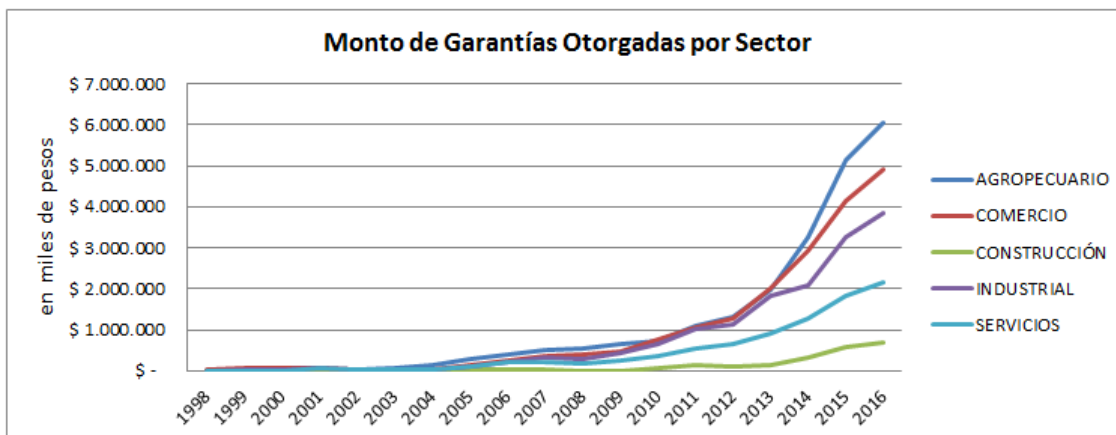
En cuanto a la distribución sectorial de las Pymes atendidas por el Sistema, observamos un predominio de las que se desenvuelven en el sector agropecuario. Si bien es uno de los sectores más importante y más dinámico de la economía, esto se explica porque hay una gran cantidad de SGR vinculadas al sector, de las cuales muchas de ellas corresponden a la cadena de valor de una empresa del sector donde se asisten a Pymes que son clientes y proveedores. En el Anexo 4.3 está la información detallada de la alta influencia de grandes empresas del sector agropecuario que han formado sus propias SGR, actuando como Socios Protectores de las mismas para apoyar financieramente a sus propios clientes y proveedores, fortaleciendo la cadena de valor que generan. El ejemplo del agro es un modelo a seguir sobre por los demás sectores (que ya tengan experiencia con operatoria de SGR o que no la tengan aún), pudiendo replicar este modelo para sus respectivas cadenas de valor, contribuyendo al crecimiento del Sistema y al desarrollo de sus Pymes vinculadas.

Gráfico 8. Pymes avaladas según a que sector de la economía pertenecen



Fuente: elaboración propia en base a datos de CASFOG

Gráfico 9. Monto de garantías otorgado a Pymes según sector de la economía

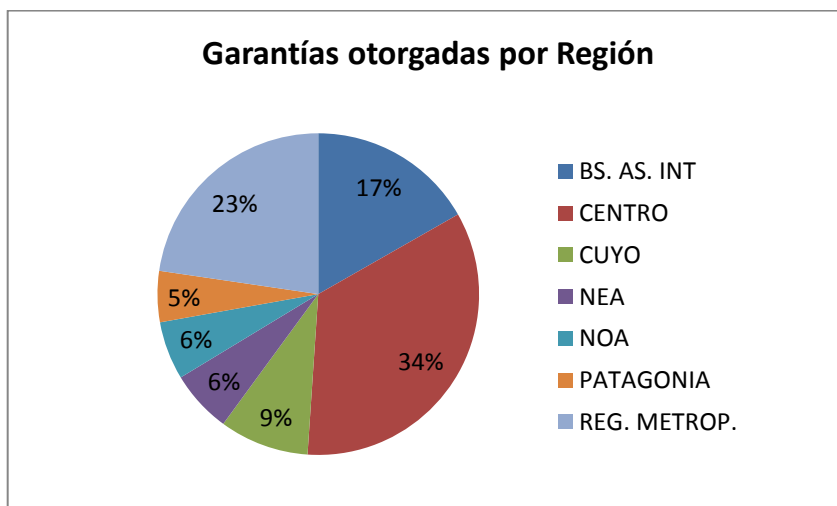


Fuente: elaboración propia en base a datos de CASFOG

Cobertura de las garantías por Regiones del país

Se observa que hay una alta concentración de la utilización de garantías en la región del centro, la provincia de Buenos Aires y la Ciudad de Buenos Aires respecto a otras regiones del país. Queda por desarrollar y difundir el sistema en todas las economías regionales del país para lograr una mayor equidad en las empresas que operan en los lugares más relegados.

Gráfico 10. Cobertura regional de las garantías otorgadas



Fuente: elaboración propia en base a datos de CASFOG

Garantías por tipo de Acreedor

Actualmente los saldos de garantías vigentes a fines de 2016 se dividen entre Entidades Financieras (Bancos) con un 46 %, Mercado de Valores (un 95 % correspondiente a cheques de pago diferido) con un 51 %, un 2 % a avales ante entes públicos y un 1 % a garantías comerciales o técnicas.

Tabla 5. Garantías Vigentes (Riesgo Vivo) por acreedor a fines del año 2016

Saldos de Garantías Vigentes por Tipo de Acreedor

Mercado de Capitales	\$ 8.756.036.666	51%
Bancos	\$ 8.011.726.740	46%
Públicas	\$ 346.137.649	2%
Otras	\$ 191.811.622	1%
Total	\$ 17.305.712.677	

Fuente: elaboración propia en base a datos de CASFOG

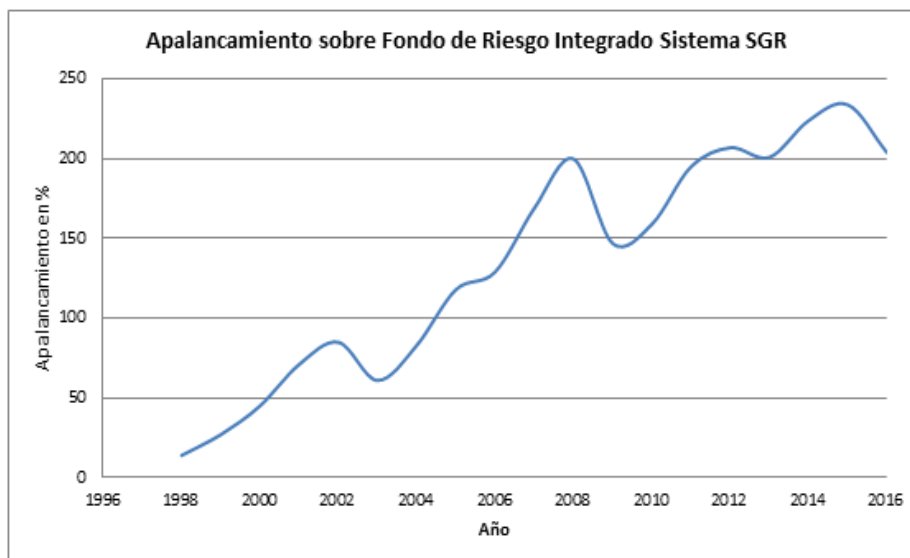
Plazo de las garantías

En cuanto a la duration de las garantías otorgadas por las SGR, la misma es de 397 días, lo cual evidencia una un plazo mucho menor que en los países desarrollados. Si bien es una duration ponderada de todo el Sistema (hay SGR que tienen una duration mayor en las garantías que otorgan a sus Socios Partícipes) la misma evidencia un alto porcentaje de créditos de corto plazo a los cuales acceden las Pymes actualmente. En el Anexo 4.4 está el detalle del cálculo de la duration de las garantías.

Apalancamiento sobre el Fondo de Riesgo Integrado del Sistema SGR

La evolución del multiplicador de garantías sobre el Fondos de Riesgo Integrado es de un múltiplo de 2x aproximadamente, un 204% (si tomamos el apalancamiento ponderado es del 224%). En el Anexo 4.5 podemos observar los cálculos correspondientes al apalancamiento del Fondo de Riesgo Integrado. Es un sistema poco apalancado (para tener una referencia el sistema español esta apalancado 4 veces y el italiano 10 veces aproximadamente). Si la macroeconomía comienza a normalizarse y hay un fondo de reafianzamiento sería razonable que el sistema tenga un apalancamiento de entre 3 y 4 veces, lo cual generaría altos ingresos operativos para las SGR con un riesgo moderado, debido a que las SGR tienen una alta efectividad en la gestión del riesgo Pyme. Hay a su vez, un cierto rezago entre la integración de los Fondos de Riesgo y el multiplicador de garantías. Esto se debe al rezago entre la integración y el posterior apalancamiento de los Fondos de Riesgo (cuando se realizan aportes nuevos y crecen los Fondos de Riesgo, baja el apalancamiento temporalmente).

Gráfico 11. Apalancamiento del Sistema SGR en Argentina



Fuente: elaboración propia en base a datos de SEPYME

4.4 Cadenas de valor

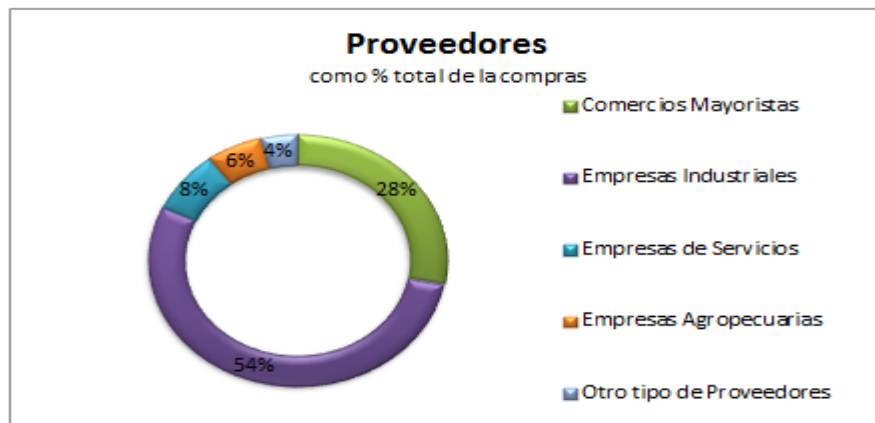
Hay 2 tipos de cadenas de valor: las cadenas de valor hacia arriba, las cuales se relacionan con los proveedores de una empresa y las cadenas de valor hacia abajo, las cuales se relacionan con los clientes. Esta estructura de cadena de valor hacia arriba y hacia abajo en las Pymes tiene la característica de ser estable a lo largo del tiempo. En el Anexo 4.3 se muestra el sector/cadena de valor que atiende cada SGR y cuáles son sus Socios Protectores. Notamos una alta presencia del sector agropecuario, en donde los Socios Protectores formaron sus propias SGR para atender su cadena de valor tanto vertical como horizontal, brindándoles tanto a clientes como proveedores una herramienta para que tengan un mayor acceso al crédito y en condiciones más convenientes. Como mencionamos anteriormente, el caso del agro es el modelo a seguir para la formación de SGR en otros sectores de la economía, principalmente en economías regionales que se dedican a una misma actividad, donde hay cadenas de valor con potencial que no están accediendo a los beneficios de un Sistema de Garantías que integre a su sector.

Caso de integración: Pymes Industriales

A su vez, siguiendo con el estudio de las cadenas de valor en las Pymes, si tomamos en cuenta el sector de Pymes industriales, observamos que tienen un alto grado de integración con empresas del sector manufacturero en cadenas productivas hacia arriba (con sus proveedores). Un poco más de la mitad de las compras de insumos y bienes de producción (55%) se realizan a proveedores que también son empresas industriales,

mientras que alrededor de un tercio de estas compras se hacen a comercios mayoristas. Las compras restantes corresponden a empresas de servicios, agropecuarias u otro tipo de empresas.

Gráfico 12. Proveedores de Pymes industriales



Fuente: Informe Anual FOP 2015/2016

Siguiendo en la misma línea de análisis, en la cadena de valor hacia abajo, es decir, con los clientes, las Pymes industriales presentan una mayor diversificación en las ventas en si lo comparamos con las compras, donde también son relevantes un buen porcentaje de firmas industriales y de comercios mayoristas entre los clientes (28% y 27% sobre las ventas respectivamente). En importancia sobre el total de facturación siguen los comercios minoristas (16%) y el público en general como consumidor final (13%).

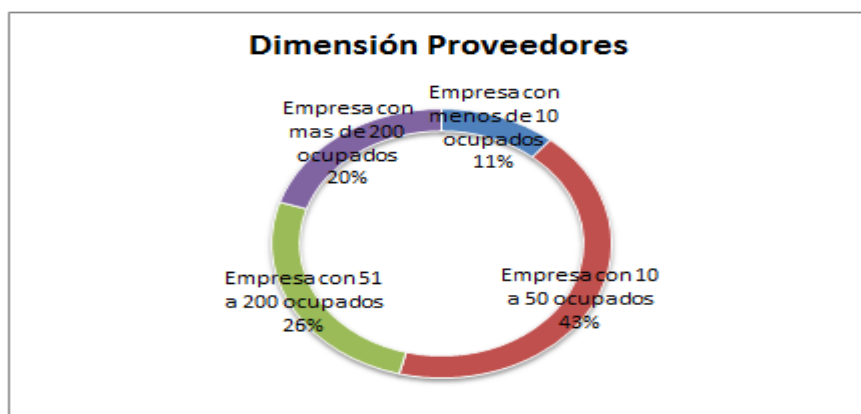
Gráfico 13. Clientes de Pymes industriales



Fuente: Informe Anual FOP 2015/2016

En cuanto a la dimensión de los proveedores principales, si observamos el encadenamiento de las Pymes industriales con sus proveedores, notamos que el principal proveedor en promedio representa un 43 % de sus compras. Inferimos que los mismos corresponden a una Pyme, ya que se trata de empresas de entre 10 a 50 ocupados. El 20 % de las Pymes que tienen como proveedor una empresa grande (en cuyos casos las compras realizadas a las mismas es el 50 % del total de las compras que realizan. Solo el 9% de las firmas compran más del 50 % a un solo proveedor, caracterizado por ser una empresa grande).

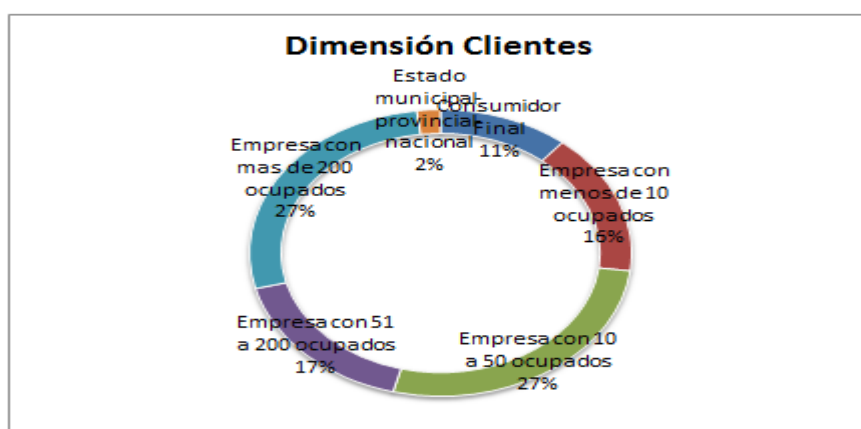
Gráfico 14. Dimensión de los proveedores de Pymes industriales



Fuente: Informe Anual FOP 2015/2016

Respecto a la dimensión de los clientes principales, analizando las ventas, un 27% de la Pymes tiene como cliente principal a una empresa grande, las cuales representan aproximadamente un 30 % de sus ventas. En los casos donde el principal cliente representa más de un 30 % de las ventas solo en el 10 % se trata de una gran empresa.

Gráfico 15. Dimensión de los clientes de Pymes industriales



Fuente: Informe Anual FOP 2015/2016

Por lo mencionado anteriormente, notamos que las Pymes tienen un alto grado de integración con grandes empresas y con otras Pymes al mismo tiempo, con lo cual, el Sistema de Garantía Recíproca puede contribuir a potenciar aún más la integración existente de todas las cadenas de valor que se desarrollen en la economía a través de sus garantías, afianzando estructuras productivas y posibilitando la cooperación sectorial.

4.5 Rentabilidad

Se simularán dos Fondos de Riesgo distintos, uno con inversiones conservadoras cuyo objetivo es la conservación del capital sin hacer foco en la rentabilidad con una cartera orientada al mediano plazo y con el criterio de buy and hold por un período determinado (Fondo de Riesgo Conservador) y otro portafolio con el objetivo de tener una alta rentabilidad pero con una mayor exposición al riesgo asumido en la elección de activos financieros, con un trading más activo según cambien las condiciones de mercado (Fondo de Riesgo Rentabilidad).

Instrumentos de inversión permitidos en los Fondos de Riesgo

Antes de comentar las carteras de inversión seleccionadas, hay que tener en cuenta que por medio de la Disposición 128 del año 2010 las inversiones de los Fondos de Riesgo de las Sociedades de Garantía Recíproca tienen restricciones y determinados toques por instrumentos de inversión permitidos en la misma:

- Títulos Públicos emitidos por el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas o el Banco Central de la República Argentina, ya sean Bonos, Letras del Tesoro o Préstamos hasta el 40 % de la cartera.
- Valores negociables emitidos por las provincias, municipalidades, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires hasta el 20 % de la cartera.
- Obligaciones Negociables y títulos de deuda autorizados por la Comisión Nacional de Valores hasta el 25 % de la cartera.
- Depósitos en moneda extranjera en caja de ahorro, cuenta corriente o cuentas especiales en Entidades Financieras hasta el 10 %.
- Cuotapartes de Fondos Comunes de Inversión autorizados por la Comisión Nacional de Valores, sean abiertos o cerrados, hasta el 25 % de la cartera.
- Contratos de futuros y opciones que se negocien en los mercados sujetos al contralor de la Comisión Nacional de Valores hasta el 5 % de la cartera.
- Títulos valores, sean títulos de deuda, certificados de participación o títulos mixtos, emitidos por Fideicomisos Financieros autorizados por la Comisión Nacional de Valores, hasta el 20 % de la cartera.
- Depósitos en pesos o en moneda extranjera a plazo fijo en Entidades Financieras hasta el 100% de la cartera, sin superar el 25 % por Entidad Financiera.
- Depósitos en cuentas comitentes de Agentes de Bolsa que estén registrados con la Comisión Nacional de Valores, y a los efectos de realizar transacciones hasta un plazo de 5 días hábiles.

Los instrumentos mencionados tienen que tener la calificación de riesgo correspondiente, la cual debe ser otorgada por una calificador de riesgo inscrita en la CNV (si tiene varias calificaciones se tomara en cuenta la menor).

Cuando una calificación de riesgo de un instrumento que forma parte del fondo de riesgo hubiera caído por debajo del mínimo, la SGR tendrá 30 días para venderlo.

No serán autorizadas las siguientes inversiones:

- Instrumentos garantizados por Sociedades de Garantía Recíprocas e instrumentos emitidos por un Socio Protector y / o Socio Participe de la misma Sociedad de Garantía Recíproca, sus controlantes, controladas y vinculadas.
- Acciones de empresas nacionales o extranjeras.

Tabla 6. Topes por instrumentos de inversión en los Fondos de Riesgo de las SGR

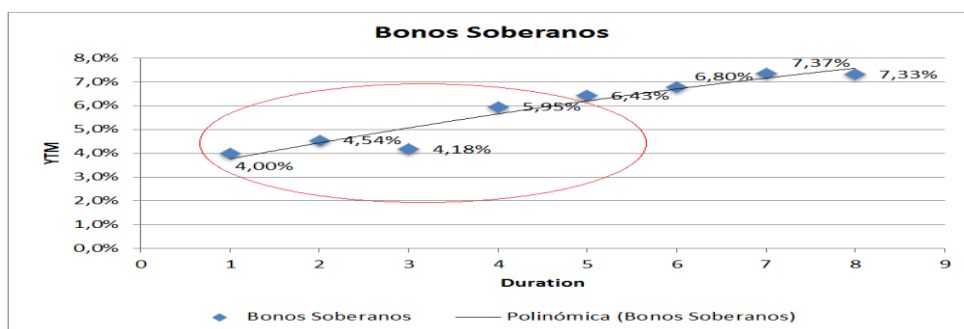
Inversiones Fondo de Riesgo SGR	
Instrumento	Topes
Bonos Nacionales	40%
Bonos Provinciales/Municipales	20%
Obligaciones Negociables	25%
Fondos Comunes de Inversion	25%
Derivados (Futuros y Opciones)	5%
Fideicomisos Financieros	20%
Plazos Fijos (en \$ y USD)	100%
Depositos (en \$ y USD)	10%
Cuentas Comitentes	5 días

Selección de activos por Instrumento

Bonos Nacionales en dólares:

En el Fondo de Riesgo Conservador se seleccionaron los bonos Soberanos en dólares de la parte corta y media de la curva con una duration de entre 0 y 5. Son bonos que no tienen riesgo cambiario y se eligen con esa duration para que ante una suba de tasas de la FED, en su proceso de normalización monetaria, estén menos expuestos. A su vez si la tendencia es la normalización de la economía local estos bonos se pueden revalorizar por una mayor calidad crediticia (compresión de spreads) y por una mayor demanda al pasar a ser bonos incluidos en índices de mercados emergentes.

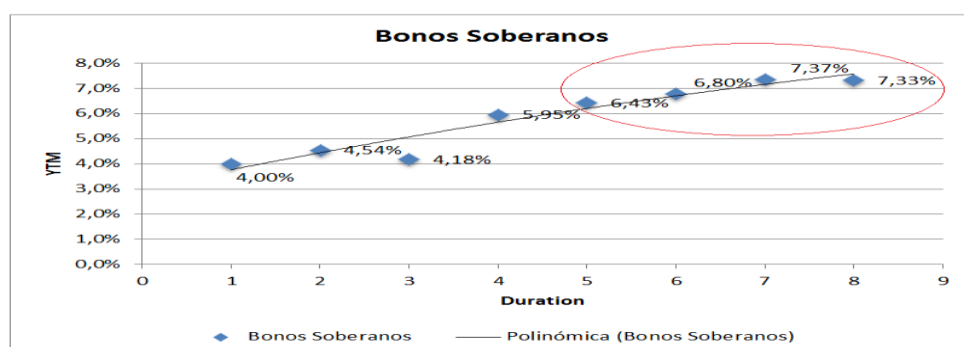
Gráfico 16: Elección de activos en la parte corta y media de la Curva de Bonos Soberanos



Fuente: elaboración propia en base a Puente, Portfolio Personal y Research for Traders

En cambio, en el Fondo de Riesgo Rentabilidad se eligen los bonos con Yield to Maturity más alta, lo cual coincide con los bonos de duration más larga. Si bien los bonos con duration más larga son más riesgosos y más volátiles ante cualquier escenario de cambios en las tasas de interés tanto domésticas como por parte de la FED, el spread de rendimiento que tienen sobre bonos de duration media y corta hacen que sean seleccionados para una cartera que exige obtener una mayor rentabilidad.

Gráfico 17. Elección de activos en la parte media y larga de la Curva de Bonos Soberanos



Fuente: elaboración propia en base a Puente, Portfolio Personal y Research for Traders

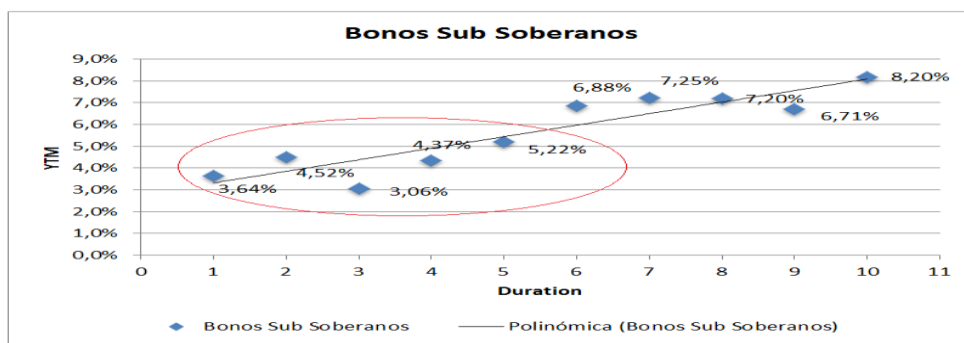
Tabla 7. Bonos Soberanos seleccionados para ambas carteras

Bonos Soberanos		
YTM	Duration	Ticker
4,00%	3,47	AA21
4,18%	3,79	AY24
4,54%	4,06	A2E2
5,95%	6,61	AA26
6,43%	7,70	AL28
6,80%	7,50	DICAD
7,33%	11,50	PARA
7,37%	10,10	AA37

Bonos Provinciales en dólares:

En el Fondo de Riesgo Conservador se seleccionan bonos en dólares y dollar-linked de la parte corta y media de la curva con una duration de entre 0 y 5 aproximadamente. Al estar vinculados al tipo de cambio mitigan el riesgo de devaluación con muy buena relación riesgo – rendimiento para la duration que tienen.

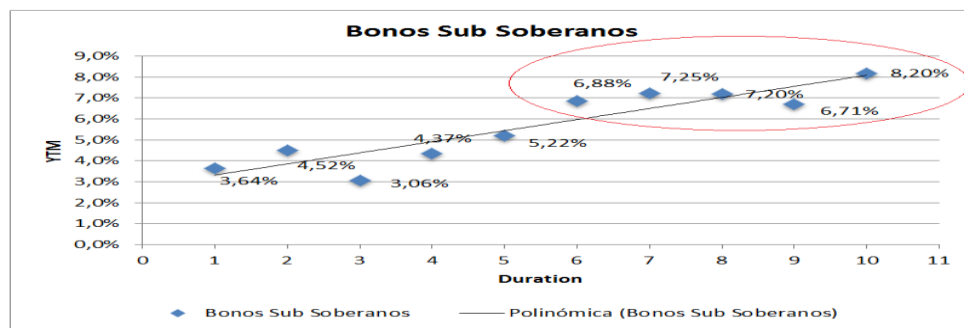
Gráfico 18. Elección de activos en la parte corta y media de la Curva de Bonos Sub Soberanos



Fuente: elaboración propia en base a Puente, Portfolio Personal y Research for Traders

En el Fondo de Riesgo Rentabilidad, siguiendo con la misma lógica de los bonos soberanos, se eligen los bonos con mayor rendimiento a pesar de los riesgos asociados a una duration mayor. En el gráfico observamos la parte de la curva de donde se sitúan.

Gráfico 19. Elección de activos en la parte media y larga de la Curva de Bonos Sub Soberanos



Fuente: elaboración propia en base a Puente, Portfolio Personal y Research for Traders

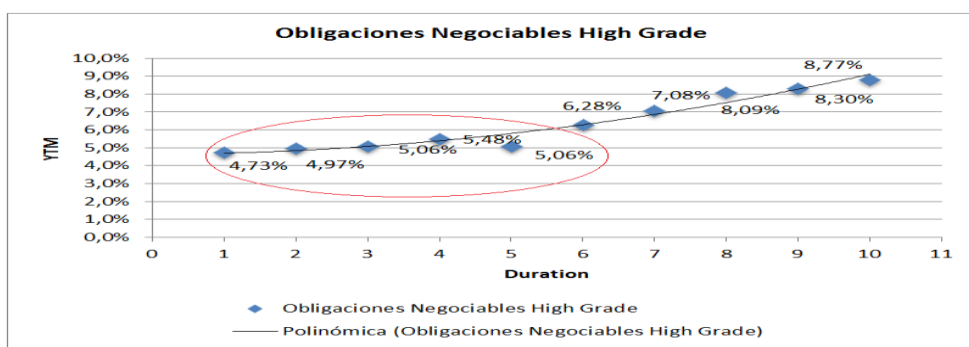
Tabla 8. Bonos Sub Soberanos seleccionados para ambas carteras

Bonos Sub Soberanos		
YTM	Duration	Ticker
3,06%	1,41	BDC20
3,64%	0,83	PMD18
4,37%	0,81	NDG21
4,52%	1,26	PUO19
5,22%	1,27	PUM21
6,71%	4,90	NTD11
6,88%	1,80	SARH
7,20%	5,30	NQN25
7,25%	2,80	PUY23
8,20%	6,15	CABA27

Obligaciones Negociables en dólares:

En el caso del Fondo de Riesgo Conservador se seleccionan Obligaciones Negociables emitidas en dólares por compañías de primer nivel, cuyo historial crediticio sea de alta calidad, su management tenga probada eficiencia en el manejo de la compañía, que tengan la capacidad de generar los suficientes cash flows para el pago de sus deudas financieras con altos márgenes de seguridad y a su vez se toma en cuenta la jurisdicción donde están emitidas, seleccionando las que tienen Ley NY, por considerarse de mayor calidad a nivel jurídico. Se eligen Obligaciones Negociables líquidas, con alto trading en los mercados. Se seleccionan las que tienen duration de corta a media.

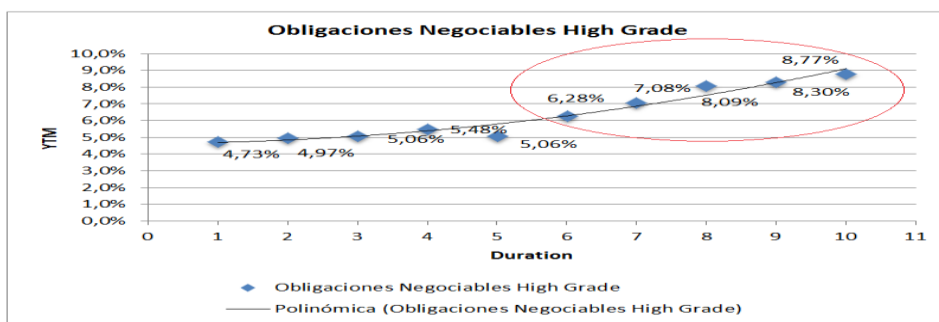
Gráfico 20. Elección de activos en la parte corta y media de la Curva de Obligaciones Negociables High Grade



Fuente: elaboración propia en base a Puente, Portfolio Personal y Research for Traders

En el caso del Fondo de Riesgo Rentabilidad se tiene el mismo criterio que en la cartera conservadora en cuanto al análisis de las compañías seleccionadas, pero en este caso se prioriza la rentabilidad de las Obligaciones Negociables emitidas, soportando por ello una mayor duration de las mismas: se ubican entre la parte media a larga de la curva Corporativa de Argentina.

Gráfico 21. Elección de activos en la parte media y larga de la Curva de Obligaciones Negociables High Grade



Fuente: elaboración propia en base a Puente, Portfolio Personal y Research for Traders

Tabla 9. Obligaciones Negociables seleccionadas para ambas carteras

Obligaciones Negociables High Grade		
YTM	Duration	Ticker
4,73%	3,62	CBVS (Cablevisión 2021)
4,97%	2,92	BHCVO (Banco Hipotecario 2020)
5,06%	2,11	RSC80 (IRSA 2019)
5,48%	4,95	RCC90 (ARCOR 2023)
5,06%	2,11	RSC80 (IRSA 2019)
6,28%	2,62	OIRX7 (IRSA 2020)
7,08%	1,46	OMAXL (Metrogas 2018)
8,09%	2,58	OPNS1 (PAE 2021)
8,30%	9,49	BMA2036 (Banco Macro 2036)
8,77%	3,24	OTRX9 (Transener 2021)

Futuros de dólar:

Se compra el 5 % de la cartera para cubrir posiciones ante la alteración del tipo de cambio en el caso del Fondo de Riesgo Conservador con un rendimiento a un año vista de 19,79 %.

Cauciones:

En el caso del Fondo de Riesgo Rentabilidad, este 5 % de la cartera se invierte en Cauciones, las cuales devengan una tasa de 24 % actualmente, asumiendo riesgo por exposición a variaciones en el tipo de cambio pero devengando una tasa más alta que los futuros.

Fondos Comunes de Inversión:

Para el caso del Fondo de Riesgo Conservador, se dividen en fondos comunes de inversión de 2 tipos: los que tienen una composición con un alto porcentaje de activos en dólares, con instrumentos de alta calidad crediticia y con una estrategia de gestión de activos conservadora. Tienen una alta composición porcentual en sus carteras de bonos en dólares y dollar-linked principalmente, tanto de emisores públicos (Soberanos y Sub soberanos) como de emisores privados (Obligaciones Negociables) combinados con Instrumentos de deuda del BCRA y otros activos en pesos en menor proporción. Son fondos que buscan obtener un rendimiento moderado con una volatilidad moderada, con una duration corta a media y con poco riesgo cambiario debido a que la mayoría de su cartera está nominada en activos en dólares (Compass Renta Fija III, Mariva MAF Renta Argentina, Galileo Premium y Supervielle Renta Mixta en dólares) y 2 fondos de Money Market, cuyo rendimiento se asemeja al rendimiento de los plazos fijos en las entidades financieras (Patagonia Lombard y Fima Premium): los mismos tienen instrumentos en pesos pero se suscriben porque tienen la característica que al ser inmediatamente rescatables se pueden utilizar para las posibles caídas de garantías y es lo que le da liquidez inmediata a la cartera sin perder el rendimiento diario que devengan estos fondos.

Para el caso del Fondo de Riesgo Rentabilidad se mantienen los 2 fondos de Money Market pero los demás fondos corresponden a fondos de renta mixta, más agresivos en

la búsqueda de rentabilidad, con mayor cantidad de activos en pesos los cuales están invertidos en activos de renta fija que devengan una tasa mayor en pesos a la devaluación esperada (con el riesgo de tipo de cambio que el carry trade implica) y en activos de renta variable, principalmente en acciones argentinas cotizantes en el índice Merval. Se repite uno de los fondos del Fondo de Riesgo Conservador por su excelente desempeño en cuanto a su rendimiento (Compass Renta Fija III, Balanz Invertir Global, Galileo Acciones, Supervielle Renta Variable).

Es importante tener en cuenta que se invierte un porcentaje importante de la cartera de los Fondos de Riesgo de las SGR (a pesar de que se pueden obtener mayores rendimientos en otros activos) en estos instrumentos debido a que los mismas Sociedades Gerentes/Administradoras de Fondos son los encargados de comprar los instrumentos que avalan las SGR en el mercado de valores, ya sean ON, FF y principalmente Cheques de Pago Diferido.

Composición por Moneda y por Instrumentos

Fondo de Riesgo Conservador:

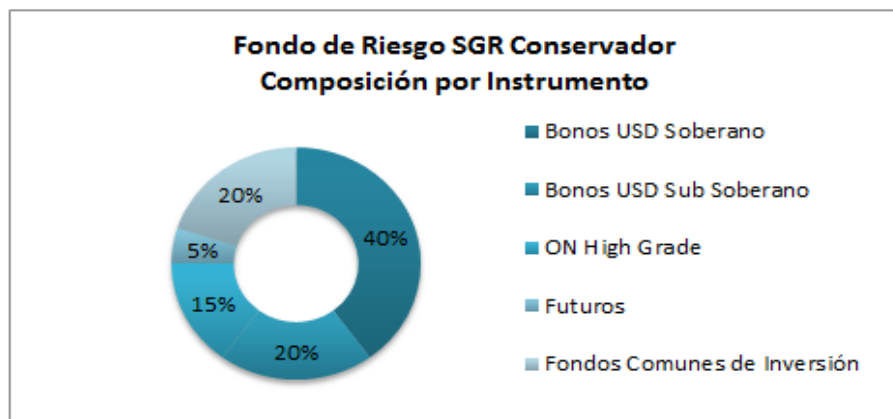
Es una cartera con activos altamente dolarizada para cubrir las inversiones ante riesgo cambiario. Si bien la tasa en pesos actualmente está por encima de la devaluación esperada, al ser una cartera que busca rentabilidad moderada con bajo riesgo con el objetivo de sostener el valor del Fondo de Riesgo en dólares con un rentabilidad acorde al riesgo asumido.

Gráfico 22. Composición por moneda FR Conservador



Los instrumentos de esta son en dólares, y los que están en pesos, los futuros, están vinculados a la evolución del tipo de cambio y los fondos de inversión que también están nominados en pesos tienen un alto porcentaje de sus carteras en activos en dólares, con muy baja exposición a riesgos cambiarios.

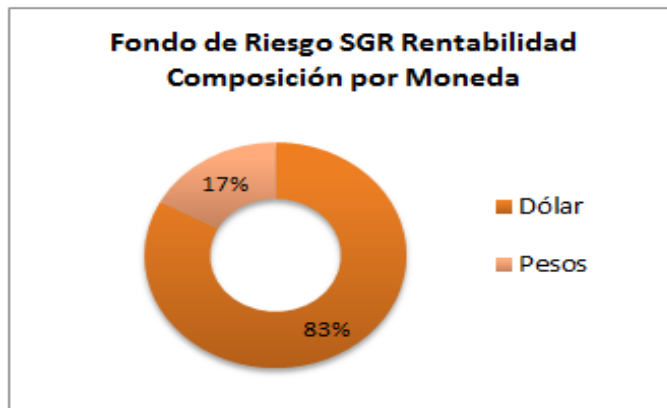
Gráfico 23. Composición por instrumento de inversión FR Conservador



Fondo de Riesgo Rentabilidad:

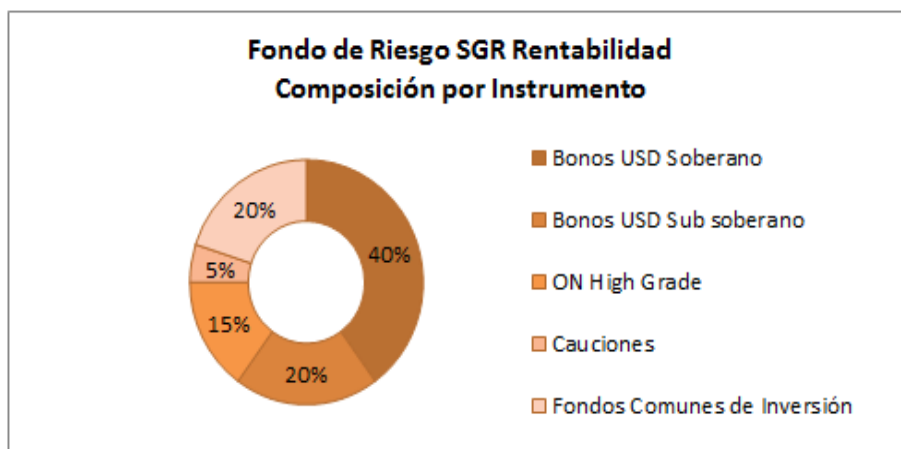
Es una cartera con mayor riesgo cambiario que la cartera conservadora ya que la misma tiene un mayor porcentaje de inversiones en pesos. Es más riesgosa ante cualquier devaluación del tipo de cambio pero asume ese riesgo en busca de una mayor rentabilidad ya que la tasa en pesos por el momento viene por encima de la devaluación esperada.

Gráfico 24. Composición por moneda FR Rentabilidad



Si bien la selección de activos por porcentaje es la misma que la cartera conservadora, las diferencias que encontramos con respecto a la anterior es la siguiente: se reemplazan los futuros (cuyo rendimiento esperado en pesos es de 19,79%) por cauciones (rendimiento del 24 % pero sin cobertura de tipo de cambio) y los fondos comunes de inversiones seleccionados tienen carteras con mayores porcentajes de activos en pesos, muchas de las cuales están invertidas en renta variable, lo cual por definición es más riesgoso pero la rentabilidad puede ser mucho más alta que con portafolio de bonos.

Gráfico 25. Composición por instrumento de inversión FR Rentabilidad



Como resumen se plantean los rendimientos finales proyectados que obtendrían los Socios Protectores con ambas carteras:

Tabla 10. Ingresos del Fondo de Riesgo Conservador

Ingresos Protectores Fondo de Riesgo -Conservador-	
Fondo de Riesgo Integrado	\$ 100.000.000
Rendimiento FR en pesos	25,23%
	\$ 25.230.000
Impuesto a las Ganancias	\$ -8.830.500
Rentabilidad Neta Protectores	\$ 16.399.500
Devaluación a 1 año vista	19,79%
Rendimiento sobre devaluación	5,44%

Tabla 11. Ingresos del Fondo de Riesgo Rentabilidad

Ingresos Protectores Fondo de Riesgo -Rentabilidad-	
Fondo de Riesgo Integrado	\$ 100.000.000
Rendimiento FR en pesos	28,65%
	\$ 28.650.000
Impuesto a las Ganancias	\$ -10.027.500
Rentabilidad Neta Protectores	\$ 18.622.500
Devaluación a 1 año vista	19,79%
Rendimiento sobre devaluación	8,86%

Escenarios de sensibilidad para ambas carteras

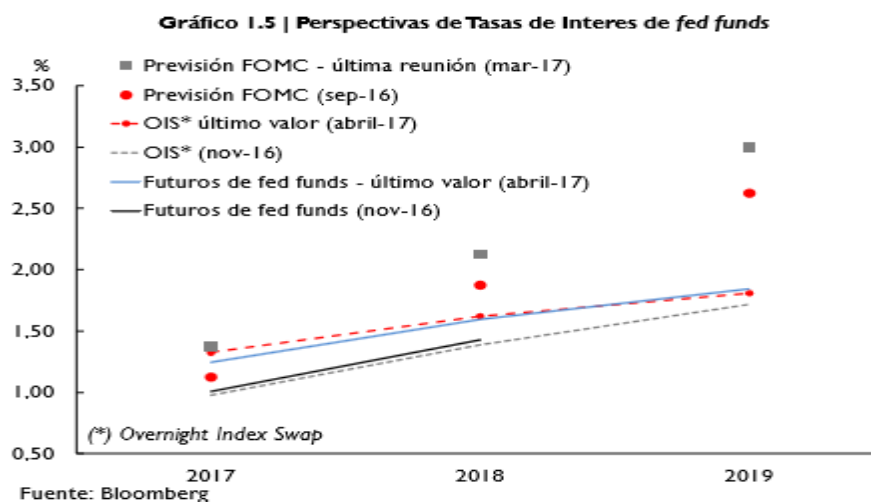
Se plantean 2 escenarios alternativos, los cuales incluyen una suba de la tasa de interés de la FED de 100 y de 200 puntos básicos. Ante esta suba, se analiza el impacto que tiene sobre ambas carteras y cuál es el impacto acorde a la duration de cada activo y la duration total de la cartera.

Si bien ante una suba de 100 bps y de 200 bps, la pérdida estimada sobre el Fondo de Riesgo Integrado es de un 3 % y un 6% respectivamente en el caso del Fondo de Riesgo Conservador y de un 5% y un 10% aproximadamente en el caso del Fondo de Riesgo Rentabilidad. Asumimos, como supuesto simplificador, que el aumento en la curva de

tasas por parte de la FED es proporcional para todos los instrumentos seleccionados y no tomamos en cuenta ningún cambio crediticio en los bonos nacionales ni una mayor demanda de los mismos, sólo el empinamiento de la curva por parte de la FED.

Según el Informe de Política Monetaria del BCRA correspondiente a Abril de 2017, las proyecciones sobre las futuras tasas que podría poner las FED las observamos en el siguiente gráfico. Nos parece que un escenario de 200 bps es muy poco probable a corto plazo que un escenario de 100 bps puede tardar un tiempo en llevarse a cabo y dar el tiempo suficiente para rearmar la cartera de inversiones, ya que el aumento tendería a ser progresivo.

Gráfico 26. Proyecciones de la evolución de la tasa de interés de la FED



Ingresos por operatividad

Los ingresos por operatividad en las Sociedades de Garantía Recíproca provienen de las comisiones generadas por el otorgamiento de garantías. Con esos ingresos las SGR deben cubrir todos sus costos de administración, comercialización y estructura. En este caso, proyectaremos la operatividad de una SGR con un Fondo de Riesgo Integrado de 100 millones de pesos que durante el período contable de un año otorga garantías por 350 millones de pesos, es decir que apalanca su fondo 3,5x veces. Estos resultados por operatividad no tienen en cuenta los retornos que se originan por las inversiones en el Fondo de Riesgo de la misma sino que se centra en el estado de resultado de la SGR propiamente dicho. Los números se exponen como estado de resultados de un balance contable.

Tabla 12. Ingresos por operatividad de la SGR simulada

Ingresos por Operatividad	
Fondo de Riesgo Integrado	\$ 100.000.000
Apalancamiento del Fondo	3,5x
Riesgo Vivo	\$ 350.000.000
Comisiones otorgamiento	2,5%
Resultado por comisiones	\$ 8.750.000
Gastos Administración	\$ -4.375.000
Gastos Comercialización	\$ -3.325.000
Resultado Operativo	\$ 1.050.000
Impuesto a las Ganancias	\$ -367.500
Resultado Neto	\$ 682.500

Para realizar los cálculos sobre Gastos de Administración y Comercialización se tomó en cuenta el promedio general de los Estados de Resultados de los balances de las SGR operativas. Los mismos son proporcionales a las garantías otorgadas, es decir, que aumentan en la misma proporción que las comisiones generadas por las mismas. Si bien este resultado puede variar las SGR no muestran resultados de operación negativos en todos estos años en sus Estados de Resultados, por el contrario, la operatividad también ha resultado una fuente de ingresos al margen de la rentabilidad de sus Fondos de Riesgo.

5. Proyecciones

5.1 Proyecciones de crecimiento del Sistema

Actualmente el Fondo de Riesgo Integrado del Sistema SGR es de \$ 8.741.436.600, el cual está apalancado sólo al 204 %, y con ello se alcanza un Riesgo Vivo (garantías vigentes a fines de 2016) en garantías de \$ 17.305.712.677. En el siguiente cuadro exponemos el nivel de apalancamiento a fines de 2016 y hasta qué monto de garantías se podrían otorgar con este Fondo de Riesgo Integrado, con un 400 % de apalancamiento como límite, ya que es el tope que establece la actual legislación.

Tabla 13. Apalancamiento sobre Fondo de Riesgo Integrado actual

Fondo de Riesgo Integrado Sistema SGR	
\$ 8.471.436.600	
Apalancamiento sobre FR Integrado del Sistema SGR	Riesgo Vivo
204%	\$ 17.305.712.677
250%	\$ 21.178.591.501
300%	\$ 25.414.309.801
350%	\$ 29.650.028.101
400%	\$ 33.885.746.401

Un número razonable de crecimiento de las mismas para los próximos años sería que crecieran en un múltiplo de entre 2,5x y 3x. Nos parece un número excesivo un múltiplo de 3,5x debido a los cálculos que presentaremos a continuación y creemos que el crecimiento del Sistema en los próximos años tiene el potencial para ubicarse entre el 2,5x y el 3x.

Tabla 14. Proyección de crecimiento del Riesgo Vivo en base al actual

Riesgo Vivo			
Base	2,5x	3x	3,5x
\$ 17.305.712.677	\$ 43.264.281.693	\$ 51.917.138.031	\$ 60.569.994.370

Escenario Proyectado 1

Para lograr ese monto de garantías, creemos viable que las actuales SGR integren un 25 % del fondo de Riesgo que actualmente tienen y que se creen 19 SGR nuevas con un FR integrado promedio de 100 millones de pesos (para así llegar a 50 SGR en la totalidad del sistema) llegando un FR Integrado total de 12.489.000.000 y que las operaciones se apalancen al 350 % (por ley actualmente se permite hasta el 400 % del monto del FR

Integrado). De esta manera se llegaría a un monto de Riesgo Vivo 2,5 veces mayor que el actual.

Si se logra un orden de la macroeconomía en las variables principales y se tiende a la normalización de la misma en los años venideros, no parece un apalancamiento excesivo teniendo en cuenta la especialización en riesgo Pyme de las SGR, su capacidad para el recupero de garantías caídas, el bajo nivel de mora respecto a los Fondos de Riesgo Integrados y los rendimientos que los mismos otorgan.

Tabla 15. Proyección de crecimiento del Fondo de Riesgo Integrado del Sistema SGR – Escenario 1

Fondo de Riesgo Integrado	
FR Integrado Base	\$ 8.471.436.600
FR Integrado Base * 25 %	\$ 2.117.859.150
FR Integrado SGR Nuevas	\$ 1.900.000.000
Total Nuevos Aportes FR	\$ 4.017.859.150
Total Nuevo FR Integrado del Sistema SGR	\$ 12.489.295.750

Escenarios de apalancamiento del Fondo de Riesgo Integrado del Sistema de \$ 12.489.295.750: se alcanzaría un valor de 2,5x el Riesgo Vivo actual con un apalancamiento al 350%.

Tabla 16. Apalancamiento sobre el nuevo Fondo de Riesgo Integrado 1

Apalancamiento sobre Nuevo FR Integrado del Sistema SGR	Riesgo Vivo
250%	\$ 31.223.239.376
300%	\$ 37.467.887.251
350%	\$ 43.712.535.127
400%	\$ 49.957.183.002

Con este nivel de apalancamiento es donde FOGAPYME tienen que jugar un papel fundamental para la estabilidad del sistema, como lo hace CERSA en España. La misma es una sociedad anónima con un 90 % de participación del Estado, cuya misión es la cobertura parcial de las garantías otorgadas por las SGR para contribuir a la estabilidad del sistema, su solvencia y su volumen de actividad. CERSA otorga un reaval de hasta el 75 % sobre las garantías otorgadas por las SGR a través de un contrato de reafianzamiento (según criterios establecidos en los que se basa la cobertura, como por ejemplo, adicionalidad, apoyo a sectores con mayor dificultad de acceso al crédito, empresas recientes, de menor tamaño y/o que recién comienzan sus actividades) disminuyendo así el riesgo asumido por las mismas. Asimismo, CERSA se reserva el derecho a no firmar contratos de reaval con aquellas SGR que estén en dificultades por tener una mala gestión en su operatoria. Se caracteriza por reavalgar garantías financieras

principalmente y con un plazo mediano a largo, dando mayor prioridad a las mayores de 36 meses, con un límite de 1 millón de Euros para el reaval de cada Pyme.

A su vez, el mayor apalancamiento de los Fondos de Riesgo del sistema van a brindar a las SGR una mayor ganancia operativa por el cobro de comisiones: establecemos un mínimo de 1,5% hasta un 3% en concepto de cobro de comisiones a los Socios Partícipes teniendo en cuenta lo que cobran por cada Aval otorgado cada SGR, según la SGR y de la garantía que se esté otorgando.

Tabla 17. Ganancia operativa por comisiones sobre otorgamiento de garantías 1

Ganancia por Otorgamiento de Garantías			
1,5%	2%	2,5%	3%
\$ 468.348.591	\$ 624.464.788	\$ 780.580.984	\$ 936.697.181
\$ 562.018.309	\$ 749.357.745	\$ 936.697.181	\$ 1.124.036.618
\$ 655.688.027	\$ 874.250.703	\$ 1.092.813.378	\$ 1.311.376.054
\$ 749.357.745	\$ 999.143.660	\$ 1.248.929.575	\$ 1.498.715.490

Escenario Proyectado 2

En el segundo escenario que planteamos, las SGR actuales tendrían que integrar un 50 % del Fondo de Riesgo que actualmente tienen, se tendrían que crear 19 SGR nuevas (al igual que en el Escenario Proyectado 1) llegando un FR Integrado total de \$ 14.607.154901 y que las operaciones se apalancen también al 350 %. De esta manera se llegaría a un monto de Riesgo Vivo 3 veces mayor que el actual.

Tabla 18. Proyección de crecimiento del Fondo de Riesgo Integrado del Sistema SGR – Escenario 2

Fondo de Riesgo Integrado	
FR Integrado Base	\$ 8.471.436.600
FR Integrado Base * 50 %	\$ 4.235.718.300
FR Integrado SGR Nuevas	\$ 1.900.000.000
Total Nuevos Aportes FR	\$ 6.135.718.300
Total Nuevo FR Integrado del Sistema SGR	\$ 14.607.154.901

Escenarios de apalancamiento del Fondo de Riesgo Integrado del Sistema de \$ 14607.154.901: se alcanzaría un valor de 3x el Riesgo Vivo actual con un apalancamiento al 350%.

Tabla 19. Apalancamiento sobre el nuevo Fondo de Riesgo Integrado 2

Apalancamiento sobre Nuevo FR Integrado del Sistema SGR	Riesgo Vivo
250%	\$ 36.517.887.251
300%	\$ 43.821.464.702
350%	\$ 51.125.042.152
400%	\$ 58.428.619.602

En este caso, si bien el apalancamiento es el mismo que en el Escenario 1, la importancia de un fondo de reafianzamiento de segundo piso como puede ser FOGAPYME es aún más necesario para darle estabilidad al Sistema por la elevación a un monto mayor aún en el Riesgo Vivo, es decir, en las garantías vigentes.

Como mencionamos en el mismo cuadro pero con el Escenario 1, notamos que el cobro de comisiones asciende respecto al caso anterior porque el cálculo se realiza sobre un Fondo de Riesgo Integrado mayor teniendo en cuenta los mismos escenarios de apalancamiento.

Tabla 20. Ganancia operativa por comisiones sobre otorgamiento de garantías 2

Ganancia por Otorgamiento de Garantías			
1,5%	2%	2,5%	3%
\$ 547.768.309	\$ 730.357.745	\$ 912.947.181	\$ 1.095.536.618
\$ 657.321.971	\$ 876.429.294	\$ 1.095.536.618	\$ 1.314.643.941
\$ 766.875.632	\$ 1.022.500.843	\$ 1.278.126.054	\$ 1.533.751.265
\$ 876.429.294	\$ 1.168.572.392	\$ 1.460.715.490	\$ 1.752.858.588

A fines de 2016, todas las garantías vigentes por tipo de acreedor estaban distribuidas de la siguiente manera:

Tabla 21. Riesgo Vivo por tipo de acreedor a fines del año 2016

SalDOS de Garantías Vigentes por Tipo de Acreedor		
Mercado de Capitales	\$ 8.756.036.666	51%
Bancos	\$ 8.011.726.740	46%
Públicas	\$ 346.137.649	2%
Otras	\$ 191.811.622	1%
Total	\$ 17.305.712.677	

La proyección para los años que vienen sería la siguiente, teniendo en cuenta ambos escenarios de crecimiento del Fondo de Riesgo Integrado, con los correspondientes grados de apalancamiento anteriormente planteados. Exponemos los montos del Escenario Base a fines de 2016:

Tabla 22. Escenario Base sobre el cual se realizan las proyecciones

Fondo de Riesgo Integrado	Apalancamiento	Apalancamiento x Fondo de Riesgo Integrado	Bancos	Mercado de Capitales	Otras	Públicas
			46,3%	50,6%	1,1%	2%
Escenario Base: \$ 8.471.436.600	204%	\$ 17.305.712.677	\$ 8.011.726.740	\$ 8.756.036.666	\$ 191.811.622	\$ 346.137.649
	250%	\$ 21.178.591.501	\$ 9.804.686.523	\$ 10.715.567.003	\$ 234.737.514	\$ 423.600.461
	300%	\$ 25.414.309.801	\$ 11.765.623.827	\$ 12.858.680.404	\$ 281.685.017	\$ 635.357.745
	350%	\$ 29.650.028.101	\$ 13.726.561.132	\$ 15.001.793.804	\$ 328.632.520	\$ 741.250.703
	400%	\$ 33.885.746.401	\$ 15.687.498.436	\$ 17.144.907.205	\$ 375.580.023	\$ 847.143.660

Creemos que en base a las proyecciones con un aumento del Riesgo Vivo entre 2,5x y 3x tienen que tener la siguiente estructura de financiamiento según los tipos de acreedores:

Tabla 23. Proyecciones de apalancamiento para los 2 escenarios proyectados de FR Integrados

Fondo de Riesgo Integrado	Apalancamiento	Apalancamiento x Fondo de Riesgo Integrado	Bancos	Mercado de Capitales	Emprendedores	Técnicas
			45%	50%	2,5%	2,5%
Escenario 1: \$ 12.489.295.750	250%	\$ 31.223.239.376	\$ 14.050.457.719	\$ 15.611.619.688	\$ 780.580.984	\$ 780.580.984
	300%	\$ 37.467.887.251	\$ 16.860.549.263	\$ 18.733.943.626	\$ 936.697.181	\$ 936.697.181
	350%	\$ 43.712.535.127	\$ 19.670.640.807	\$ 21.856.267.563	\$ 1.092.813.378	\$ 1.092.813.378
	400%	\$ 49.957.183.002	\$ 22.480.732.351	\$ 24.978.591.501	\$ 1.248.929.575	\$ 1.248.929.575
Escenario 2: \$ 14.607.154.901	250%	\$ 36.517.887.251	\$ 16.433.049.263	\$ 18.258.943.626	\$ 912.947.181	\$ 912.947.181
	300%	\$ 43.821.464.702	\$ 19.719.659.116	\$ 21.910.732.351	\$ 1.095.536.618	\$ 1.095.536.618
	350%	\$ 51.125.042.152	\$ 23.006.268.968	\$ 25.562.521.076	\$ 1.278.126.054	\$ 1.278.126.054
	400%	\$ 58.428.619.602	\$ 26.292.878.821	\$ 29.214.309.801	\$ 1.460.715.490	\$ 1.460.715.490

En la tabla, entre líneas, observamos los montos de garantías proyectados para los 2 escenarios, estableciendo los montos mínimos y máximos según qué Fondo de Riesgo Integrado se logre, poniendo como objetivo un mínimo de \$ 43.712.535.127 y un máximo de \$ 51.125.042.152 acorde a los múltiplos proyectados (2,5x y 3x) sobre el Riesgo Vivo actual.

5.2 Proyecciones de estructuración de las garantías

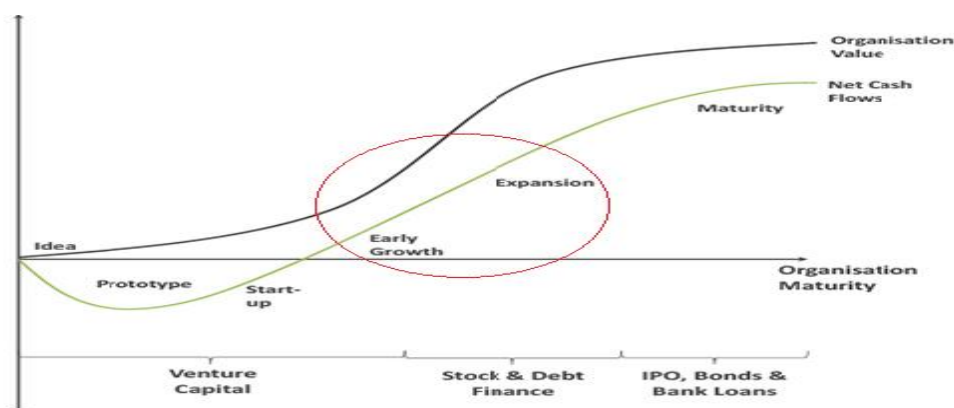
El cambio de estructura de garantías según los tipos de acreedores seguiría la siguiente lógica:

Los bancos seguirían teniendo prácticamente el mismo porcentaje en la participación de las garantías, un 45%, pero el monto sería mucho mayor debido a los Nuevos Fondos de Riesgo Integrados y su mayor apalancamiento. Para llegar a este objetivo las SGR deberán tener en cuenta el sistema italiano, el cual tiene un alto nivel de asociatividad con las Entidades Financieras, tanto privadas como públicas y para ello las SGR tendrán que tener obligatoriamente la calificación correspondiente del BCRA. Esta calificación permite que los bancos tengan un menor provisionamiento sobre los préstamos otorgados que estén avalados con una garantía emitida por una SGR.

Las garantías técnicas se instrumentarían mediante el BICE y están enfocadas a todas las Pymes que participen en exportaciones. Se trata de garantías técnicas de pre-financiación de exportaciones a instrumentarse en su totalidad con el BICE, ya que es un banco especializado en Comercio Exterior.

Un 2,5 % de la cartera de avales del Sistema SGR tiene que ir a empresas que hayan participado del programa surgido de la Nueva Ley de Emprendedores como forma de impulsar la Nueva Ley de Emprendedores para duplicar el financiamiento de las mismas. La condición que deben cumplir estas empresas para contar con avales de SGR es tener al menos de 2 años de operación (la primer rueda de financiamiento tiene que venir de la mano del FONDCE, que cuenta con \$1.800 millones para ello) que estén en la primer etapa ascendente de la J-Curve y que se instrumenten contratos de garantías con un porcentaje de Equity Kicker atado al crecimiento de las mismas para que las SGR tengan un premio por avalar empresas que no pertenezcan a su cadena de valor, con poca historia crediticia y por ende con un riesgo de crédito más alto.

Gráfico 27. Etapas de la J-Curve



Fuente: Meyer and Mathonet (J-Curve: The business cycle and the financial demands per stage).

El kicker se establecerá entre las SGR y las empresas avaladas por las mismas en base a un determinado porcentaje en caso de crecimiento de la empresa tomando como medida de evolución de crecimiento el EBITDA de la misma (esta medida ampliaría la asignación de crédito que tiene el FONDCE (Fondo Nacional de Capital Emprendedor), el cual tiene para asignar 1.800 millones de pesos según lo establecido en la Ley de Emprendedores y actuaría como garantías para una segunda ronda de financiación para las empresas que hayan entrado en este programa y hayan pasado a la fase siguiente en su crecimiento.

Para implementar los contratos con equity kickers será necesario modificar la ley actual, ya que no están contemplados en la misma. En la modificación se tendría que establecer qué porcentaje se pone como techo del kicker para las SGR, cómo se implementará el mismo y cómo se comprobará que este tipo de empresas hayan surgido de la Ley de Emprendedores y que tengan al menos 2 años de operación.

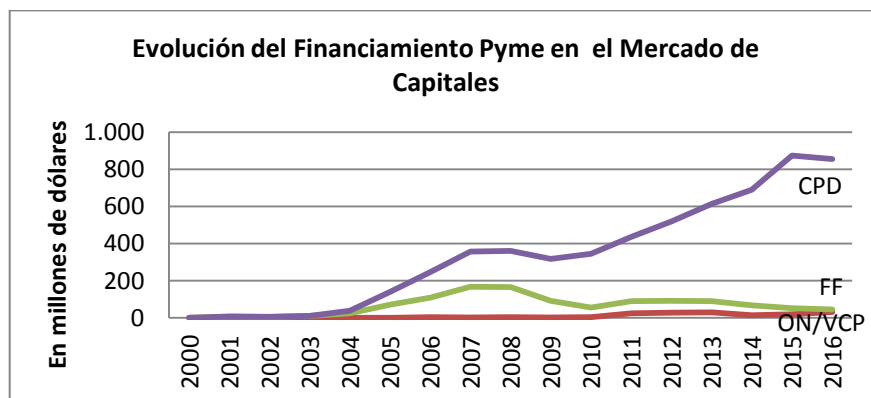
Por último, el porcentaje correspondiente a Mercado de Capitales también se mantiene casi constante, pero al igual que las entidades financieras el monto disponible para otorgar avales sería mucho mayor debido a los Nuevos Fondos de Riesgo Integrados y su mayor apalancamiento. En 2016 el financiamiento Pyme mediante el Mercado de Capitales ha tenido la siguiente estructura por instrumento utilizado:

Tabla 24. Instrumentos de financiación utilizados por las Pymes en el Mercado de Capitales

Financiamiento Pyme en Mercado de Capitales			
Instrumentos			
ON/VCP	FF	ACCIONES	CPD
3,6%	1,6%	0,0%	94,7%

La evolución desde el año 2000 la observamos en el siguiente gráfico, donde hay un alto crecimiento de Cheques de Pago Diferido (Avalados por SGR). A su vez, tanto las Obligaciones Negociables y Valores de Corto Plazo (pagarés) como los Fideicomisos Financieros no han tenido la misma tendencia creciente que han tenido los cheques: se evidencia que casi la totalidad de financiamiento Pyme en los Mercados de Capitales es de corto plazo, para atender necesidades de capital de trabajo. Con una macroeconomía ordenada y previsible, esta situación debería cambiar y tanto las Obligaciones Negociables como los Fideicomisos Financieros tendrían que tener un gran crecimiento por los plazos que ofrecen respecto a los cheques. En el Anexo 5.1 observamos el financiamiento que las empresas obtienen en el Mercado de Capitales local, diferenciando grandes empresas y Pymes.

Gráfico 28. Financiamiento Pyme en el Mercado de Capitales



Fuente: elaboración propia en base a Reich, Lorena: Mercados de Deuda Corporativa, UTDT 2017

Hacemos la siguiente proyección para el financiamiento Pyme en Mercado de Capitales: las Obligaciones Negociables y VCP (pagarés) tendrán un crecimiento de 5x al igual que los Fideicomisos Financieros. Las Pymes seguirán sin utilizar acciones para financiarse y bajará el porcentaje de participación de los cheques de pago diferido como parte del total. La baja se deberá a la mayor participación de instrumentos de financiación con mayor plazo que son los que mencionamos anteriormente.

Tabla 25. Proyección de los Instrumentos de financiación Pymes en el Mercado de Capitales

Financiamiento Pyme Proyectado en Mercado de Capitales			
Instrumentos			
ON/VCP	FF	ACCIONES	CPD
18,2%	8,2%	0,0%	73,7%

5.3 Proyecciones macroeconómicas

Comenzaremos describiendo las proyecciones económicas para los siguientes años, ya que para el crecimiento previsible y sustentable de los Sistemas de Garantías es fundamental que haya una macroeconomía previsible.

En Argentina se está atravesando un proceso de normalización económica luego de varios años de un alto nivel de inflación, inestabilidad cambiaria, alto gasto público y crecimiento negativo del PBI.

Se describen las proyecciones principales de las variables macroeconómicas de mayor relevancia con objeto de realizar proyecciones más acertadas sobre el futuro del Sistema de Garantías Recíprocas en el país.

Crecimiento:

De acuerdo con el último informe de Banco Central de la República Argentina (BCRA) de Marzo/Abril del 2017 se estima un crecimiento del PBI en torno al 3 % para los próximos años. Este año cerraría con un aumento del PBI por debajo del 3 % pero en 2018 y 2019 el mismo etaria por arriba del 3 % mencionado.

Gráfico 29. Estimación de crecimiento del PBI 2017-2019

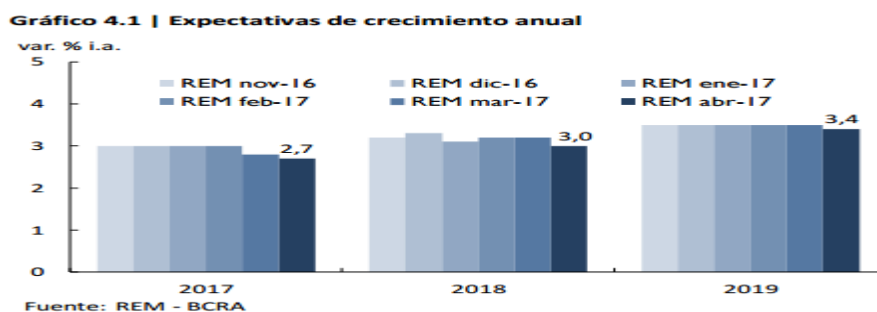
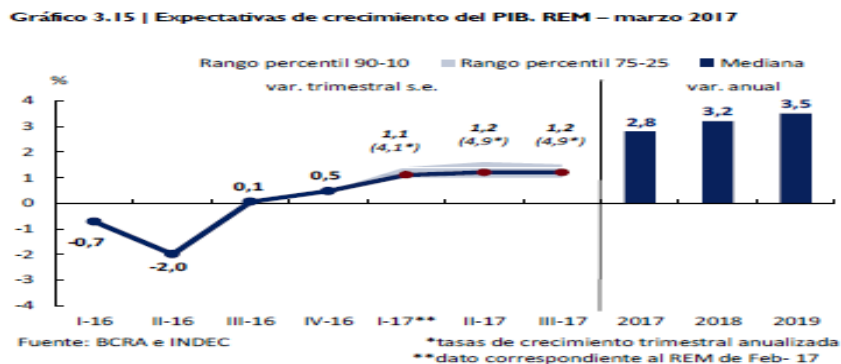


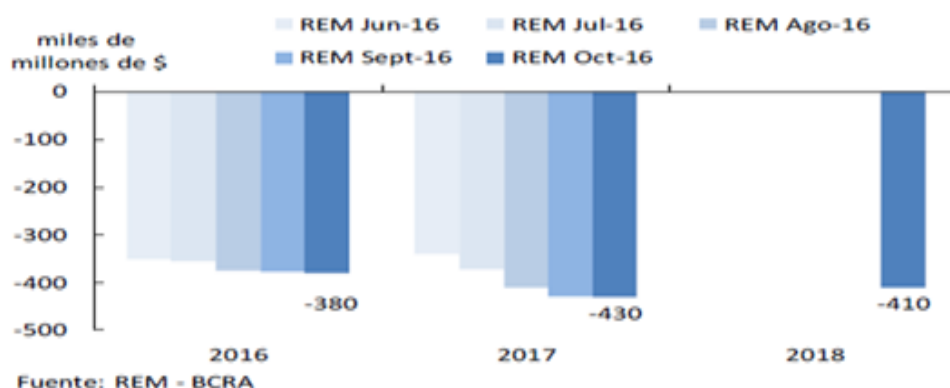
Gráfico 30. Crecimiento del PBI 2016-2017 y estimación 2017-2019



Déficit:

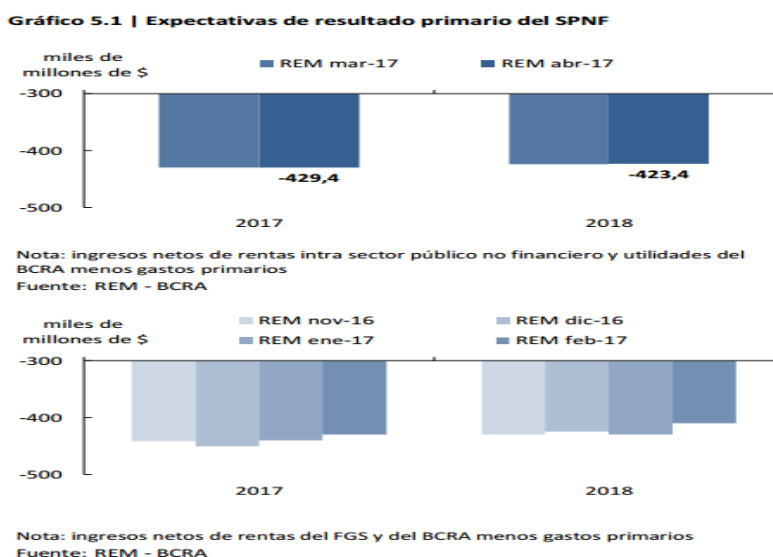
Los participantes del REM esperaban sobre fines de 2016 un déficit primario del sector público nacional no financiero de \$380 miles de millones para el año 2016. Esta proyección se amplía hasta un déficit de \$430 miles de millones para 2017 y contempla una reducción hasta \$410 miles de millones en 2018.

Gráfico 31. Déficit primario del sector público nacional no financiero



A abril de 2017, las proyecciones sobre el déficit primario del sector público nacional no financiero es de \$429,4 miles de millones para este año y un déficit de 423,4 para el año 2018. Si bien las proyecciones para 2017 son casi idénticas desde 2016 hasta ahora para el año 2017, hay un aumento en las proyecciones respecto al año 2018.

Gráfico 32. Proyecciones sobre déficit primario del sector público nacional no financiero

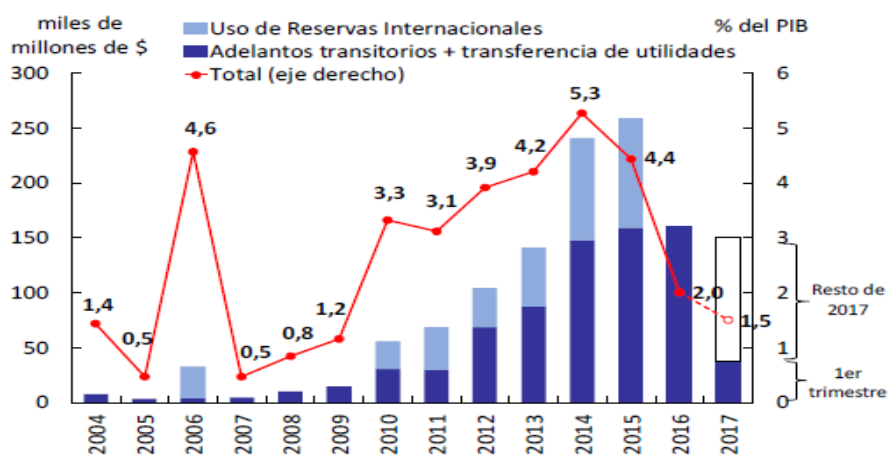


Observamos esta medida con preocupación ya que históricamente en Argentina, el déficit fiscal abultado que se han prolongado por cierto tiempo ha llevado a crisis económicas y financieras y las proyecciones interanuales muestran las dificultades de que el mismo tenga una senda decreciente.

Asimismo, y respecto al punto anterior, entre los objetivos fijados por la institución monetaria argentina, se encuentran el dejar de financiar al estado mediante el uso de reservas internacionales, así como alcanzar una reducción en los adelantos transitorios otorgados al tesoro para su financiamiento.

Gráfico 33. Adelantos transitorios al Tesoro Nacional y utilización de Reservas Internacionales

Gráfico 5.6 | Transferencias del BCRA al Tesoro Nacional y uso de reservas



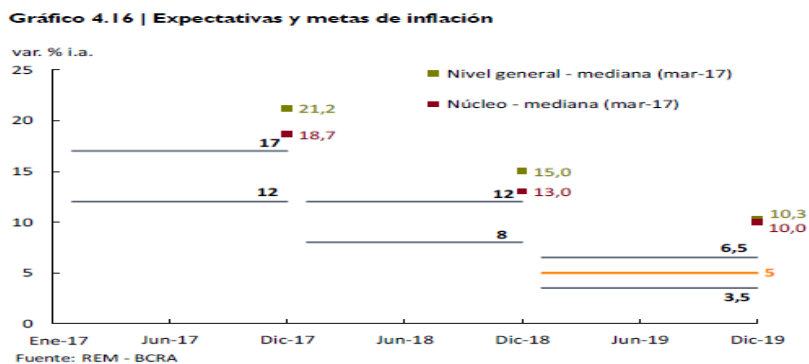
Fuente: BCRA en base a INDEC y Secretaría de Hacienda.

Inflación:

En el último gráfico observamos la senda descendente que a tomado la tasa de interés. La política monetaria contractiva del BCRA tuvo un pico en abril de 2016 hasta que la inflación núcleo comenzó a dar muestras de su tendencia descendente y por ello disminuir las tasas progresivamente.

La mediana de la inflación para el año 2017 (a marzo de 2017) es del 21,2% (si tomamos en cuenta el Nivel General) y de 18,7 % (si tomamos en cuenta la Núcleo) de acuerdo al “Relevamiento de Expectativas del Mercado” (REM), la cual se encuentra por encima de la cota superior de la meta de inflación para dicho año, que es del 17 %.

Gráfico 34. Metas de inflación, inflación general y núcleo

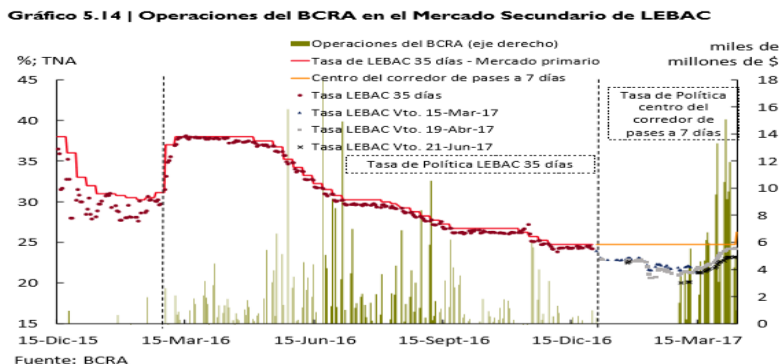


Para lograr las metas de inflación que se tienen como objetivo, el BCRA hará foco en la Tasa de Interés. Para administrar con mayor eficiencia la política monetaria, el BCRA incorporó nuevas operaciones de Mercado Abierto (anteriormente lo hacía solamente con licitaciones semanales de Lebacs). En enero de 2017 la tasa de política monetaria pasó a ser la tasa de pasas a 7 días y las Lebacs pasan a tener un único vencimiento mensual el tercer miércoles de cada mes (todas las que venzan desde 2017). Las licitaciones serán mensuales.

En este gráfico observamos la senda descendente que va tomando la tasa de interés. La política monetaria contractiva del BCRA tuvo un pico en abril de 2016 (tasas del 38 % aproximadamente) hasta que la inflación núcleo comenzó a dar muestras de su tendencia descendente y por ello disminuir las tasas progresivamente. Ante una suba de la inflación en Marzo y Abril de 2017 que podría comprometer la meta de inflación del 17 %, el BCRA ha vuelto a subir las tasas de Lebacs al 25 % demostrando que su prioridad es la baja de la inflación utilizando la tasa de interés como su principal aliada en orden de cumplir la meta fijada del 17%.

Cuando a principios de marzo BCRA percibió que la desinflación comenzó a ubicarse por encima del sendero de su meta, empezó a intervenir el Mercado Secundario de Lebacs para retirar liquidez excedente que había volcado hacia operaciones de pasas pasivos y de esta manera fortalecer la transmisión de su tasa de interés de Política Monetaria al resto de las tasas de Mercado para lograr su objetivo de inflación de 17 % a fines 2017, haciendo que las tasas de LEBAC subieran.

Gráfico 35. Mercado Secundario de Lebacs: Tasas y Montos

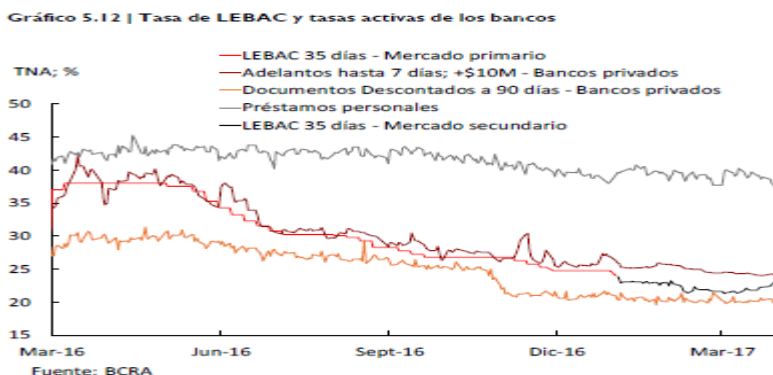


Política Monetaria - Tasas de interés:

El siguiente gráfico muestra la evolución de las distintas tasas de referencia utilizadas en el sistema financiero. Las Lebacs (Letras del Banco Central) y los pases (principales herramientas de política monetaria del BCRA) muestran un descenso desde el 35 %/40% aproximadamente hacia alrededor de 25 % en un año. Esto demuestra que el objetivo del BCRA es ir bajando las tasas de referencia a medida que lo haga la inflación y utilizaran la tasa de interés como principal herramienta en la lucha contra la misma hasta lograr las metas de inflación que han fijado.

A su vez, observamos que el descuento de cheques a 90 días (financiación de muy corto plazo) en Bancos Comerciales también han disminuido su tasa desde un 30 % aproximadamente hasta un poco más del 20 % en el período de un año. Lo que se ha mantenido sin grandes cambios es la tasa que los Bancos Comerciales cobran por los préstamos personales que otorgan.

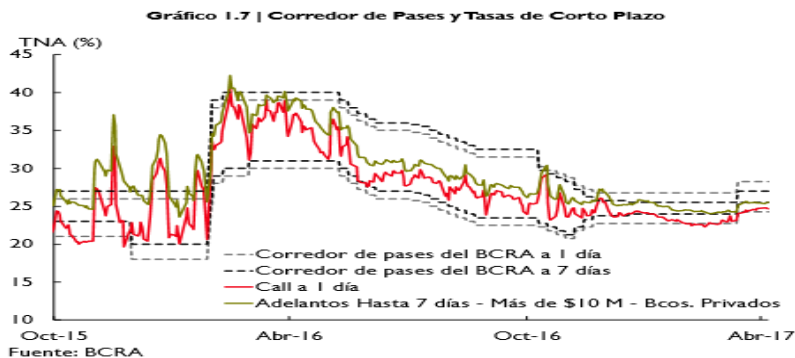
Gráfico 36. Evolución de las distintas tasas de interés



En el gráfico del Corredor de Pases y Tasas a corto plazo (siguiendo con la lógica del gráfico anterior) muestra como el BCRA se puso de punta con las tasas de corto plazo

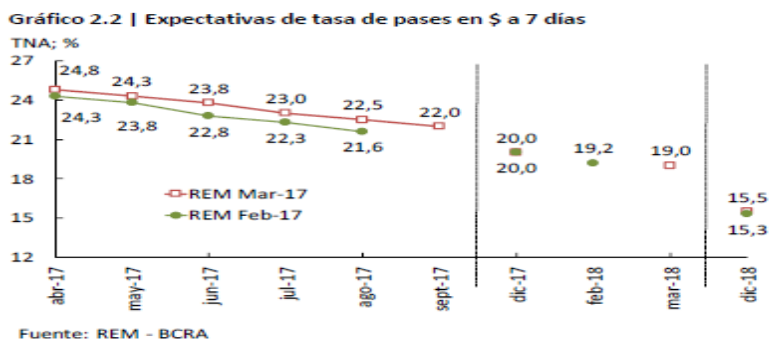
hacia principios de 2016 en su lucha para bajar la inflación y como ha sido la senda bajista seguida por estas tasas hasta ahora, donde BCRA las volvió a subir porque hubo brotes inflacionarios.

Gráfico 37. Evolución de tasa de interés: Pases y préstamos a corto plazo



Las proyecciones en pases de más largo plazo tienen una tendencia bajista, ubicándose desde el 24 % actual hacia 19 % a fin de 2017 para seguir bajando hasta un 15 % hacia fines de 2018.

Gráfico 38. Proyecciones de tasa de interés de Pases

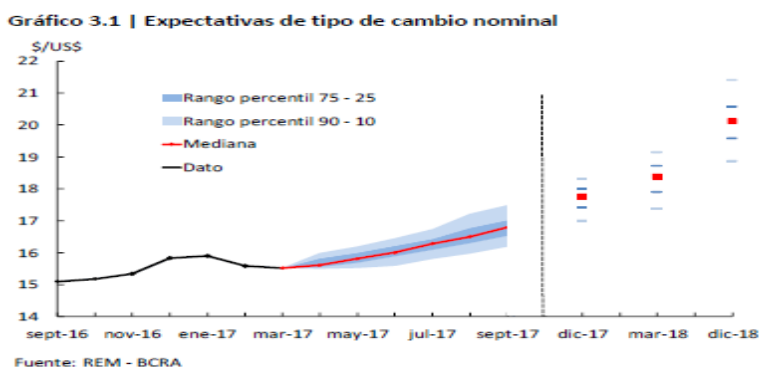


Por todo lo mencionado anteriormente, está muy claro que la prioridad del BCRA es cumplir con las metas de inflación que se ha propuesto utilizando la tasa de interés como principal aliado de su política monetaria.

Tipo de cambio:

Los pronósticos del nivel de tipo de cambio nominal sugieren una senda creciente pero estable a lo largo del período relevado. El tipo de cambio nominal promedio esperado se ubica en un valor de \$/US\$ 15.36 para Abril de 2017, al tiempo que la expectativa para abril de 2018 es de \$/US\$ 18,40. En el gráfico observamos la expectativa del tipo de cambio nominal según BCRA:

Gráfico 39. Estimación del Tipo de Cambio



A su vez también observamos la curva de futuros a abril 2018, la cual nos arroja un valor de 18,60 pesos por dólar. Si bien hay diferencias entre ambas medidas, BCRA aspira a reducir la curva de futuros a través de su programa monetario.

En el siguiente cuadro observamos la curva de futuros de tipo de cambio en el mercado de futuros (ROFEX). Se observa la tasa implícita de devaluación estimada a un año vista y a su vez las tasas de devaluación mes a mes, las cuales han sido anualizadas para medir su evolución.

Tabla 26. Curva de Futuros a un año

Fecha	TC Referencia	
30-Apr-17	15,3600	

FUTUROS DÓLAR ROFEX		
VENCIMIENTO	AJUSTE	IMPLICITA
may-17	15,725	32,55%
jun-17	15,993	27,42%
jul-17	16,248	25,21%
ago-17	16,503	24,03%
sep-17	16,746	23,04%
oct-17	17,010	22,64%
nov-17	17,235	21,83%
dic-17	17,469	21,29%
ene-18	17,695	20,77%
feb-18	17,900	20,31%
mar-18	18,140	19,90%
abr-18	18,399	19,79%

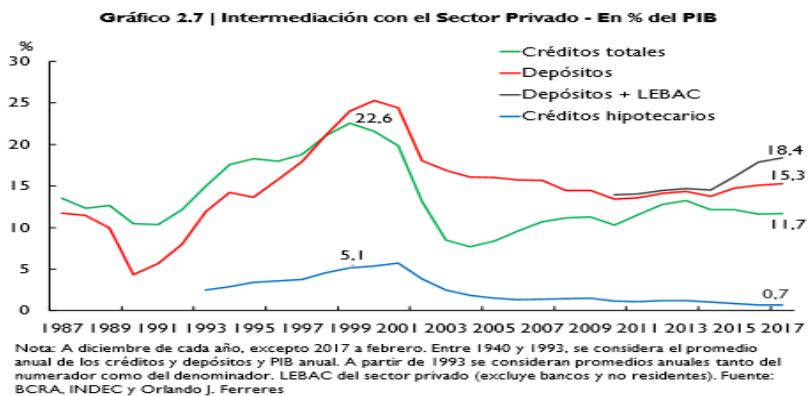
Fuente: elaboración propia en base a ROFEX

Para mayor detalle, en el Anexo 5.2 se realizan cálculos más detallados sobre el mercado de futuros.

Créditos al Sector Privado:

Se observa que los créditos totales por parte de las Entidades Financieras al sector privado como porcentaje del PBI, es muy bajo, alcanzando solo un 11,7 %, casi la mitad que en el año 1999 donde el ratio era de 22,6 %. Esto indica la escasa oferta de créditos provenientes del sector financiero que tienen las empresas para realizar sus operaciones. Si la macroeconomía se normaliza este ratio tendría que tomar un camino ascendente con una mayor oferta de crédito hacia actividades productivas.

Gráfico 40. Evolución de créditos otorgados al sector privado como % del PBI



5.4 Por qué las SGR son claves en la expansión del crédito Pyme

Las Sociedades de Garantía Recíproca son las indicadas para llevar adelante la expansión del crédito que las Pymes necesitan para su desarrollo porque tienen características claves para ello suceda de una forma sostenible y sustentable:

Especialización en el manejo de riesgo Pyme:

Son especialistas en el manejo del riesgo Pyme: conocen de cerca la actividad de sus Socios Partícipes ya que en muchos casos integran la Cadena de Valor de los Socios Protectores (cercanía con el socio partícipe por ser parte de su cadena de valor, ya que puede ser cliente y/o proveedor o tener una relación comercial con los mismos). De esta manera las SGR cuentan con información cuantitativa y cualitativa de mayor calidad respecto a las Entidades Financieras para hacer la evaluación de riesgo crediticio correspondiente. Tienen un know how sobre manejo de riesgo Pyme muy especializado: toman como garantías activos que los bancos no suelen considerar. Además, las SGR tienen un gran conocimiento y experiencia de trabajar cotidianamente con Pymes de todos los sectores y regiones, es decir, son especialistas en diferentes tipos de empresas y en la gestión de créditos de las mismas acorde al negocio que se trate. A todo esto, hay que sumarle que el valor de las contragarantías es muy superior que las garantías que se otorgan, con lo cual las SGR tienen una alta cobertura por el valor de las mismas.

Soluciones y numerosos beneficios para las Entidades Financieras

A los Bancos les conviene ampliamente trabajar con la SGR porque de esta manera se eliminan costos de evaluación crediticia y seguimiento del cliente y se bajan los costos comerciales de captación de los mismos (llegan al Banco por medio de la SGR). A su vez, al poseer una garantía de SGR los bancos titulizan el riesgo por tener una garantía líquida y automática. A su vez, las garantías otorgadas por las SGR a las Pymes para el otorgamiento de créditos ante Entidades Financieras solucionan a las mismas los problemas de Selección Adversa (por parte del banco) y Riesgo Moral (por parte de los deudores). La distribución de riesgo entre bancos/SGR/fondos reaseguradoras hace que no se libere al tomador del crédito de su pago.

Además, si la SGR está calificada en BCRA como Garantía Preferida A (aproximadamente la mitad de las SGR tienen esa calificación actualmente) amplían su capacidad crediticia al tener una garantía calificada y ponderada según las normas del BCRA. Esto es porque al poseer ese tipo de garantías, las Entidades Financieras pueden tener un menor provisionamiento sobre los créditos que tengan dichas garantías. En el Anexo 5.3 se muestra las normas de provisionamiento del BCRA que tienen que tener las Entidades Financieras ante créditos con garantía y sin garantía.

Rentabilidad para los Socios Protectores

Son altamente rentables para los Socios Protectores debido a que los aportes al Fondo de Riesgo no generan una erogación de caja real de sus negocios sino que la pueden realizar con lo que van a pagar de impuesto a las ganancias, con la posibilidad de que

este ahorro genere una alta rentabilidad por las inversiones realizadas en el Fondo de Riesgo. A su vez, las SGR generan resultados positivos por la operación de las mismas: las comisiones por la gestión de las garantías sostienen la estructura necesaria para su actividad e incluso permite una rentabilidad que puede ser distribuida en beneficio de sus socios y/o para el crecimiento de su estructura.

Potenciadores de Cadenas de Valor

El beneficio que tienen los Socios Protectores al formar una SGR mencionado anteriormente les da la posibilidad de desarrollar su propia cadena de valor y poder emitir garantías tanto a clientes como proveedores y de esta manera hacer que crezca el sector de la economía que están desarrollando.

Acceso a las Pymes al Mercado de Capitales

Las SGR son la cara visible de las Pymes que avalan en el Mercado de Capitales, ya que las Pymes por sí mismas no tendrían la posibilidad de acceder al mismo en la mayoría de los casos. Por ello, las SGR son especialistas en el armado y la estructuración de instrumentos de crédito negociados en el Mercado de Capitales, conectando así a los inversores con las Pymes que avalan.

Desde el punto de vista de los inversores, todos los instrumentos de mediano y largo plazo como los Fideicomisos Financieros y las Obligaciones Negociables Pyme avalados por SGR no han defaultado en toda su historia, es decir, que el papel de la garantía en estos casos es altamente considerada por los inversores en instrumentos Pymes (en el Anexo 5.5 Brindamos un ejemplo de un Fideicomiso Financiero avalado por Aval Rural). A su vez, en los avales de corto plazo mediante Cheques de Pago Diferido negociados en el Mercado de Capitales, tampoco se han presentado casos de default.

Desde las Pymes, las SGR son concededores de estructuraciones financieras acorde a las necesidades de las Pymes, brindando a las mismas la posibilidad de acceder a todos los instrumentos de corto, mediano y largo plazo (CHPD, FF, ON, Pagarés en pesos y dólares) de acuerdo a cada necesidad de financiamiento. De esta manera, las SGR pueden jugar un papel fundamental en el proyecto de ley de Mercado de Capitales, la cual contempla una mayor participación de las Pymes en los mismos y ayudar también a la federalización del Mercado de Capitales con operatorias de Pymes en los mismos en todas las regiones del país.

Registración de las Pymes:

Las SGR disminuyen la informalidad de la economía ya que para pasar a formar parte de ellas como Socios Partícipes, las Pymes deben cumplir ciertos requisitos formales y cumplir ciertas normativas contables e impositivas que hacen que en muchos casos dejen la informalidad con la cual se manejaban anteriormente y permite al Ministerio de Producción tener mejores estimaciones del mercado Pyme para una gestión más acertada en las políticas hacia las mismas.

5.5 Condiciones para un crecimiento sostenible del Sistema

Para que se dé el crecimiento proyectado se tienen que dar ciertas condiciones que impulsen un real crecimiento del sistema. Creemos que si bien el sistema tiene el potencial las claves para que ello ocurra son las siguientes:

Reafianzamiento:

Constitución de un mecanismo de reafianzamiento de segundo piso instrumentado mediante el FOGAPYME, cuya función no sólo sea la cobertura parcial del riesgo asumido sino también la estabilidad del sistema y su solvencia a medida que aumenta el volumen de garantías otorgadas.

El caso español de CERSA (Compañía Española de Reafianzamiento) debe tomarse como ejemplo a seguir ya que es un caso de éxito y prever para el futuro un acuerdo con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) como reafianzador de tercer piso como en Europa lo realiza el Fondo Europea de Inversiones (FEI).

Actualmente el FOGAPYME está inactivo como reafianzador de garantías de SGR. Se tiene que volver a activar y el fideicomiso por medio del cual se constituye el FOGAPYME debería estar invertido con los mismos parámetros que los Fondos de Riesgo del Sistema SGR, dónde cuya rentabilidad sirva para hacer frente a garantías caídas sufriendo una menor descapitalización del mismo.

No se propone que FOGAPYME (como lo hace actualmente) brinde garantías directamente a la Pymes porque no tiene contragarantías en caso de insolvencia de las Pymes. Las Sociedades de Garantía Recíproca tienen una trayectoria de 20 años aproximadamente en el análisis de riesgo de crédito Pyme y son especialistas en la gestión de este tipo de riesgo. Por ello, tienen una eficiencia mayor que los organismos públicos, ya que conocen a las Pymes que avalan eliminando el riesgo de selección adversa y riesgo moral cada vez que se otorga una garantía.

Se deben establecer a su vez, topes de reafianzamiento por SGR, acorde a su Fondo de Riesgo, las contragarantías que tengan de sus Socios Partícipes y al apalancamiento de sus operaciones.

Si bien en Argentina podemos citar el caso del INDeR (Instituto Nacional de Reaseguros) que fue liquidado en el año 1992, con una gran cantidad de pasivos impagos a las aseguradoras y con centenares de juicios. A diferencia del INDeR, las SGR no serían acreedoras del FOGAPYME como lo eran las aseguradoras en el INDeR, sino que FOGAPYME es un segundo piso de aval hasta que las SGR por medio de sus contragarantías (el valor de las mismas es mucho más alto que las garantías que se otorgan y las SGR tienen el poder de ejecutar las mismas) recuperen el saldo de garantías vencidas y lo restituyan al mismo. Es un mercado de garantías y contragarantías que funciona diferente al de seguros y reaseguros y la socialización de las pérdidas en el caso de FOGAPYME es el apoyo desde la administración pública que

necesita el sistema SGR para apalancar sus operaciones y darle crecimiento al Sistema de Garantías con el objetivo final del otorgamiento de créditos a las Pymes.

Este caso sería completamente diferente por varios motivos: el INDeR no fue utilizado para la finalidad perseguida con su creación, ya que a través del tiempo se fue produciendo la proliferación de entidades aseguradoras parásitas que operaban como simples intermediarias mayoristas formando un mercado sobredimensionado. A su vez, con los años fue incrementando su burocracia y su discrecionalidad operativa. Ya hacia fines de los 70 había comenzado a tener pérdidas en sus balances y a tener deficiencia en el cumplimiento de sus compromisos. También se enfrentó a sentencias judiciales adversas y subsidiaba indirectamente a aseguradoras locales. Todo ello hizo que se caiga la solidez del sistema.

Calificación en BCRA y en Calificadoras de Riesgo

Debe ser obligatorio que todas las SGR que quieran operar como tales estén calificadas en el Banco Central de la República Argentina como Garantía preferida A y con al menos que estén calificadas por una Calificadora de Riesgo. De esta manera, las Entidades Financieras al tener una garantía calificada como preferida A por el BCRA tienen que provisionar un porcentaje menor que los créditos que no tienen esta garantía, permitiendo así elevar su multiplicador de crédito. En el anexo 5.2 se muestra en un cuadro el detalle sobre la diferencia de provisionamiento de créditos con y sin garantías que establece el BCRA. En el Anexo 5.3 se muestra la calificación de cada SGR con BCRA y con las Calificadoras de Riesgo.

Cambios en la normativa sobre el Capital Social de las SGR

Actualmente, y como mencionamos en el capítulo 4, la normativa vigente no permite a que un Socio Protector tenga más del 25% del Capital Social en una SGR. Este tope debería cambiar y no tener ese límite sino uno mayor, como mínimo un 50%, ya que esto motivaría a que las grandes empresas que puedan garantizar a sus cadenas de valor puedan hacer todos sus aportes al Fondo de Riesgo de una SGR (y no a varias) y concentrarse en el desarrollo de la misma.

Acuerdos con Bancos Públicos y Privados

Se debe estimular desde la administración pública a que todas las Entidades Financieras, ya sean públicos y/o privados, tengan acuerdos con todas las SGR de todas las regiones y sectores de la economía. Para ello se pueden instrumentar líneas de créditos en los bancos con beneficios para los casos que tengan garantía de SGR. En el Anexo 5.3 se especifica que SGR tiene acuerdos con bancos públicos y cuáles no.

Tener en cuenta como modelo a aplicar la capilaridad del sistema italiano y la asociación con los bancos comerciales, tanto públicos como privados, que tiene su sistema. Si bien en el caso de Argentina la idea no es que las SGR integren dinero en los bancos y utilizar el apalancamiento en base a esa integración, si se tiene que tener en

cuenta como las garantías generan una alta integración entre las Pymes avaladas y los bancos comerciales para aplicarlo a nuestro país.

Difusión

Se debe dar difusión correspondiente al Sistema para que todos los actores asociados a las SGR con sus respectivas cadenas de valor conozcan en detalle los beneficios de las mismas y como se puede acceder a una garantía para el acceso al crédito. Es muy importante que se conozcan las posibilidades que brindan las SGR desde el punto de vista de la estructuración financiera y desde la intermediación para conseguir créditos mediante diferentes instrumentos financieros.

Federalización

Creación de agencias de la CNV en el interior como se menciona en el proyecto de Ley de Mercado de Capitales para dar un impulso a las Pymes de economías regionales y que las mismas tengan un acceso alternativo al financiamiento mediante el Mercado de Capitales para financiar sus operaciones.

Conclusiones

Si se cumplen estas condiciones con un apoyo de las políticas públicas, una mayor asociatividad con el sistema financiero y hay un buen desarrollo del Mercado de Capitales (tanto para que las Pymes se financien como para que los inversores inviertan en ellas) el Sistema SGR tiene un alto potencial de crecimiento (con un riesgo moderado) en los años venideros. Creemos que se podría transformar en un canal de intermediación de altísima importancia para el desarrollo Pyme en Argentina y para cumplir con los objetivos de empleo que se ha propuesto la Secretaria de Pyme y Emprendedores del Ministerio de Producción para los próximos años en cuanto a la creación de empresas, empleo y hacer que las Pymes sean grandes protagonistas en el entramado productivo a nivel nacional.

Bibliografía

- CASFOG Cámara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantías
<http://www.casfog.com.ar>
- Web SGR:
- Fedart Fidi: Federazione Nazionale Unitaria dei Consorzi e delle Cooperative Artigiane di Garanzia
<http://fedartfidi.it/mu/>
- CESGAR: Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca
<http://www.cesgar.es/>
- CERSA: Compañía Española de Reafianzamiento Sociedad Anónima
<http://www.cersa-sme.es/>
- IAMC Instituto Argentino de Mercado de Capitales
<http://www.iamc.com.ar>
<http://www.iamc.com.ar/financiamiento/#/informefinanciamiento/>
<http://www.iamc.com.ar/chequespagodiferidos/#/informechequespagodiferido>
<http://www.iamc.com.ar/anuario/#/informeanuario/>
- BCRA Banco Central de la República Argentina
<http://www.bcra.gov.ar/>
http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Relevamiento_Expectativas_de_Mercado.asp
http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe_politica_monetaria.asp
- MECON Ministerio de Economía
<http://www.economia.gob.ar/>
- BCBA
<http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pymes/>
- Ministerio de Producción
<http://www.produccion.gob.ar/>
<http://www.produccion.gob.ar/tramites-de-pymes/>
<http://www.produccion.gob.ar/institucional/secretarias/emprendedoresypymes/>
- Puente Sociedad de Bolsa
<http://www.puentenet.com/cotizaciones/bonos#tabs-17>
- Portfolio personal Sociedad de Bolsa
<https://www.portfoliopersonal.com/Research/AnalisisBonos>
<https://www.portfoliopersonal.com/Research/Informes>
- Fondos Comunes de Inversión
<http://www.galileoargentina.com.ar/nosotros.html>
<http://cgcompass.com/argentina/>
<http://www.marivafondos.com.ar/>
<http://www.fondospremier.com.ar/>
<http://www.balanz.com/>
<http://www.fondosfima.com.ar/>

- Infoleg <http://www.infoleg.gob.ar/>
Ley 25.300: Ley de Fomento para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (2000):
<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/60000-64999/64244/norma.htm>
Disposición 293/2004 de la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional:
<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/95000-99999/97420/norma.htm>
Actualización de la Ley 25.300:
<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/verNorma.do?id=64244>
Decreto 1074/2001 (Creación del FONAPYME y FOGAPYME):
<https://www.google.com.ar/search?q=Decreto+1633%2F02&oq=decreto+&aqs=chrome.3.69i59j69i57j0i2.5324j0j7&sourceid=chrome&ie=UTF-8>
- Marcos Cohen Arazi, Ana Laura Alonso (2016): “La actualidad emprendedora en Argentina” – IERAL de la Fundación Mediterránea
- Vicente Donato, Ayelén Bargados, María Belén Bertero (2016): “Informe anual 2015/2016” – Fundación Observatorio Pyme
- (2007) “Estudio de Impacto y Perspectivas del sistema de Sociedades de Garantía Recíproca y Fondos de Garantías en el sector de Crédito PyME – Fundación Capital
- Alejandro Banzas (2005): “Sociedad de Garantía Recíproca: una herramienta para el desarrollo del crédito Pyme – CEFIDAR (Centro de Economía y Finanzas para el desarrollo de la Argentina)
- Pablo Pombo y Alfredo Herrero (2005): “Los sistemas de garantías para la pyme en una economía globalizada”
- Pablo Pombo y Alfredo Herrero (2000): “La Situación de los Sistemas de Garantía en América”
- Pablo Pombo y Alfredo Herrero (2000): “La Situación de los Sistemas de Garantía en Europa”

Anexo 4.1

Pasos para que un Socio Partícipe obtenga una garantía



Fuente: CASFOG

Anexo 4.2

Fondo de Riesgo y Fondo de Riesgo Contingente

Año	FDR Contingente / FDR Integrado		
	FR Contingente (en \$)	%	FR Integrado (en \$)
1998		0%	71.081
1999		0%	95.944
2000		0%	110.724
2001		0%	97.697
2002	15.979	22%	73.892
2003	21.165	17%	125.416
2004	23.330	12%	190.445
2005	24.023	7%	321.640
2006	29.580	5%	595.704
2007	48.761	7%	667.327
2008	77.867	11%	729.734
2009	128.967	16%	782.449
2010	145.192	17%	870.751
2011	133.692	13%	1.023.326
2012	164.065	13%	1.292.924
2013	207.868	11%	1.880.908
2014	246.954	10%	2.533.315
2015	344.999	9%	3.833.320
2016	406.629	5%	8.471.436

Fuente: elaboración propia en base a CASFOG

Anexo 4.3

Cadenas de Valor/Sector al que atiende cada SGR y Socios Protectores

Nº	SGR	Sector/Cadena de valor	Protectores	Ubicación
1	GARANTIZAR S.G.R.	multisectorial	Banco Nación, Fondos Provinciales	Principales ciudades
2	ACINDAR PYMES S.G.R.	Acero - Metalúrgica	Acindar	CABA
3	LOS GROBO S.G.R.	agro / multisectorial	Grupo los grobo	CABA
4	DON MARIO S.G.R.	agro	Don Mario	CABA
5	AGROAVAL S.G.R.	agro	AGD, Monsanto (15%), SBS Asset mgmnt (5%)	CABA
6	INTERGARANTIAS S.G.R.	multisectorial	Fidalgo & Asoc., Swiss Medical, Santander Rio	CABA
7	AVAL RURAL S.G.R.	agro	Nidera, Santander Rio, Banco Industrial	CABA
8	AVAL FEDERAL S.G.R.	multisectorial	Puente	CABA
9	CUYO AVAL S.G.R.	vitivinícola / multisectorial	Banco nacion (40) Gobierno Provincial (15) Empresas (15) Bice (10) Voii	CABA/Mendoza
10	BLD AVALES S.G.R.	agro	BLD (acopio e intermediación granaria)	CABA/Rosario
11	GARANTIA DE VALORES S.G.R.	multisectorial	Bolsa de Comercio de Buenos Aires	CABA
12	ARGENPYMES S.G.R.	multisectorial	Allaria Ledesma & cia	CABA
13	CARDINAL S.G.R.	multisectorial	FOGABA	CABA
14	AFFIDAVIT S.G.R.	multisectorial - Ingenios -Concesionarios	Alenco SA, Prosal SA, Lauro Seguros, Bio San Isidro, Allaria Ledesma y Cia.	CABA
15	CAMPO AVAL S.G.R.	agro	Lartirigoyen & cia SA , Grupo Garmandel, Banco Supervielle, Banco BST, BST Asset management FCI	CABA
16	AVAL FERTIL S.G.R.	agro	Holding Areco	CABA
17	AMERICANA DE AVALES S.G.R.	agro	Dow agrosoluciones, Banco Supervielle, BLD , Allaria	CABA
18	PYME AVAL S.G.R.	multisectorial	BCBA	CABA
19	CRECER S.G.R.	multisectorial	Allaria Ledesma & cia	CABA
20	AVAL GANADERO S.G.R.	agro		CABA
21	AVAL AR S.G.R.			CABA
22	SOLIDUM S.G.R.	agro	Alianza Semillas SA, Grimagro SA (corredores de cereales)	Rosario
23	CONFEDERAR NEA S.G.R.	multisectorial	Empresas del NEA	Corrientes
24	VINCULOS S.G.R.			Colon ER
25	INTEGRA PYMES S.G.R.	multisectorial	Grupo Cohen SA y Rosental Inversiones	CABA
26	AVALUAR S.G.R.	Aluminio-Neumáticos	Aluar Aluminio Argentino SAIC, fate SAICI , hidroeléctrica futaleufu SA	CABA
27	POTENCIAR S.G.R.	multisectorial	Agronomías del interior del país	CABA
28	AFIANZAR S.G.R.	lechería y transportistas	Matellone hnos SA	CABA
29	CONFIABLES S.G.R.	Avicultura	Granja Tres Arroyos SA.	CABA
30	FIDUS S.G.R.	construcción / multisectorial	IECSA S.A	CABA
31	UNION S.G.R.			CABA

Fuente: elaboración propia en base a datos en Bolsar, CNV, páginas web de cada SGR

Anexo 4.4

Duration y Duration Ponderada de las Garantías en el Sistema SGR

SGR	Riesgo Vivo	Weight	Duration	Duration Sistema
GARANTIZAR S.G.R.	\$ 6.926.457.751	40,0%	609	244
ACINDAR PYMES S.G.R.	\$ 1.921.686.620	11,1%	386	43
LOS GROBO S.G.R.	\$ 1.302.436.883	7,5%	237	18
DON MARIO S.G.R.	\$ 1.055.352.149	6,1%	219	13
AGROAVAL S.G.R.	\$ 877.322.861	5,1%	258	13
INTERGARANTIAS S.G.R.	\$ 782.880.878	4,5%	166	8
AVAL RURAL S.G.R.	\$ 660.862.346	3,8%	235	9
AVAL FEDERAL S.G.R.	\$ 630.784.870	3,6%	265	10
CUYO AVAL S.G.R.	\$ 446.064.715	2,6%	339	9
BLD AVALES S.G.R.	\$ 305.480.333	1,8%	140	2
GARANTIA DE VALORES S.G.R.	\$ 298.882.209	1,7%	183	3
ARGENPYMES S.G.R.	\$ 278.850.138	1,6%	161	3
CARDINAL S.G.R.	\$ 241.325.066	1,4%	195	3
AFFIDAVIT S.G.R.	\$ 209.803.774	1,2%	234	3
CAMPO AVAL S.G.R.	\$ 199.355.549	1,2%	272	3
AVAL FERTIL S.G.R.	\$ 130.692.762	0,8%	152	1
AMERICANA DE AVALES S.G.R.	\$ 127.662.282	0,7%	234	2
PYME AVAL S.G.R.	\$ 123.981.584	0,7%	127	1
CRECER S.G.R.	\$ 113.204.217	0,7%	170	1
AVAL GANADERO S.G.R.	\$ 111.892.021	0,6%	203	1
AVAL AR S.G.R.	\$ 105.940.822	0,6%	176	1
SOLIDUM S.G.R.	\$ 85.258.681	0,5%	179	1
CONFEDERAR NEA S.G.R.	\$ 75.685.930	0,4%	264	1
VINCULOS S.G.R.	\$ 64.775.767	0,4%	501	2
INTEGRA PYMES S.G.R.	\$ 53.805.617	0,3%	188	1
AVALUAR S.G.R.	\$ 50.512.639	0,3%	233	1
POTENCIAR S.G.R.	\$ 47.234.065	0,3%	200	1
AFIANZAR S.G.R.	\$ 24.390.757	0,1%	291	0
CONFIABLES S.G.R.	\$ 20.767.322	0,1%	488	1
FIDUS S.G.R.	\$ 17.897.341	0%	526	1
UNION S.G.R.	\$ 14.464.730	0,1%	0	0
	\$ 17.305.712.677			397

Fuente: elaboración propia en base a CASFOG

Anexo 4.5

Apalancamiento sobre Fondo de Riesgo Integrado del Sistema SGR

Nº	SGR	Fondo de Riesgo Integrado	Riesgo Vivo	Apalancamiento sobre FDR	Apalancamiento Ponderado
1	GARANTIZAR S.G.R.	\$ 2.680.933.281	\$ 6.926.457.751	258%	103,4%
2	ACINDAR PYMES S.G.R.	\$ 830.000.000	\$ 1.921.686.620	232%	25,7%
3	LOS GROBO S.G.R.	\$ 800.000.000	\$ 1.302.436.883	163%	12,3%
4	DON MARIO S.G.R.	\$ 390.000.000	\$ 1.055.352.149	271%	16,5%
5	AGROAVAL S.G.R.	\$ 306.000.000	\$ 877.322.861	287%	14,5%
6	INTERGARANTIAS S.G.R.	\$ 333.319.965	\$ 782.880.878	235%	10,6%
7	AVAL RURAL S.G.R.	\$ 300.000.000	\$ 660.862.346	220%	8,4%
8	AVAL FEDERAL S.G.R.	\$ 500.000.000	\$ 630.784.870	126%	4,6%
9	CUYO AVAL S.G.R.	\$ 199.588.711	\$ 446.064.715	223%	5,8%
10	BLD AVALES S.G.R.	\$ 226.970.000	\$ 305.480.333	135%	2,4%
11	GARANTIA DE VALORES S.G.R.	\$ 190.000.000	\$ 298.882.209	157%	2,7%
12	ARGENPYMES S.G.R.	\$ 150.000.000	\$ 278.850.138	186%	3,0%
13	CARDINAL S.G.R.	\$ 149.740.943	\$ 241.325.066	161%	2,2%
14	AFFIDAVIT S.G.R.	\$ 100.000.000	\$ 209.803.774	210%	2,5%
15	CAMPO AVAL S.G.R.	\$ 177.019.676	\$ 199.355.549	113%	1,3%
16	AVAL FERTIL S.G.R.	\$ 103.400.000	\$ 130.692.762	126%	1,0%
17	AMERICANA DE AVALES S.G.R.	\$ 100.000.000	\$ 127.662.282	128%	0,9%
18	PYME AVAL S.G.R.	\$ 179.472.801	\$ 123.981.584	69%	0,5%
19	CRECER S.G.R.	\$ 100.002.400	\$ 113.204.217	113%	0,7%
20	AVAL GANADERO S.G.R.	\$ 109.958.414	\$ 111.892.021	102%	0,7%
21	AVAL AR S.G.R.	\$ 100.000.000	\$ 105.940.822	106%	0,6%
22	SOLIDUM S.G.R.	\$ 57.315.013	\$ 85.258.681	149%	0,7%
23	CONFEDERAR NEA S.G.R.	\$ 56.550.000	\$ 75.685.930	134%	0,6%
24	VINCULOS S.G.R.	\$ 27.364.907	\$ 64.775.767	237%	0,9%
25	INTEGRA PYMES S.G.R.	\$ 83.652.080	\$ 53.805.617	64%	0,2%
26	AVALUAR S.G.R.	\$ 23.243.000	\$ 50.512.639	217%	0,6%
27	POTENCIAR S.G.R.	\$ 79.960.774	\$ 47.234.065	59%	0,2%
28	AFIANZAR S.G.R.	\$ 22.000.000	\$ 24.390.757	111%	0,2%
29	CONFIABLES S.G.R.	\$ 14.000.000	\$ 20.767.322	148%	0,2%
30	FIDUS S.G.R.	\$ 13.278.088	\$ 17.897.341	135%	0,1%
31	UNION S.G.R.	\$ 67.666.548	\$ 14.464.730	21%	0,0%
		\$ 8.471.436.600	\$ 17.305.712.677	204%	224%

Fuente: elaboración propia en base a CASFOG

Anexo 4.6

Cartera Conservadora de Fondo de Riesgo Integrado por 100 millones de pesos

Fondo de Riesgo SGR - Conservador												DVO1		
Instrumento	Weight	Monto	Moneda	Especie	Weight Especie	Monto Especie	YTM USD	YTM Pesos	Duration	YTM Portfolio USD	YTM Portfolio Pesos	Duration Portfolio	DVO1 (100bps)	DVO1 (200bps)
Bonos USD Soberano	40%	40.000.000	USD	A&21	25%	10.000.000	4,00%	24,58%	3,47	0,40%	2,48%	0,35	-347.000	-594.000
				A&22	25%	10.000.000	4,54%	25,20%	4,06	0,45%	2,52%	0,41	-406.000	-612.000
				A124	25%	10.000.000	4,18%	24,90%	3,79	0,42%	2,48%	0,38	-373.000	-550.000
				A&26	25%	10.000.000	5,95%	26,32%	6,61	0,60%	2,89%	0,66	-661.000	-1.322.000
						40.000.000				1,87%	10,15%	1,79	-1.793.000	-3.586.000
Bonos USD Sub Soberano	20%	20.000.000	USD	FND18	20%	4.000.000	3,64%	24,15%	0,83	0,15%	0,97%	0,03	-33.200	-66.400
				PUD18	20%	4.000.000	4,52%	25,20%	1,26	0,18%	1,0%	0,05	-50.400	-100.800
				ECC20	20%	4.000.000	3,08%	23,46%	1,41	0,12%	0,94%	0,06	-56.400	-112.800
				NDG21	20%	4.000.000	4,37%	25,02%	0,81	0,17%	1,06%	0,03	-32.400	-64.800
				PUM21	20%	4.000.000	5,22%	26,04%	1,27	0,21%	1,04%	0,05	-50.800	-101.600
						20.000.000				0,82%	4,96%	0,22	-223.200	-446.400
ON High Grade	15%	15.000.000	USD	OR17 (FSA 2020)	20%	3.000.000	6,28%	27,3%	2,62	0,9%	0,82%	0,08	-76.600	-153.200
				RSCD0 (FSA 2019)	20%	3.000.000	5,08%	25,65%	2,11	0,15%	0,78%	0,06	-63.300	-126.600
				CBYS (Cablevision 2021)	20%	3.000.000	4,73%	25,46%	3,62	0,14%	0,76%	0,11	-109.600	-219.200
				RCCD0 (ARCOR 2023)	20%	3.000.000	5,44%	26,33%	4,95	0,16%	0,79%	0,16	-149.500	-299.000
				BHC10 (Banco Hipotecario 2020)	20%	3.000.000	4,97%	26,74%	2,92	0,15%	0,77%	0,09	-87.600	-175.200
						15.000.000				0,80%	3,92%	0,49	-486.600	-973.200
Futuros	5%	5.000.000	Pesos	DLR02018	100,0%	5.000.000		19,79%	0,83		0,99%	0,04	-41.500	-83.000
						5.000.000					0,99%	0,04	-41.500	-83.000
Fondos Comunes de Inversión	20%	20.000.000	Pesos	Patagonia Lombard	15%	3.000.000		17,42%	0,01		0,52%	0,00	-300	-600
				Galicia Fina Premium	15%	3.000.000		16,92%	0,01		0,5%	0,00	-300	-600
				Compass Renta Fija II	20%	4.000.000		31,90%	2,50		1,26%	0,10	-101.000	-202.000
				Mariva MAF Renta Argentina	20%	4.000.000		32,93%	2,40		1,3%	0,10	-96.000	-192.000
				Galileo Premium	15%	3.000.000		28,1%	2,92		0,76%	0,09	-87.600	-175.200
				Supervielle Renta Mixta en USD	15%	3.000.000		27,22%	5,50		0,82%	0,17	-165.000	-330.000
						20.000.000				5,21%	0,45	-449.200	-898.400	
Total FR Integrado						100.000.000					25,23%	2,99	-2.993.500	-5.987.000

Rentabilidad Total FR		
Devaluación a 1 año	Rentabilidad en Pesos FR	Rendimiento sobre devaluación
19,79%	25,23%	5,44%

Fuente: elaboración propia en base a datos de Puente, Bolsar, Research for Traders, Portfolio Personal, Patagonia Fondos, Galicia Fondos, Investis Asset Management, Mariva Fondos, Galileo SAGFCI, Supervielle Fondos.

Anexo 4.7

Cartera Rentabilidad de Fondo de Riesgo Integrado por 100 millones de pesos

Fondo de Riesgo SGR - Rentabilidad													DVO1	
Instrumento	Weight	Monto	Moneda	Especie	Weight Especie	Monto Especie	YTM USD	YTM Pesos	Duration	YTM Portfolio USD	YTM Portfolio Pesos	Duration Portfolio	DVO1 (100bps)	DVO1 (200bps)
Bonos USD Soberano	40%	40.000.000	USD	AA26	20%	8.000.000	6,23%	27,25%	6,60	0,50%	2,80%	0,53	-520.000	-1.056.000
				AL28	20%	8.000.000	6,43%	27,49%	7,70	0,51%	2,20%	0,62	-616.000	-1.232.000
				DICAD	20%	8.000.000	6,80%	27,94%	7,50	0,54%	2,22%	0,60	-600.000	-1.200.000
				AA37	20%	8.000.000	7,37%	28,62%	10,10	0,58%	2,28%	0,81	-808.000	-1.616.000
				PAPA	20%	8.000.000	7,33%	28,57%	11,50	0,58%	2,28%	0,82	-820.000	-1.640.000
						40.000.000				2,73%	11,19%	3,47	-3.472.000	-6.944.000
Bonos USD Sub soberano	20%	20.000.000	USD	SARH	20%	4.000.000	6,88%	28,03%	1,80	0,28%	1,02%	0,07	-72.000	-144.000
				PIU123	20%	4.000.000	7,28%	28,47%	2,80	0,28%	1,94%	0,10	-112.000	-224.000
				NQK25	20%	4.000.000	7,20%	28,44%	5,30	0,28%	1,94%	0,21	-212.000	-424.000
				NTDH	20%	4.000.000	6,71%	27,83%	4,90	0,27%	1,0%	0,20	-196.000	-392.000
				CABA27	20%	4.000.000	8,20%	29,61%	6,15	0,33%	1,8%	0,25	-246.000	-492.000
						20.000.000				1,45%	5,63%	0,84	-838.000	-1.676.000
ON High Grade	15%	15.000.000	USD	DR17 (FISA 2020)	15%	2.250.000	6,28%	27,3%	2,62	0,14%	0,6%	0,06	-50.350	-117.300
				OPM17 (PAE 2021)	20%	3.000.000	6,08%	28,46%	2,58	0,24%	0,88%	0,08	-77.400	-154.800
				OMAXL (Metrogas 2018)	20%	3.000.000	7,08%	28,27%	1,46	0,2%	0,68%	0,04	-43.800	-87.600
				OTF19 (Transener 2021)	20%	3.000.000	8,77%	30,30%	3,24	0,26%	0,9%	0,10	-97.200	-194.400
				BMA2019 (Banco Maersk 2018)	25%	3.750.000	8,30%	29,73%	9,49	0,3%	1,0%	0,36	-355.875	-711.750
						15.000.000				1,17%	4,37%	0,63	-633.225	-1.266.450
Instrumento	Weight	Monto	Moneda	Especie	Weight Especie	Monto Especie	YTM USD	YTM Pesos	Duration	YTM Portfolio USD	YTM Portfolio Pesos	Duration Portfolio	DVO1 (100bps)	DVO1 (200bps)
Cauciones	5%	5.000.000	Pesos	Cauciones	100%	5.000.000		24,00%	0,01		1,20%	0,00	-500	-1.000
						5.000.000					1,20%	0,00	-500	-1.000
Fondos Comunes de Inversión	20%	20.000.000	Pesos	Patagonia Lombard	15%	3.000.000		17,45%	0,01		0,52%	0,00	-300	-600
				Galicia Fima Premium	15%	3.000.000		16,82%	0,01		0,51%	0,00	-300	-600
				Compass Penta Fija III	15%	3.000.000		31,90%	0,01		0,96%	0,00	-300	-600
				Balanz Invertr Global	20%	4.000.000		35,00%	0,01		1,44%	0,00	-400	-800
				Galileo Acciones	20%	4.000.000		46,88%	0,01		1,87%	0,00	-400	-800
				Supervielle Penta Variable	15%	3.000.000		29,99%	0,01		0,90%	0,00	-300	-600
						20.000.000				6,19%	0,00	-2.000	-4.000	
Total FR Integrado						100.000.000				28,65%	4,95		-4.945.725	-9.891.450

Rentabilidad Total FR

	Devaluación a 1 año	Rentabilidad en Pesos FR	Rendimiento sobre devaluacion
*Porden	19,73%	28,65%	8,96%

Fuente: elaboración propia en base a datos de Puente, Bolsar, Research for Traders, Portfolio Personal, Patagonia Fondos, Galicia Fondos, Investis Asset Management, Balanz Invertr Global, Galileo Acciones, Supervielle Renta Variable.

Anexo 5.1

Financiamiento de empresas argentinas en el Mercado de Capitales:

Grandes empresas vs. Pymes (montos expresados en dólares)

Año	Grandes Empresas				Año	Pymes					Pymes/GE
	ON/VCP	FF	ACCIONES	TOTAL		ON/VCP	FF	ACCIONES	CPD	TOTAL	
2000	5.665	2.876	529	9.070	2000	0,0	0,0	0	0,0	0	0%
2001	2.425	3.096	137	5.658	2001	1,3	6,3	0	0,0	8	0%
2002	2.362	50	167	2.579	2002	4,1	1,4	0	0,0	6	0%
2003	1.430	442	235	2.107	2003	1,9	9,3	0	0,1	11	1%
2004	1.588	501	292	2.381	2004	0,8	24,1	0	14,1	39	2%
2005	3.637	1.634	912	6.183	2005	1,2	70,4	2,1	68,5	142	2%
2006	2.993	2.275	420	5.688	2006	4,4	105,4	0	137	247	4%
2007	3.281	2.482	986	6.749	2007	1,8	166,3	0	189,3	357	5%
2008	454	2.966	405	3.825	2008	3,5	162,9	0	194,5	361	9%
2009	764	2.470	325	3.559	2009	2,4	89,6	0	225,7	318	9%
2010	2.649	4.512	265	7.426	2010	4,4	52,0	6,4	289,6	352	5%
2011	2.146	5.428	43	7.617	2011	24,6	65,8	4,5	346,2	441	6%
2012	3.870	3.383	21	7.274	2012	28,8	63,3	0	427,1	519	7%
2013	5.508	4.659	91	10.258	2013	30,0	60,0	0	525	615	6%
2014	4.146	2.941	42	7.129	2014	14,4	53,0	0	622	689	10%
2015	6.045	2.728	15	8.788	2015	18,9	34,0	0	822	875	10%
2016	8894	2502	287	11.683	2016	31,1	14,0	0	810	855	7%
	57.857	44.945	5.172	107.974		173,5	977,8	13	4671,1	5.835	

Fuente: Elaboración propia en base a Reich, Lorena: Mercados de deuda corporativa, UTDT 2017

Anexo 5.2

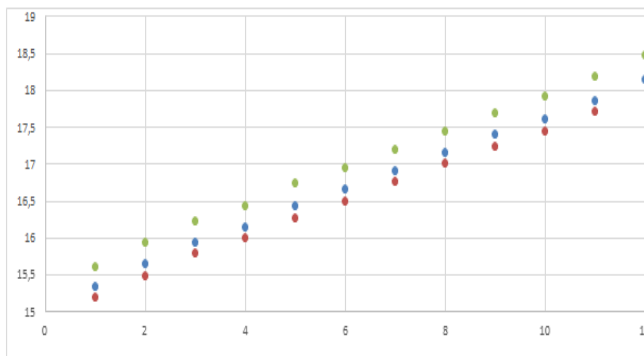
Estimación del Tipo de Cambio Futuro en base a ROFEX

Fecha	TC Referencia
30-Apr-17	15,3600

FUTUROS DÓLAR ROFEX		
VENCIMIENTO	AJUSTE	IMPLICITA
may-17	15,725	32,55%
jun-17	15,993	27,42%
jul-17	16,248	25,21%
ago-17	16,503	24,03%
sep-17	16,746	23,04%
oct-17	17,010	22,64%
nov-17	17,235	21,83%
dic-17	17,469	21,29%
ene-18	17,695	20,77%
feb-18	17,900	20,31%
mar-18	18,140	19,90%
abr-18	18,399	19,79%

0,0833 0,0000
 0,1667 0,0833 0,0833
 0,2500 0,1667 0,1667 0,0833
 0,3333 0,2500 0,2500 0,1667 0,0833
 0,4167 0,3333 0,3333 0,2500 0,1667 0,0833
 0,5000 0,4167 0,4167 0,3333 0,2500 0,1667 0,0833
 0,5833 0,5000 0,5000 0,4167 0,3333 0,2500 0,1667 0,0833
 0,6667 0,5833 0,5833 0,5000 0,4167 0,3333 0,2500 0,1667 0,0833
 0,7500 0,6667 0,6667 0,5833 0,5000 0,4167 0,3333 0,2500 0,1667 0,0833
 0,8278 0,7444 0,7444 0,6611 0,5778 0,4944 0,4111 0,3278 0,2444 0,1611 0,0778
 0,9167 0,9167 0,9167 0,8333 0,7500 0,6667 0,5833 0,5000 0,4167 0,3333 0,2500 0,1667
 1,0000 117,4194 117,4194 117,5000 117,5861 117,6694 117,7500 117,8361 117,9167 118,0028 118,0861 118,1611 118,3333

POSICION	AJUSTE	VAR.	VAR. %
DLR052017	15,7250	+	0,0100 0,06
DLR062017	15,9930	+	0,0080 0,05
DLR072017	16,2480	+	0,0030 0,02
DLR082017	16,5030	+	0,0030 0,02
DLR092017	16,7460	+	0,0010 0,01
DLR102017	17,0100	=	0,0000 0,00
DLR112017	17,2350	=	0,0000 0,00
DLR122017	17,4690	-	-0,0010 -0,01
DLR012018	17,6950	-	-0,0350 -0,20
DLR022018	17,9000	-	-0,0500 -0,28
DLR032018	18,1400	-	-0,0600 -0,33
DLR042018	18,3990	-	-0,1010 -0,55



Fuente: elaboración propia en base al mercado de Futuros de Dólar ROFEX

Anexo 5.3

Calificaciones, Inscripciones en BCRA y convenios con los bancos

Nº	SGR	BCRA	BICE	BNA	BAPRO	CIUDAD	CALIFICACIONES				
1	ACINDAR PYMES S.G.R.	PREFERIDAS A	SI	SI	SI	SI					A2
2	AFFIDAVIT S.G.R.	En Proceso de Inscripción	SI								Baa2
3	AFIANZAR S.G.R.		SI		En Proceso de Inscripción						
4	AGROAVAL S.G.R.	PREFERIDAS A	SI	SI	En Proceso de Inscripción	SI		A1+	AA		
5	AMERICANA DE AVALES S.G.R.				En Proceso de Inscripción		A				
6	ARGENTINYPYMES S.G.R.	PREFERIDAS A	En Proceso de Inscripción			En Proceso de Inscripción	A-			A+	
7	AVAL FEDERAL S.G.R.	PREFERIDAS A	SI	SI	SI	SI					
8	AVAL FERTIL S.G.R.		SI		SI						
9	AVAL GANADERO S.G.R.	PREFERIDAS A	En Proceso de Inscripción		En Proceso de Inscripción		A-				
10	AVAL RURAL S.G.R.	PREFERIDAS A	SI	SI	SI	SI					A2
11	AVALAR S.G.R.						A-				
12	AVALUAR S.G.R.										
13	BLD AVALES S.G.R.	PREFERIDAS A	SI		En Proceso de Inscripción		A+				
14	CAMPO AVAL S.G.R.	En Proceso de Inscripción	En Proceso de Inscripción		SI			A2	BBB+		
15	CARDINAL S.G.R.	En Proceso de Inscripción	SI				A-				
16	CONFEDERARINEA S.G.R.	PREFERIDAS A		SI	En Proceso de Inscripción						
17	CONFIABLES S.G.R.										
18	CRECER S.G.R.						A-				
19	CUYO AVAL S.G.R.	PREFERIDAS A	SI	SI	En Proceso de Inscripción	SI	A				
20	DON MARIO S.G.R.	En Proceso de Inscripción	En Proceso de Inscripción		SI	SI		A1	A+		
21	FIDUS S.G.R.										
22	GARANTIA DE VALORES S.G.R.	PREFERIDAS A	SI			SI					A2
23	GARANTIZAR S.G.R.	PREFERIDAS A	SI	SI	SI	SI		A1+	AA-	AAA	
24	INTEGRA PYMES S.G.R.	PREFERIDAS A	En Proceso de Inscripción								Baa3
25	INTERGARANTIAS S.G.R.	PREFERIDAS A	SI		En Proceso de Inscripción	SI	A+				
26	LOS GRIPO S.G.R.	En Proceso de Inscripción	SI		SI			A1	A		
27	POTENCIAR S.G.R.				SI		A-				
28	UNION S.G.R.	En Proceso de Inscripción					A-			A	
29	PYME AVAL S.G.R.		En Proceso de Inscripción				A-				
30	SOLIDUM S.G.R.		En Proceso de Inscripción					A3	BBB		
31	VINCULOS S.G.R.	PREFERIDAS A	SI	SI							Baa3

Fuente: elaboración propia en base a CASFOG

Anexo 5.4

Normas de Previsionamiento BCRA:

SITUACIÓN DEL DEUDOR	CON GARANTÍA	SIN GARANTÍA
Normal (*)	1%	1%
Riesgo Potencial	3%	5%
Con Problemas	12%	25%
Alto Riesgo de Insolvencia	25%	50%
Irrecuperable	50%	100%
Irrecuperable por disposición técnica (**)	100%	100%

Fuente: BCRA

Anexo 5.5

Fideicomiso Financiero avalado por Aval Rural SGR (calificado por Moody’s)

MOODY'S INVESTORS SERVICE		FINANZAS ESTRUCTURADAS	
Resumen de los Activos			
Tipo de Activo:	Letras de cambio garantizadas y los créditos emergentes de los contratos de compra-venta		
Fiduciantes:	Productores agropecuarios		
Duración del Periodo de Revolving:	Cartera estática		
Interés de los Préstamos:	100% Tasa Fija		
Tasa de Descuento:	No aplicable		
Resumen de los Pasivos			
Soporte Crediticio / Reservas:	Garantía sobre los activos provista por Aval Rural S.G.R.		
Número de Pagos de Interés Cubiertos por Reservas:	No aplicable		
Cupón de Interés	5%		
Fechas de pago	En o antes del vencimiento final		
Estructura de Pago:	Pass-Through		
Partes Intervinientes			
Fideicomiso:	Fideicomiso Financiero Aval Rural XXV		
Fiduciantes:	Productores agropecuarios		
Fiduciario:	Banco de Valores (Baa1.ar/B3/TQ1.ar)		
Garante:	Aval Rural S.G.R. (A2.ar/B2)		
Auditor Técnico:	Aval Rural S.G.R.		
Cuenta Fiduciaria:	Banco de Valores S.A.		
Organizadores:	Banco de Valores S.A. Aval Rural S.G.R.		
Asesores Legales:	Alchouron, Berisso, Brady Alet, Fernández Pelayo & Balconi		
Depositaria:	Caja de Valores S.A.		
Auditor:	Pistrelli, Henry Martin y Asociados S.R.L. (Ernst & Young)		
Custodiante:	Banco de Valores S.A.		
Colocadores:	Banco de Valores S.A. Industrial Valores S.A.		
Deudor Cedido:	Nidera S.A.		

MOODY'S INVESTORS SERVICE		Aval Rural - Series emitidas				
Serie	Monto Original USD	Monto Vigente USD	Fecha de Colocación	Situación	Calificación NSR / GSR	
Serie I	4.971.000	0	19/10/05	Pagada	N/A	
Serie II	3.430.000	0	06/06/06	Pagada	N/A	
Serie III	8.437.500	0	27/09/06	Pagada	N/A	
Serie IV	11.643.500	0	27/06/07	Pagada	N/A	
Serie V	7.039.000	0	25/09/07	Pagada	N/A	
Serie VI	5.246.500	0	25/10/07	Pagada	N/A	
Serie VII	4.436.500	0	21/12/07	Pagada	N/A	
Serie VIII	9.682.000	0	02/09/08	Pagada	N/A	
Serie IX	5.489.000	0	24/11/08	Pagada	N/A	
Serie X	8.075.000	0	12/08/09	Pagada	N/A	
Serie XI	8.337.000	0	15/09/09	Pagada	N/A	
Serie XII	7.446.000	0	27/07/10	Pagada	N/A	
Serie XIII	4.910.000	0	27/08/10	Pagada	N/A	
Serie XIV	4.480.000	0	29/09/10	Pagada	N/A	
Serie XV	9.921.000	0	14/07/11	Pagada	N/A	
Serie XVI	5.416.000	0	23/09/11	Pagada	N/A	
Serie XVII	7.475.000	0	06/09/12	Pagada	N/A	
Serie XVIII	5.962.000	0	26/09/12	Pagada	N/A	
Serie XIX	5.762.000	0	24/01/13	Pagada	N/A	
Serie XX	6.400.000	0	16/09/13	Pagada	N/A	
Serie XXI	4.452.000	0	20/12/13	Pagada	N/A	
Serie XXII	5.050.000	0	11/09/14	Pagada	N/A	
Serie XXIII	7.093.000	0	11/08/15	Pagada	N/A	
Serie XXIV	5.465.000	0	15/09/15	Pagada	N/A	

Descripción de los Activos

Los activos del Fideicomiso estarán constituidos por:

- » Letras de Cambio denominadas en dólares estadounidenses, emitidas por productores agropecuarios, aceptadas y garantizadas por Aval Rural S.G.R. El tipo de cambio utilizado para comprar las letras de cambio será coincidente con el utilizado para la integración de los VRDs.
- » El 75% de las Letras de Cambio mencionadas tendrán, a su vez, créditos emergentes de los contratos de compraventa entre los productores y Nidera S.A.

Los productores fueron elegidos sobre la de los criterios habituales de origenación de Aval Rural; además, el monto a ser financiado no excede el 35% de la cosecha esperada por Aval Rural.

Fuente: Moody’s