

# 5

## FINANCIAMIENTO

Propuestas para el desarrollo del  
mercado de capitales en Córdoba



## Capítulo 5: FINANCIAMIENTO

### Propuestas para el desarrollo del mercado de capitales en Córdoba\*

*El mercado de capitales argentino se caracteriza por su limitado nivel de desarrollo. A pesar de ello, el potencial de este sector permite pensar propuestas para acercar a los inversores a los distintos productos financieros, con vista a políticas públicas y privadas orientadas al desarrollo productivo, utilizando el ahorro que la provincia de Córdoba genera.*

#### 5.1 Introducción

A contramano de lo que sucede en otras economías latinoamericanas - como Chile, Brasil o México - el mercado de capitales nacional no logra concretar el pleno desarrollo de su potencial. Este hecho no genera controversias, por el contrario, existe consenso respecto de la insipiente del mercado. En términos de capitalización bursátil con relación al PBI, en Argentina representa el 7,20%, 45% en México, 50% en Perú, 54% en Brasil, 71% en Colombia y 116% en Chile (en 2013); datos que se magnifican teniendo en cuenta que a lo largo de los últimos quince años la cantidad de empresas cotizantes se redujo en casi 50%.

Asimismo, en estos países mencionados el valor de nuevas emisiones en porcentaje de la formación bruta de capital fijo<sup>1</sup> ronda entre 1,5% y 8,6%, mientras que en Argentina es de solo 0,25%, implicando que el mercado bursátil argentino es muy pequeño y las empresas utilizan otras fuentes de financiación. Los factores que originan esta situación son tanto económicos como no económicos: cuestiones de confianza, cultura empresarial, conocimiento, aprendizaje e innovación, marco regulatorio y normativo, entre otros. Estos aspectos dinamizan o acotan su potencial como base de ahorro social, y como fuente de financiamiento de la economía real.

Esta situación se agrava para los mercados del interior, como en el caso de la provincia de Córdoba que cuenta con depósitos bancarios públicos y privados por un valor aproximado de \$56.000 millones (a mediados de 2015). Sin embargo, gran parte de ese ahorro se canaliza hacia otros mercados, particularmente Buenos Aires, contrayendo la posibilidad de financiamiento en Córdoba. El mercado cordobés, no obstante, ha alcanzado hacia mediados de la década del 2000 un destacable nivel de desarrollo en lo relativo al financiamiento de pymes.

En 1942 se decidió, de acuerdo a lo aconsejado por el Banco Central de la República Argentina, “establecer la cotización de títulos” en la sede social de la Bolsa de Comercio de Córdoba<sup>2</sup>, creándose el 21 de abril de 1944 el “Mercado de Títulos y Cambios” y la “Cámara de Comisionistas Oficiales”. No obstante, por entonces se inició un proceso inflacionario, y de una concreción de operaciones por un total de \$94.000 en la primera rueda se pasó a una declinación progresiva en la negociación de títulos públicos y valores privados. La necesidad de reactivar esta actividad y el entusiasmo de un grupo de jóvenes y antiguos comisionistas llevaron a que en 1960 se realizaran gestiones para reinaugurar el Mercado de Títulos Valores, lo cual se conseguiría en 1963 con la aprobación - obtenida el año anterior - del Banco Central. Por su

---

\* El presente capítulo se basa en el trabajo “Lineamientos para el desarrollo del crédito productivo en Córdoba mediante el mercado de capitales”, realizado por el Instituto de Investigaciones Económicas de la Bolsa de Comercio de Córdoba en noviembre de 2015 a pedido del Banco de Córdoba.

<sup>1</sup> Este indicador es reflejo de la participación del mercado bursátil en el financiamiento de la inversión.

<sup>2</sup> En conjunto se decidieron disposiciones complementarias: el aumento de los recursos de la entidad por los aranceles correspondientes al derecho de cotizar valores y realizar operaciones, un número máximo de comisionistas, condiciones de transferencia de los títulos, etc.

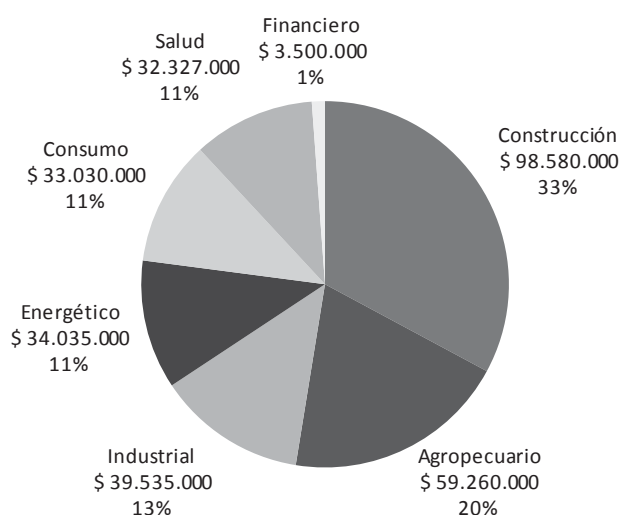
ubicación geográfica, se convirtió en un instrumento eficiente para el desarrollo de negocios financieros en el ámbito regional. A partir de 2012, además, el Mercado de Valores se desvincularía de la Bolsa de Comercio<sup>3</sup>. En la actualidad, no está funcionando.

Desde el segundo semestre de 2002 en Argentina se han financiado 13.557 pymes mediante el mercado de capitales, por un monto total de \$21.715 millones, siendo los fideicomisos financieros y los cheques de pago diferidos avalados los instrumentos más utilizados. A su vez, han ido apareciendo más empresas emisoras de obligaciones negociables (ON) como resultado de una mayor prolijidad, transparencia y flujos de información. Precisamente, Córdoba se ha posicionado como referente nacional en lo que hace a la financiación de pymes mediante la emisión de ON, ubicándose por debajo de Buenos Aires y por encima de Rosario en este rubro entre los años 2007 y 2014, como se detalla más adelante.

En el mercado de capitales de Córdoba se han emitido ON, títulos públicos provinciales y municipales, fideicomisos financieros y acciones, de manera muy variable año a año<sup>4</sup>. El año de mayor emisión de ON fue 2004, con un total de \$9.413 millones. Con respecto a los títulos públicos, el año 2011 fue el de máxima emisión (\$5.123, principalmente por parte de EPEC). En cuanto a los fideicomisos financieros, el año de mayor cantidad de constituciones fue 2001, con más de \$338,6 millones. Respecto de las acciones, el año 2000 fue el de máxima emisión, que totalizó \$903,5 millones. Entre 1992 y 2014, del monto total de las emisiones autorizadas a cotizar en la Bolsa de Córdoba las ON representaron el 49%, los títulos públicos el 42%, los fideicomisos financieros el 4% y las acciones el 5%. Gran parte de estas emisiones correspondieron a los sectores financiero (58%) y energético (23%), y en menor medida, a los sectores público (13%), agropecuario (2%), industrial (2%) y de construcción (1%).

Si se consideran exclusivamente las emisiones de ON régimen pyme, el sector de la construcción fue el de mayor emisión, como muestra el Gráfico 5.1.

**Gráfico 5.1: Emisiones de ON pyme autorizadas a cotizar en la Bolsa de Comercio de Córdoba según rubro. 1992-2014**



Fuente: Bolsa de Comercio de Córdoba.

<sup>3</sup> La Bolsa de Comercio de Córdoba fue fundada en 1909 y es la tercera en antigüedad e importancia del país, siendo la primera la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, que se remite a 1854, y la segunda la Bolsa de Comercio de Rosario, de 1884.

<sup>4</sup> Los montos emitidos que se detallan a continuación están expresados en pesos pero fueron realizados en dólares y convertidos sobre una cotización dólar \$9,01, valor vigente a inicios de junio 2015.

El Cuadro 5.1 revela, entretanto, que hasta 2010 la Bolsa de Comercio de Córdoba se ubicaba en el primer lugar en materia de emisión de ON pyme, con un total de \$121.635.000, seguida por Buenos Aires con \$42.439.900 y Rosario con \$5.408.000. A partir de 2011 la tendencia se modificó, por el crecimiento de 490% de las emisiones de Buenos Aires en un año y a una tasa de 30% en los dos años siguientes para pasar a ubicarse en el primer lugar. En el mercado de Córdoba, no se emitieron ON pyme en los años 2013 y 2014. Así, para el período analizado, el monto total de emisiones de ON pyme de Buenos Aires fue 2,6 veces mayor al de ON pyme de Córdoba y casi 6 veces mayor a la emisión de Rosario.

**Cuadro 5.1: Emisiones de ON pyme de las bolsas de comercio de Buenos Aires, Córdoba y Rosario. En pesos**

| Años         | ON Pyme Buenos Aires | ON Pyme Córdoba    | ON Pyme Rosario   |
|--------------|----------------------|--------------------|-------------------|
| 2007         | 5.500.000            | -                  | -                 |
| 2008         | 10.657.300           | 27.030.000         | 5.408.000         |
| 2009         | 8.840.500            | 27.030.000         | -                 |
| 2010         | 17.442.100           | 67.575.000         | -                 |
| 2011         | 102.944.000          | 74.565.000         | 22.000.000        |
| 2012         | 132.902.531          | 20.505.000         | 17.000.000        |
| 2013         | 177.676.000          | -                  | 40.150.000        |
| 2014         | 114.337.500          | -                  | 15.000.000        |
| <b>Total</b> | <b>570.299.931</b>   | <b>216.705.000</b> | <b>99.558.000</b> |

Fuente: Bolsas de comercio de Buenos Aires, Córdoba y Rosario.

Una falencia histórica del sector financiero argentino es la falta de conexión entre la oferta (unidades superavitarias) y la demanda (unidades deficitarias) de fondos. Por un lado, los inversores minoristas no confían en los mecanismos del mercado, principalmente porque no los conocen y/o carecen de una adecuada instrucción. Los inversores institucionales no tienen una gran participación en la compra de instrumentos de financiamiento a largo plazo. Por otro lado, las grandes empresas de mayor prestigio - si bien tienen la posibilidad de cotizar y conocen con profundidad el sistema bursátil - tienden a no elegir listarse en la oferta pública. Además, los directivos de las empresas argentinas se caracterizan por la falta de apego a la apertura de capital. En cuanto a las pymes, existe un alto grado de desconocimiento sobre el mercado de capitales (cerca del 70%, solo 8% ha realizado operaciones alguna vez) y prefieren autofinanciarse.

En consecuencia de ello, de que la negociación y operatoria bursátil se concentra en la ciudad de Buenos Aires (muchos inversores del interior del país no acceden, como efecto, a oportunidades en el mercado como alternativa de inversión), de la fragmentación de los mercados, y de la reducida llegada de los intermediarios al público inversor en general, el Mercado de Valores argentino se encuentra en una etapa primeriza de desarrollo.

## 5.2 Marco legal del mercado de capitales y títulos valores disponibles

Los mercados que en el año 2015 operaron en el país son Buenos Aires y Rosario (que opera junto con Santa Fe y Mendoza). El Mercado de Valores de Córdoba está asociado al ByMa (Bolsas y Mercados Argentinos), el cual no fue aprobado por la CNV por diferentes razones, en parte por motivaciones políticas.

Un mercado de capitales posibilita la transferencia de excedentes de fondos de determinados sectores hacia otros con necesidades de financiamiento (emisores), que toman ese dinero prestado a cambio de títulos valores que otorgan una rentabilidad a los inversores. Los títulos valores se colocan en un mercado primario y se negocian en el mercado secundario.

Hasta el año 2012, el mercado era regulado por la Ley N° 17.811 de Oferta Pública, Bolsas y Mercados de Valores. Dicha ley fue sustituida por la Ley N° 26.831 del Mercado de Capitales, promulgada a fines de ese año, orientada al acceso de las pymes al mercado, a conseguir un mercado federal y simple, a promover la participación de nuevos inversores y a proteger a los inversores minoristas, en un marco de mayor transparencia, controles y garantías, una elevación de los estándares tecnológicos e interconectividad, y la eliminación de la autorregulación: se revoca el poder normativo y de contralor de los mercados, pasando a la órbita de la CNV. Asimismo se legisla la desmutualización, lo que implica que los agentes pueden ser parte del mercado sin necesidad de ser accionistas del mismo. Salvo algunos detalles, la ley está prácticamente operativa.

Entre los “valores negociables”, de acuerdo al artículo 2 de la ley vigente, se encuentran los valores de crédito o representativos de derechos creditorios, las acciones, las cuotas partes de fondos comunes de inversión, los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva, los contratos de futuros, opciones y derivados en general (registrados en mercados autorizados), los cheques de pago diferido, certificados de depósitos de plazo fijo admisibles, facturas de crédito, certificados de depósito, warrants, pagarés, letras de cambio, en general, cualquier contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores, y todos aquellos títulos susceptibles de negociación secundaria en los mercados.

### 5.2.1 Títulos valores disponibles

Como se afirmaba anteriormente, entre los valores negociables se encuentran las acciones y los valores representativos de deuda (obligaciones negociables, valores fiduciarios de deuda, cuotas partes de renta de fondos comunes de inversión<sup>5</sup> y valores representativos de deuda de corto plazo como pagarés seriados u obligaciones negociables de corto plazo). Una forma de realizar las inversiones a través de patrimonios que se forman con aportes de inversores (suscribiendo cuotas partes y convirtiéndose en “cuotapartistas” del mismo): los Fondos Comunes de Inversión (FCI), que se clasifican en FCI cerrados - las cuotas partes solo pueden suscribirse en la oferta inicial o a través del mercado de valores - y FCI abiertos - pueden adquirirse en cualquier momento a través de cualquier medio habilitado.

Una alternativa de financiamiento de la empresa y una opción de inversión son los fideicomisos financieros (FF). Las empresas segregan un determinado número de activos de su patrimonio con cuyo rendimiento se atenderá el servicio financiero de los valores negociables emitidos, constituyendo a su vez dichos activos la garantía básica del cumplimiento de las obligaciones de pago asumidas.

La propiedad fiduciaria de ciertos bienes es transmitida por una persona (fiduciante) a otra (fiduciario), que se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario) y a transmitirlo al fiduciante al cumplimiento de un plazo o condición, o por alguna causal prevista en el contrato como la reserva de revocación del fiduciante (artículo 1 de la Ley N° 24.441 de fideicomisos financieros). En el marco del fideicomiso financiero se pueden emitir valores representativos de deuda (derechos de cobro de lo producido por el fideicomi-

<sup>5</sup> Excluyendo las cuotas partes calificadas como títulos de inversión.

so, garantizados con el activo del fideicomiso) y certificados de participación (derechos de participación o propiedad sobre los activos fideicomitados, que pueden ser activos o instrumentos financieros, activos físicos y agropecuarios, derechos personales y reales sobre bienes e inmuebles y otros derechos).

Los fideicomisos financieros pueden ser constituidos como fondos de inversión directa (FID), un tipo de FF cuyo objetivo es el desarrollo de negocios de inversión colectiva en activos reales, tales como inmuebles o derechos sobre ellos, bienes muebles o participaciones de capital en sociedades cerradas. Tienen algunas características especiales y deben incluir un plan de inversión, de producción o estratégico dirigido directamente a la consecución de objetivos económicos a través de actividades productivas de bienes o de prestación de servicios.

Un FF tiene como ventajas que permite recuperar la liquidez, posibilita derivar a terceros el riesgo implícito en los activos ilíquidos, disminuye el riesgo de iliquidez, permite hacerse de una nueva fuente de fondeos, estimula el crédito de largo plazo, protege los bienes fideicomitados de la eventual acción de los acreedores del fiduciante y del fiduciario, separa los activos fideicomitados del riesgo de la empresa que los originó, evita la intermediación, permite obtener fondos sin contraer deudas (porque se trata de una fuente de financiamiento “off-balance sheet” o “fuera del balance”), permite la participación de varias entidades en calidad de fiduciantes (lo cual puede reducir riesgos de inversión), posibilita financiar proyectos adecuándose a sus necesidades específicas, y pueden obtener beneficios impositivos.

#### Recuadro 5.1: Conexidad contractual en fideicomisos financieros

La conexidad contractual es el fenómeno jurídico por el cual dos contratos independientes están involucrados en un único complejo negocial con una finalidad económica global<sup>6</sup>. Las normas establecidas en cada contrato no requieren armonizarse (en ese caso se trataría de un único contrato “atípico mixto”), sin embargo la vinculación entre los contratos emerge en casos de frustración o incumplimiento.

Por lo general se trata de un contrato subordinado a otro. Por ejemplo, un individuo (adquirente) decide comprar un terreno en un barrio privado. Como explica Mosset Iturraspe, el fiduciante (una constructora) celebra un primer contrato con el fiduciario (un banco), el cual celebra varios contratos más destinados a la administración del bien y cumplir con el objetivo perseguido y otros tantos para dar fin a la administración (la transmisión al fideicomisario). Esos contratos están coligados por la conexidad. A su vez, el contrato del adquirente es conexo a este complejo de contratos, dado que todos tienden a un único fin. La vinculación es total (Ventura, 2014).

En esta situación, ante incumplimiento por parte del fiduciante (la constructora), el fiduciario (el banco) no podría liberarse si este incumplimiento afectase la finalidad económica global. Usualmente, por los principios “res inter alios acta” y “alteri stipulari nemo potest”, los efectos de los contratos se limitan a las partes contratantes, pero la conexidad constituye un supuesto de excepción. Ahora bien, los tribunales no siempre han tenido en cuenta los supuestos de conexidad para fundamentar sus decisiones, dado que el anterior Código Civil no regulaba los contratos conexos de manera expresa<sup>7</sup>. El nuevo Código Civil y Comercial sí lo hace, en sus artículos 1073, 1074 y 1075.

Hasta el momento no existe jurisprudencia posterior a la sanción del nuevo Código Civil y Comercial. Empero, cabe esperar, sobre todo dado el aumento de facultades discrecionales

<sup>6</sup> Se trata de una finalidad “acordada por las partes” (Ventura, 2014). No la finalidad individual que pueda tener cada parte sino aquello que se entiende como “propósito del contrato”.

<sup>7</sup> Este fue el caso del fallo de la Cámara Nacional Civil, Sala “A”, en autos “Blanca, Isidro Carlos c/ Barrio Parque Los Robles S.A. y otro s/ cumplimiento de contrato”, analizado por Ventura (2014).

concedidas a los jueces por este, que el instituto de la conexidad contractual tienda a fortalecerse y esto podría afectar particularmente el fideicomiso financiero, reduciendo la “inmuni-  
dad” que se le atribuye, especialmente en supuestos de derecho del consumo.

En el mercado de valores también se negocian cheques diferidos, que son órdenes de pago libradas a una fecha determinada (de un máximo de 360 días). Su negociación permite reducir los costos financieros que es necesario asumir para obtener fondos de modo anticipado, así como una mayor transparencia en la operatoria. Asimismo se negocia la compra y venta de contratos de “derivados”: aquellos contratos cuyas condiciones (como el precio, la cantidad, las garantías y el plazo) “derivan” o dependen de un activo o producto subyacente (activos financieros como tasas de interés, tasas de cambio de monedas, índices, etc. o “commodities” como cereales, minerales, alimentos, etc.). Se clasifican en contratos a término (“forwards”), contratos a futuro (“futures”), contratos de opciones (“options”) y contratos de canje (“swaps”), y existen para cubrir riesgos. Se negocian, como muestra el Cuadro 5.2, en mercados institucionalizados y en el mercado OTC (mercados extrabursátiles paralelos no organiza-  
dos).

**Cuadro 5.2: Diferencias entre el mercado institucionalizado y el mercado a medida**

| MERCADOS DE FUTUROS Y OPCIONES INSTITUCIONALIZADOS   | MERCADO “Over The Counter (OTC)”  |
|--|---|
| Contratos típicos que se negocian: contratos de futuros y contratos de opciones.<br><br>Se negocian contratos estandarizados. Los mercados institucionalizados autorizados a funcionar diseñan los términos y las condiciones de los contratos (unidad de negociación, fecha de vencimiento, márgenes de garantía, porcentaje o monto de fluctuación máxima diaria admitida) y someten los mismos a aprobación del organismo de control. | Contratos típicos que se negocian: contratos de canje (swaps) y contratos a término (forwards).<br><br>Se negocian contratos a medida. Las partes diseñan los términos y las condiciones de los contratos en un marco de flexibilidad y conveniencia mutua.   |
| Se negocian bajo las reglas de los mercados institucionalizados, las cuales son previamente aprobadas por un organismo de control.   | Se negocian en forma privada siguiendo las prácticas comerciales generalmente aceptadas.  |
| Antes del vencimiento las partes pueden cancelar las posiciones tomadas realizando la operación inversa.   | No hay posibilidad de abandonar la posición antes del vencimiento sin el consentimiento de la otra parte.   |
| Los datos de las transacciones concertadas son registrados diariamente y difundidos públicamente.  | No existe un mercado secundario por cuanto las transacciones no tienen cotización en un mercado formal.   |
| Una vez registradas las transacciones las partes pierden identidad, y el mercado asume la posición de la contraparte.  | Las partes asumen todas las responsabilidades de la transacción por lo que existe riesgo de incumplimiento de la contraparte.   |
| A través de su organización de clearing o de compensación, aplican el sistema denominado internacionalmente “markto-market” o de liquidación diaria de pérdidas y ganancias de todos los contratos registrados (“márgenes”). Todas las partes que registran contratos deben diariamente cumplir con sus obligaciones de reponer márgenes surgidos por la diferencia del precio pactado originariamente con el precio de ajuste diario.   | Las partes utilizan acuerdos marco que contienen cláusulas específicas sobre neteo a ser ejecutadas en caso de incumplimiento de las obligaciones.<br>Las partes cuentan con sistemas propios de cálculo diario de exposición de riesgo asumida en las operaciones con derivados (en varios casos, este control interno es requerido por regulaciones). |
| Al garantizar las operaciones el mercado, no hay riesgo por incumplimiento de la contraparte, solo el riesgo -más remoto- de incumplimiento del mercado.   | Las partes determinan, inicialmente en el contrato, las garantías de las transacciones.   |

Fuente: CNV.



Los futuros y opciones comenzaron a negociarse por primera vez en un mercado organizado en 1848 con la creación de la Chicago Board of Trade (CBOT), que permitía asegurar que las negociaciones se van a desarrollar en un ámbito de total competitividad y libre de manipulaciones de precios, organizando, registrando y liquidando<sup>8</sup> las negociaciones (electrónicas o por ruedas a viva voz) de los contratos de futuros y opciones sobre futuros.

Un contrato de futuros es un compromiso de intercambiar (comprar y vender) un activo físico o financiero (“activo subyacente”) a un precio cierto determinado y en una fecha futura preestablecida al firmarse dicho acuerdo. Son estandarizados, se negocian en el ámbito de mercados institucionalizados, registrándose diariamente y difundiendo públicamente los datos de las transacciones. Un contrato de opciones es un acuerdo por el cual una parte (tomador o titular) mediante el pago de una suma de dinero (prima) adquiere exclusivamente el derecho (no la obligación) de exigir a la otra parte (lanzador) la compra o venta de ciertos subyacentes (activos determinados, contratos de futuros o índices) a un “precio de ejercicio” determinado, durante un periodo preestablecido (opciones de tipo americano<sup>9</sup>) o en cierta fecha (opciones de tipo europeo). La opción de compra se denomina “call” y la opción de venta, “put”. Pueden tener cotización en un mercado no institucionalizado, pero en este capítulo solamente se comprenderán aquellos que sí se negocian en uno.

Los mercados de futuros y opciones son entidades autorreguladas. Diariamente, por tipo de contrato, se confrontan los precios pactados por las partes el día de concertación (día 1) con los precios de ajuste de cada día que fija el mercado al finalizar el horario de negociación para ese tipo de contrato (por ejemplo, futuro sobre trigo), confrontación de la que surge una diferencia a favor para una parte que gana y en contra de otra que pierde (la suma debe dar cero). Los que ese día toman conocimiento de que tienen una diferencia en contra, deben acreditar esa diferencia para poder mantener su compromiso (de mantener su posición abierta) vigente, en tanto que quienes la tienen a favor pueden disponer de ella a discreción. Si una de las partes incumple, la cámara compensadora (Rofex, Argentina Clearing S.A.) se hace cargo del incumplimiento, solventado con garantías cuya entrega es previamente exigida a los agentes intermediarios.

En estos mercados participan los “coberturistas” o “hedgers”, quienes buscan disminuir el riesgo que afrontan ante potenciales movimientos bruscos de precios; “especuladores”, quienes absorben ese riesgo buscando obtener una ganancia por un movimiento de los precios en sentido contrario; y “arbitrajistas”, que buscan un beneficio libre de riesgos, para lo cual aprovechan las diferencias de precios de un mismo producto que se negocia en uno o más mercados (o en diferentes plazos, monedas o cantidades), comprando al precio más barato y vendiendo al más caro.

Por otra parte, en los mercados autorizados también se da la negociación<sup>10</sup> - individual o agrupada en lotes - de “pagarés pyme”, que son valores de deuda similares al cheque de pago diferido, pero a un plazo más extendido (de 1 a 3 años) - aunque menor al de las obligaciones negociables y los fideicomisos financieros. Pueden estar nominados en pesos o en moneda

---

<sup>8</sup> Usualmente las liquidaciones se hallan a cargo de la “cámara compensadora” o la “cámara de compensación”, como hace el ROFEX. Las cámaras son autorizadas por la CNV como entidades autorreguladas que actúan como contraparte en cada contrato de compra y venta registrado y administran el sistema de márgenes y diferencias, lo que garantiza la concreción de las operaciones en las condiciones pactadas porque absorben el riesgo de incumplimiento de alguna de las partes y asumen la responsabilidad de transferir el activo subyacente por el precio pactado (ya sea por la entrega física del producto subyacente o del dinero, si la liquidación se realiza por la diferencia).

<sup>9</sup> En Argentina se negocian únicamente opciones del tipo americanas.

<sup>10</sup> Para negociarse en estos mercados, deben estar avalados por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR). La pyme debe emitirlo sin identificación de beneficiario y deben ser depositados mediante un endoso a favor de una entidad autorizada por la Comisión, a solicitud del depositante y por cuenta y orden del cliente, indicándose en el endoso “Para su negociación en Mercados bajo competencia de CNV”.

extranjera con un monto mínimo de \$100.000 o valor equivalente<sup>11</sup>. Deben incluir la cláusula “sin protesto” y estar avalados por una SGR o un Fondo de Garantía de Carácter Público, estando librados sin beneficiario y depositados a favor de una entidad autorizada por la Comisión, indicándose que los mismos se entregan para su negociación en Mercados Registrados en CNV.

El acceso al financiamiento de las pymes a través del mercado de capitales está sujeto a un nuevo régimen normativo a partir de agosto de 2015, mes durante el cual el Ministerio de Economía y la Comisión Nacional de Valores decidieron ampliar en 10 mil el universo de empresas en condiciones de acceder<sup>12</sup>. Asimismo, para otorgarle mayor transparencia a su operatoria y aumentar su demanda, se decidió implementar un proceso de congelamiento de plaza para toda operación concertada sobre cheques de pago diferido, exigiendo un tiempo adicional de 2 minutos durante el cual cualquier comprador puede mejorar la tasa y adquirir el cheque, y prescribiendo que las operaciones deben ser concertadas para ser liquidadas en un plazo de únicamente 24 horas. Esto permite aumentar la capacidad de planificación de los inversores y reducir el riesgo de insolvencia y el costo de oportunidad de inmovilizar dinero - incrementando el volumen negociado y la competencia por la tasa de descuento - con respecto de los antiguos sistemas de negociación, que además permitían que un agente del mercado mejorara la oferta de otro.

Fue en esta oportunidad en la que se estableció el nuevo régimen de pagaré comentado más arriba y se modificaron los topes para la emisión de obligaciones negociables pymes hasta un monto de 50 millones de pesos, realizado con el objeto de duplicar la cantidad de empresas que ingresan en el régimen de las ON, relacionado a la democratización del mercado y a la mejora de los servicios de asesoría a las empresas, para que ellas vean al mismo como un instrumento más cercano. Por ese motivo se creó una oficina de asistencia financiera para las pymes dentro del ámbito de la CNV, con funciones como difundir beneficios y características del mercado de capitales, ofrecer asistencia técnica y cursos presenciales o a distancia, y actualizar información mediante gacetillas u otros medios.

Con la misma óptica se creó el Consejo Consultivo de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa, que tiene por objeto constituir un espacio institucional de intercambio entre el sector público y los representantes de las pymes para el análisis, diseño e implementación de políticas orientadas al sector. Asimismo, se creó la Defensoría Pyme, para denunciar abusos sufridos por parte de otras empresas y así lograr una rápida resolución de conflictos sin necesidad de padecer el desgaste y las altas erogaciones que implica llegar a instancias judiciales. Además, se estableció el Fondo Fiduciario Asistir, bajo la órbita del Ministerio de Economía de la Nación. Para proveer liquidez al mercado, se encarga de facilitar la colocación de emisiones de financiamiento pyme financiando la primera colocación de instrumentos. Esta iniciativa debería ser analizada en profundidad porque puede ser un rol que el Banco de Córdoba puede asumir para con las pymes cordobesas.

### 5.3 Oferentes estratégicos

La provincia de Córdoba cuenta con 3.308.876 habitantes, esparcidos en 165.312 km<sup>2</sup>, aunque la mayoría se localizan principalmente en su ciudad capital homónima, la cual contiene a

<sup>11</sup> El tipo de cambio publicado por el Banco de la Nación Argentina como vendedor “billete” o por el BCRA a través de su comunicación “A” 3500, en ambos casos al cierre del día anterior a la fecha del vencimiento.

<sup>12</sup> Los topes de ingreso son, por sector: a) Agropecuario: \$130.000.000 b) Industria y Minería: \$430.000.000 c) Comercio \$550.000.000 d) Servicios: \$145.000.000 e) Construcción: \$215.000.000. Cuando una empresa tenga ventas en más de uno de estos sectores, se considerará aquel cuyo ingreso haya sido mayor.

1,3 millones de personas. Pero además cuenta con otras ciudades relevantes como Río Cuarto, Villa María y San Francisco.

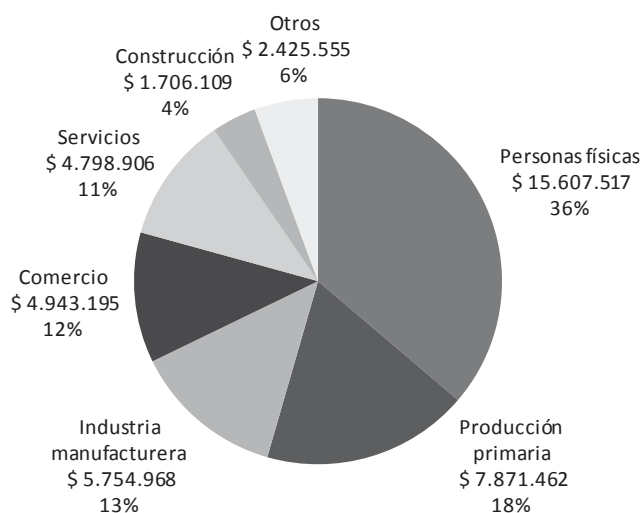
La importancia de la industria productora de alimentos, la industria automotriz-autopartista, y la industria productora de maquinarias, en particular la maquinaria agrícola, sumado a la relevancia del sector agropecuario de la provincia, tanto en cantidad de empresas como en valor de la producción, hacen de interés su análisis y estudio para generar instrumentos de financiamiento que permitan su desarrollo.

Por otro lado, el peso que detentan los servicios dentro de la economía provincial amerita también ser objeto de estudio. En el logro de ese objetivo se analizará también la industria electrónica y de software, dada su notoriedad en la provincia que se ha logrado consolidar como un polo informático a nivel nacional con la radicación de empresas internacionales y el surgimiento de emprendimientos locales de gran notoriedad. También otro sector de servicios relevante para Córdoba es el Turismo, por lo cual será parte del análisis del trabajo.

En esta dirección, interesa destacar los préstamos que se otorgan por actividades económicas en la provincia, ubicándose la producción primaria en primer lugar (después de las personas físicas en relación de dependencia) con el 18% de los préstamos, la industria manufacturera en el segundo (13%), y luego el comercio (12%), los servicios (11%) y la construcción (4%), como muestra el Gráfico 5.3.

La participación relativa de los préstamos a la industria manufacturera con respecto al mismo periodo de 2014 cayó 4 p.p., pasando del 17% al 13%. Por otra parte, los préstamos a personas físicas en relación de dependencia laboral aumentaron en 1 p.p.

**Gráfico 5.2: Préstamos por actividades económicas. Participación relativa en el total. Segundo trimestre de 2015**



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

### 5.3.1 Sector agropecuario

Por el lado de la producción primaria, la agricultura, ganadería, pesca y silvicultura representan casi el 10,8% del PBG, siendo de gran importancia para la economía cordobesa y su desarrollo por su grado de diversificación y por ser el sector históricamente generador de divisas.

Casi el total de los préstamos otorgados al sector primario (98%) son absorbidos por la agricultura, ganadería caza y silvicultura. El restante 2% se destina a la explotación de minas y canteras, en tanto que la pesca tiene una participación insignificante.

### 5.3.1.1 Sector agrícola

El sector agrícola es uno de los motores más importantes de la economía cordobesa, no solo por la alta proporción del PBG que representa, sino porque es uno de los sectores más dinámicos y competitivos que brinda recursos desde el interior y favorece la desconcentración urbana. Desde este sector proviene más del 73% de las exportaciones cordobesas, a través de la venta de productos primarios y derivados industriales (harina, aceite).

En el sector, el ciclo de negocios es claro e importante. Por un lado se encuentran los cultivos estivales como la soja y el maíz, cuyas tareas de laboreo se inician entre julio y agosto, realizándose la siembra durante septiembre y octubre, con tareas de fumigaciones y cuidado de cultivo durante 5 meses; la cosecha se realiza en otoño, en los meses de abril y mayo. El ciclo productivo es de 12 meses, a diferencia de los cultivos invernales como el trigo, cuyo ciclo es de 7 meses: las tareas de laboreo se inician en los meses posteriores a la cosecha de los cultivos estivales (entre abril y junio), realizándose la siembra en invierno, entre finales de junio y principios de agosto. Luego se llevan a cabo las tareas de cuidado, y la cosecha tiene lugar durante los primeros meses del verano.

A pesar de la diferencia de épocas y duración de los ciclos productivos la característica principal del sector agrícola es que necesita desembolsar sumas de dinero en diferentes momentos del tiempo pero obtiene sus ingresos recién al final del periodo, cuando la producción es vendida. El Gráfico 5.3 presenta cuánto es el gasto por hectárea de los diferentes procesos que debe realizar un productor para llegar a cosechar las semillas, diferenciando por tipo de cultivo. En el Gráfico 5.4 se procede a estimar los montos de gasto con base en la cantidad de hectáreas implantadas en la campaña 2013/14 para lograr tener una estimación del monto invertido por el agro cordobés durante la etapa productiva.

**Cuadro 5.3: Costos por hectáreas de los procesos agrícolas**

| Tipo de gastos | Trigo<br>US\$/ha | Soja<br>US\$/ha | Maíz<br>US\$/ha |
|----------------|------------------|-----------------|-----------------|
| Labranza       | 68               | 92              | 62              |
| Siembra        | 76               | 56              | 144             |
| Agroquímicos   | 177              | 92              | 173             |
| Cosecha        | 55               | 60              | 63              |

Fuente: IIE sobre la base de Márgenes Agropecuarios.

**Cuadro 5.4: Distribución de los egresos del sector agrícola cordobés. Total provincial en dólares**

|                     | Ene            | Feb | Mar            | Abr | May | Jun            | Jul | Ago            | Sep | Oct           | Nov | Dic |
|---------------------|----------------|-----|----------------|-----|-----|----------------|-----|----------------|-----|---------------|-----|-----|
| Cultivos estivales  | Fumigaciones   |     | Cosecha        |     |     | Labranzas      |     | Siembra        |     | Fumigaciones  |     |     |
| Soja                | \$ 398.111.600 |     | \$ 259.638.000 |     |     | \$ 398.111.600 |     | \$ 242.328.800 |     |               |     |     |
| Maíz                | \$ 315.309.800 |     | \$ 114.823.800 |     |     | \$ 113.001.200 |     | \$ 262.454.400 |     |               |     |     |
| Cultivos invernales | Cosecha        |     | Labranzas      |     |     | Siembra        |     | Fumigaciones   |     | Cosecha       |     |     |
| Trigo               |                |     | \$ 48.892.000  |     |     | \$ 39.545.000  |     | \$ 127.263.000 |     | \$ 39.545.000 |     |     |
| Gastos Totales      | \$ 713.421.400 |     | \$ 423.353.800 |     |     | \$ 550.657.800 |     | \$ 632.046.200 |     | \$ 39.545.000 |     |     |

Fuente: IIE sobre la base de Bolsa de Cereales y Márgenes Agropecuarios.

Como se evidencia, el sector realiza un gran desembolso de dinero durante el año, para lo cual necesita apalancarse ya que los ingresos se concentran en una etapa reducida, los meses posteriores a la cosecha. Esta estacionalidad bien diferenciada conlleva a pensar en instrumentos especiales para que los productores tengan una alternativa más accesible a la hora de la planificación agrícola.

Para financiarse, las empresas agrícolas cuentan con un abanico no demasiado amplio de alternativas, que dependen de la disponibilidad de fondos, la tasa de interés y los horizontes de tiempo que hay disponibles<sup>13</sup>. En cuanto al financiamiento para capital de trabajo, las posibilidades son: tarjetas de crédito (financian hasta 180 días), créditos de proveedores y créditos bancarios. Para las inversiones productivas y de capital se requieren créditos de más largo plazo para asegurar el repago de las obligaciones en función de los flujos de fondos que se generan a partir de la compra y utilización de los equipos. Ello es un problema en Argentina, debido a que dado el contexto económico, gran parte de los depósitos son a corto plazo y por lo tanto, los créditos también.

Por lo mencionado anteriormente, para el financiamiento de inversiones productivas y de capital existen mayoritariamente créditos impulsados por el Gobierno Nacional, ya sea a través del Banco de la Nación Argentina, u obligando a prestar a los bancos privados o públicos un determinado monto de su cartera a tasas por debajo de las de mercado. Sin embargo, en el último tiempo ha aumentado la participación del sector financiero privado, posiblemente debido a que el contexto de precios favorables que reinó hasta mediados de 2014 permitió a los productores ampliar sus escalas. En ese sentido, cuanto más grande es el productor, más financiamiento puede obtener de bancos privados. Incluso adquieren poder de negociación en casas matrices.

Una dificultad a la hora de otorgar créditos, es que un número considerable de productores agropecuarios se encuentran en la economía informal, por lo que quedan excluidos de este sistema. Una segunda debilidad relacionada al financiamiento actual mediante la banca comercial es que la forma tradicional de conceder créditos agrarios es garantizarlos con la tierra que se encuentra en poder del productor. Ello implica que - a pesar de que por su cobertura geográfica la banca oficial participa más en el financiamiento a los medianos productores - se tiende a sesgar, por seguridad bancaria, el crédito hacia las unidades de mayor tamaño. Es imprescindible desarrollar otros criterios de elección de sujetos y garantías - y quizá pensar en estructuras asociativas - si se quiere incorporar a los pequeños productores al crédito institucional.

### 5.3.1.2 Sector ganadero

Dentro de las actividades ganaderas, la producción de vacunos es la principal y más tradicional actividad de Córdoba. A pesar de su importancia para la economía cordobesa, la ganadería de la provincia experimentó desde principios de los '90 una continua pérdida de cabezas de ganado, lo que implicaba también una constante pérdida de participación sobre el total nacional. Actualmente el stock bovino de la provincia asciende a 4.453.904 cabezas.

En cuanto a las actividades principales que realizan los establecimientos ganaderos cordobeses se destaca la actividad de cría, aunque con una participación menor que a nivel nacional. La segunda actividad en importancia es el tambo y luego se ubican las tareas de engorde.

En Argentina, la actividad ganadera se realiza en cuatro sistemas productivos con distintos periodos de desarrollo: desde un año y seis meses para la cría, hasta dos años y ocho meses

---

<sup>13</sup> Además, está el adicional de que la producción está sujeta a un riesgo no controlable para el productor como es el riesgo climático. De todos modos, el mismo es atemperable a través de seguros.

para el ciclo completo. El primer método es la cría, cuya principal necesidad de financiamiento es para la compra de nuevos animales, tanto hembras como reproductores (como así también para la compra de genética en los establecimientos más desarrollados). El repago se puede realizar en un plazo de 18 meses cuando los primeros terneros están listos para ser comercializados.

El segundo método es la invernada, para la cual se puede necesitar financiamiento que permita adquirir terrenos y así agrandar el rodeo, mejorar la infraestructura, sembrar pasturas y comprar balanceados. La capacidad de repago va desde los 4 meses si el engorde se realiza con el tercer método (feed-lot o encierre a corral) hasta los 18 meses si la actividad es llevada en campo natural. Si se decide financiar el cuarto método (ciclo completo), se necesitarían dos años y ocho meses desde la entrada de los primeros reproductores hasta la salida del primer novillo engordado para la venta.

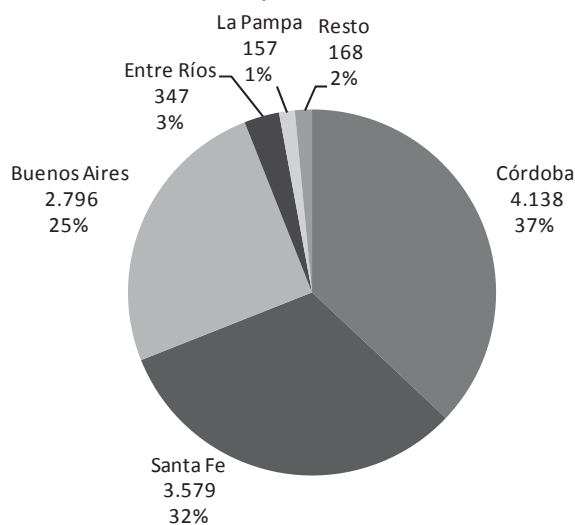
Según las estimaciones, el sector ganadero factura anualmente más de \$3.500 millones, donde se destacan las ventas de terneros y novillitos. La estacionalidad de las ventas va de la mano del ciclo biológico de los animales y del manejo que se hace de los rodeos. Por lo general, un establecimiento de cría necesita al menos 6 meses luego de los nacimientos hasta la venta del primer ternero y desde el cual empieza a tener flujos positivos de ingresos. Luego, los establecimientos de engorde necesitan al menos entre 9 y 13 meses desde que entra un ternero destetado hasta que vende el primer novillo. Un establecimiento que realiza el ciclo completo tiene capacidad de repago a partir de los 24 meses después de que se logra la preñez de los animales, sea mediante vías naturales (entore) o vía inseminación artificial. Esto quiere decir que si se aumenta el rodeo mediante la compra de vacas y toros o embriones, al cabo de 2 años se ven los frutos de la inversión con la venta de los primeros novillos.

### 5.3.1.3 Sector lechero

Uno de los sectores alimenticios más importantes de la provincia es la cadena láctea, entendida como la sucesión de segmentos que arrancan con la provisión de insumos, la producción primaria, la industrialización y distribución de productos, hasta llegar a millones de consumidores nacionales y extranjeros, la cual tiene una gran relevancia económica, social y territorial.

La Provincia de Córdoba juega un papel crucial ya que la misma se ha convertido en la principal productora de leche en Argentina, superando a la provincia de Santa Fe (ver Gráfico 5.3). La producción láctea de Córdoba se divide en tres cuencas nominadas Nordeste de Córdoba, Villa María-Córdoba y Sur de Córdoba.

**Gráfico 5.3: Distribución provincial de la producción láctea en Argentina. Millones de litros y porcentaje. Año 2013**



Fuente: IIE sobre la base de Secretaria de Lechería (MAGyP).

Con relación a los volúmenes transados, debe mencionarse que debido a la inexistencia de datos referidos al monto de facturación, este se estimó por completo. Según los datos del Ministerio de Agricultura, en Córdoba se producen casi 4.138 millones de litros. A modo de ejemplo, si se supone que Córdoba sigue una estratificación de tambos igual a la de Argentina y tomando como base un precio similar al mes de junio de 2015 de \$3,15<sup>14</sup> para la venta del litro de leche desde el tambo a la industria, se obtiene la distribución de la facturación por tamaño promedio de producción (ver Cuadro 5.5).

**Cuadro 5.5: Facturación estimada de los tambos cordobeses**

| Estratificación de tambos   | % establec. | % litros | Nº tambos | Litros      | Facturación       |
|-----------------------------|-------------|----------|-----------|-------------|-------------------|
| Menos de 1.000 litros       | 25%         | 5%       | 905       | 206.899.375 | \$ 651.733.031    |
| Entre 1.000 y 2.000 litros  | 27%         | 15%      | 978       | 620.698.125 | \$ 1.955.199.094  |
| Entre 2.001 y 3.000 litros  | 20%         | 18%      | 724       | 744.837.750 | \$ 2.346.238.913  |
| Entre 3.001 y 4.000 litros  | 10%         | 13%      | 362       | 537.938.375 | \$ 1.694.505.881  |
| Entre 4.001 y 6.000 litros  | 10%         | 17%      | 362       | 703.457.875 | \$ 2.215.892.306  |
| Entre 6.001 y 10.000 litros | 5%          | 15%      | 181       | 620.698.125 | \$ 1.955.199.094  |
| Más de 10.000 litros        | 3%          | 17%      | 109       | 703.457.875 | \$ 2.215.892.306  |
| Facturación Estimada        |             |          |           |             | \$ 13.034.660.625 |

Fuente: IIE sobre la base de MinAgri y Estadísticas Santa Fe.

Se obtiene que los tamberos de la provincia de Córdoba generan anualmente un ingreso superior a los \$13.000 millones, entre los cuales se destacan los productores que extraen diariamente entre 2.000 y 3.000 litros que al tener la mayor concentración de litros son los que más dinero perciben. Por otra parte, es importante también este estrato porque está en un punto intermedio entre la pequeña escala y los tambos de mayor volumen y eficiencia y por lo tanto tienen por delante menos obstáculos para superar hasta alcanzar mayores estándares de producción, calidad y gestión.

<sup>14</sup> Este valor equivale U\$50,348 por litro a un Tipo de Cambio promedio de junio (9,04\$/US\$). Se tomó este valor como ejemplo debido a que representa la mitad del año.

En el eslabón secundario, conformado por las industrias, tampoco se cuenta con datos muy precisos respecto de la facturación. Sin embargo, se procede a realizar una estimación a nivel nacional con base en distintas fuentes a partir de los datos del Anuario Lechero 2013, de la Revista Mercados y de la Comisión Nacional de Valores.

**Cuadro 5.6: Ventas del sector industrial en Argentina. Año 2013**

| Estimativo de ventas industria láctea | Total             | %   |
|---------------------------------------|-------------------|-----|
| Ventas totales sector                 | \$ 49.280.000.000 |     |
| Ventas 15 principales empresas        | \$ 33.606.720.000 | 68% |
| Ventas de las primeras cinco empresas |                   |     |
| Mastellone Hnos.                      | \$ 8.401.680.000  | 17% |
| Cooperativa Sancor                    | \$ 5.713.142.400  | 12% |
| Danone Argentina                      | \$ 5.041.008.000  | 10% |
| Nestlé Argentina                      | \$ 4.032.806.400  | 8%  |
| Molfino Hermanos                      | \$ 2.688.537.600  | 5%  |

Fuente: IIE sobre la base de CNV (Comisión Nacional de Valores), Revista Mercados y FunPel 2013.

Con el anterior cuadro estimativo de la facturación de las industrias a nivel país y considerando que de las mismas el 37% se encuentra en la provincia de Córdoba, puede estimarse que \$18.233 millones son facturados por las firmas con sede en la provincia.

Otro punto a analizar tiene que ver con el ciclo de negocio. En este caso se hace referencia a la distribución de ingresos y gastos a lo largo del año como así también a los plazos de repago que tienen las inversiones que se realicen para el mejoramiento del sector.

La producción de leche tiene por causas naturales una estacionalidad durante el año. Por lo general, las liquidaciones de la leche producida durante un mes se le abonan al productor mínimamente con un retardo de 30 días. A modo general, la leche entregada durante un mes, digamos julio, es liquidada recién los primeros días de agosto y se paga a partir de mediados de tal mes. Los mayores ingresos se presentan durante los meses finales del invierno y en primavera, cuando las pasturas exhiben su mejor momento debido a que el aumento de la producción compensa la caída del precio por la mayor oferta; los menores flujos son durante el verano y otoño.

En cuanto a la industria, existen ciclos estacionales vinculados a la disponibilidad de materia prima y a factores climáticos que influyen en los gustos de los consumidores. Lo primero significa que durante los meses de mayor producción de leche las fábricas salen a competir por un mercado limitado y esto presiona los precios a la baja, para luego tener una recuperación en los meses de escasez. El segundo efecto estacional viene dado por las tendencias de consumo: durante los meses fríos los individuos tienden a consumir mayores proporciones de queso y dulce de leche, que son los productos más rentables de la cadena; y durante los meses más cálidos se incrementa el consumo de frescos como los yogures, postres, etc. en detrimento de los productos antes nombrados. Además, las industrias tienen un promedio de 25 días para el cobro de sus ventas.

El sector presenta necesidades de financiamiento como así también el repago de las obligaciones que difieren sensiblemente según se trate de productores o industrias. Para los productores el financiamiento puede ir destinado al aumento del rodeo de tambo y también al capital de trabajo necesario para la compra de alimentos que permita cubrir las nuevas necesidades del mayor rodeo, al mejoramiento de la genética y reacondicionamiento de corrales para albergar las nuevas cabezas. Debe tenerse en cuenta que desde el nacimiento de una



ternera hasta tener una vaca en condiciones de ordeñar pueden pasar entre 24 a 30 meses. En caso de comprar directamente vaquillonas se necesitan entre 9 y 12 meses y por último si se aumenta el rodeo comprando vacas que ya estén productivas solo se necesita adaptarlas a su nuevo rodeo de tambo.

Los industriales, por otra parte, también manifiestan necesitar financiamiento para engrosar el capital de trabajo, para poder mejorar la situación financiera crítica en la cual se encuentran actualmente y para desarrollar inversiones que mejoren la capacidad productiva y den eficiencia a las plantas.

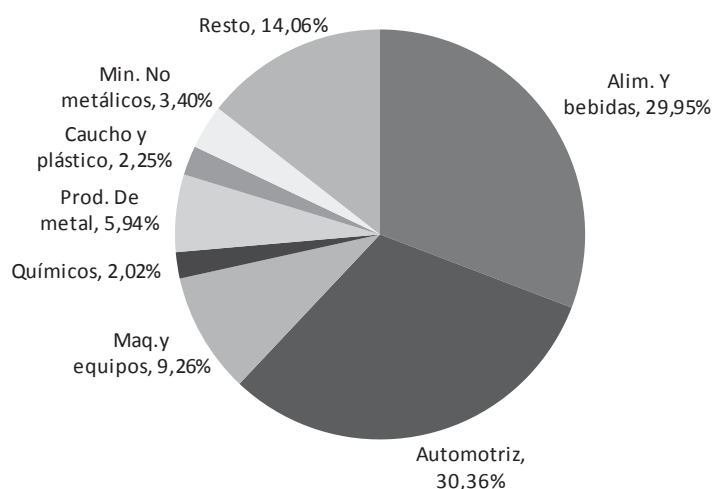
### 5.3.2 Sector industrial

Córdoba presenta un gran sector agroindustrial, fortalecido por una vasta dotación de recursos naturales. Como muestra el Cuadro 5.7, en Córdoba predomina la producción del Sector de Servicios (representativo del 68,24% de la producción). Dentro de la producción de bienes, se destaca la industria manufacturera, que representa el 16% del PBG. Las ramas industriales más preponderantes en lo que respecta a agregación de valor en la Provincia de Córdoba se muestran en el Gráfico 5.4. Los sectores automotriz y de alimentos y bebidas son los que más aportan a la industria cordobesa.

**Cuadro 5.7: Comparación entre PBG provincial y VAB nacional en 2012. Millones de pesos de 1993**

|  | Córdoba |       | Argentina |       |
|--|---------|-------|-----------|-------|
|  | Valor   | %     | Valor     | %     |
| Producto Geográfico Bruto/Valor Agregado Bruto   | 31.979  | 100,0 | 451.565   | 100,0 |
| Sectores Productores de Bienes   | 10.156  | 31,8  | 140.666   | 31,2  |
| A - Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura  | 2.483   | 7,8   | 15.483    | 3,4   |
| B – Pesca  | 0       | -     | 832       | 0,2   |
| C – Minería  | 73      | 0,2   | 4.944     | 1,1   |
| D - Industria Manufacturera  | 5.116   | 16,0  | 79.991    | 17,7  |
| E - Suministro de Electricidad, Gas y Agua   | 808     | 2,5   | 12.818    | 2,8   |
| F – Construcción   | 1.675   | 5,2   | 26.598    | 5,9   |
| Sectores Productores de Servicios  | 21.823  | 68,2  | 319.344   | 70,7  |
| G - Comercio al Por Mayor y al Por Menor   | 4.015   | 12,6  | 67.915    | 15,0  |
| H - Hoteles y Restaurantes   | 1.002   | 3,1   | 10.904    | 2,4   |
| I - Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones  | 3.154   | 9,9   | 60.848    | 13,5  |
| J - Intermediación Financiera  | 2.093   | 6,5   | 38.778    | 8,6   |
| K - Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler                                     | 6.525   | 20,4  | 59.348    | 13,1  |
| L y Q - Administración Pública y Defensa   | 1.501   | 4,7   | 20.319    | 4,5   |
| M y N - Enseñanza, Servicios Sociales y de Salud   | 1.339   | 8,4   | 36.743    | 8,1   |
| O y P - Otras Actividades de Servicios Comunitarios, Sociales, Personales y Servicio Doméstico | 2.195   | 2,6   | 24.489    | 5,4   |

Fuente: IIE sobre la base de Dirección General de Estadísticas y Censos de Córdoba e INDEC.

**Gráfico 5.4: Proporción del valor agregado bruto de las principales industrias sobre el total industrial provincial. Año 2013**

Fuente: IIE sobre la base de Dirección General de Estadísticas y Censos de Córdoba e INDEC.

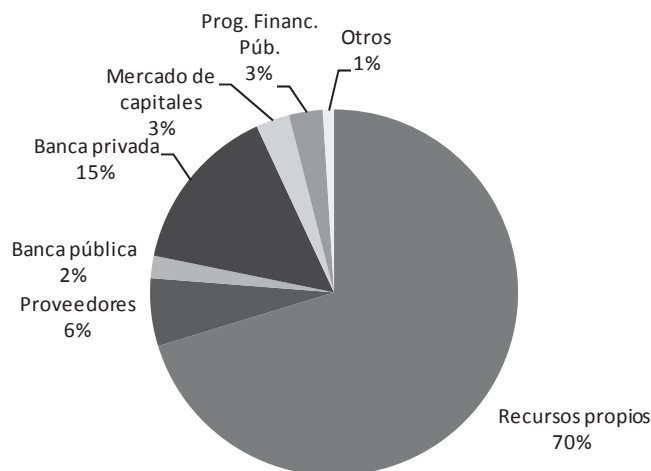
### 5.3.2.1 Sector automotriz-autopartista

De acuerdo a los datos del Registro Industrial de la Provincia 2013 existen inscriptas en Córdoba 234 empresas automotrices y autopartistas comprendidas en los rubros fabricación de vehículos automotores y sus motores, fabricación de partes, piezas y accesorios para automotores y sus motores, fabricación de carrocerías para automotores, remolques y semirremolques y partes y piezas de carrocerías para automotores, remolques y semirremolques.

Siguiendo al trabajo del Consejo Federal de Inversiones (CFI) “Estudio para el desarrollo, fortalecimiento, y modernización de la cadena de valor automotriz-autopartista de la Región Centro de la República Argentina” y al Registro Industrial de la Provincia del año 2013 se puede realizar una estimación de la facturación de la industria automotriz y de autopartes, incluyendo las terminales. Se estima que, en promedio, cada empresa pyme facturó en 2013 \$18 millones, mientras que cada gran empresa facturó \$380 millones. En total, la facturación de la industria a nivel provincial sería de \$12 mil millones, lo que representa más del 40% del Producto Bruto Geográfico de la industria de Córdoba y el 6% del Producto Bruto Geográfico total.

En cuanto al financiamiento de las inversiones, existe un marcado predominio de firmas que utilizan recursos propios como la única fuente de financiamiento. Algunas otras fuentes de financiamiento con cierta participación relativa de importancia son la banca privada y los proveedores. Los programas de financiamiento público y el mercado de capitales, en general, son menos conocidos que los préstamos bancarios. No obstante, ciertas empresas cuyos planes de expansión son lo suficientemente grandes y están en condiciones de sortear los obstáculos burocráticos para acceder a ellos, se ven ampliamente beneficiadas por las condiciones preferenciales tanto de los programas de financiamiento público, como por la celeridad y la transparencia del mercado de capitales. En el Gráfico 5.5 se muestra el promedio de inversiones financiadas a través de distintos instrumentos.

**Gráfico 5.5: Porcentaje de inversiones que se financian según distintos instrumentos. Años 2010 y 2011**



Fuente: IIE.

Las necesidades de financiamiento son variables entre las empresas y se orientan principalmente a infraestructura y equipos de origen importado. El amplio uso del autofinanciamiento para las inversiones muestra cuánto se desaprovechan las posibilidades que se presentan en el mercado de capitales.

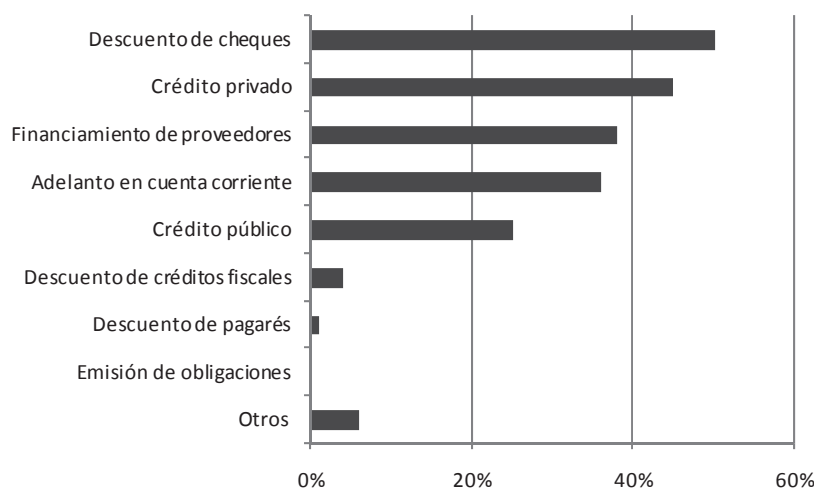
### 5.3.2.2 Sector de maquinaria agrícola

El sector de Maquinarias Agrícolas y Agropartes constituye un importante motor de la actividad económica de las localidades del interior de Córdoba, al igual que en que la provincia vecina de Santa Fe y, en menor medida, Buenos Aires. Esta industria tiene una particular relevancia como generadora de puestos de trabajo en localidades medianas y pequeñas aprovechando la sinergia entre este sector industrial y el agroindustrial.

De acuerdo al documento de trabajo del IERAL de Fundación Mediterránea “Una Argentina Competitiva, Productiva y Federal. Actualidad y desafíos en la industria de maquinaria agrícola y agropartes” de diciembre de 2013, se detectaron en la provincia de Córdoba 475 empresas del sector. Por otro lado, según los datos del Registro Industrial de la Provincia, en el año 2013 se encontraban inscriptas 213 empresas pertenecientes a esta industria, bajo las categorías de fabricación de maquinaria y equipo agropecuario y forestal, sus partes y piezas, y montajes y reparaciones de las maquinarias.

Sobre la base de las estimaciones surgidas de dicho registro, se calcula que la facturación total del sector productor de maquinaria agrícola y agropartes en Córdoba habría alcanzado los \$3.700 millones en el año 2013, que representan el 13% del Producto Bruto Geográfico industrial de la provincia.

En cuanto a los instrumentos que usan las empresas para financiarse, entre 2012-2013 el 50% de las empresas consultadas utilizaron el descuento de cheques como principal instrumento, seguido por el crédito privado con un porcentaje del 45%, financiamiento de proveedores 38%, adelanto en cuenta corriente 36% y el crédito público en un 25%.

**Gráfico 5.6: Instrumentos de financiamiento de corto plazo utilizados en los últimos 12 meses**

Fuente: IIE sobre la base de IERAL.

Adicionalmente, se encuentra que las grandes empresas accedieron en mayor proporción al crédito privado durante 2012-2013 que las pequeñas firmas, ya que 80% tuvo acceso a este tipo de financiamiento. Sin embargo, en el caso de las microempresas solo 36% accedió a este instrumento, mientras que las pymes se ubican en un nivel intermedio.

Esta situación refleja una realidad general a todos los sectores económicos, que se manifiesta cuando las empresas de menor envergadura manifiestan menor acceso a los mercados de crédito tradicionales.

### 5.3.2.3 Sector de industrias electrónicas e informáticas

El sector electrónico - informático ha logrado expandirse en los últimos años en la provincia de Córdoba, convirtiéndose en uno de los principales polos tecnológicos del país. Debido a sus características basadas en la innovación y el conocimiento, el sector es demandante de mano de obra altamente calificada generando productos y servicios de alto valor agregado.

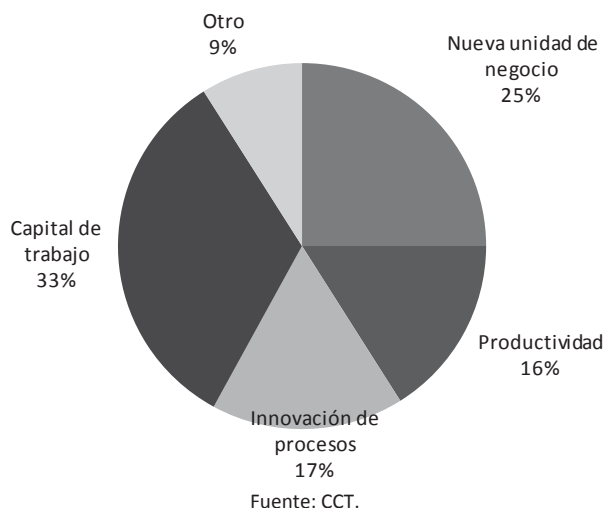
Para el análisis de este sector, se utiliza como base un trabajo realizado en el año 2014 por el Instituto de Investigaciones Económicas de la Bolsa de Comercio de Córdoba titulado "Estudio de la cadena de valor electrónico - informática de la Ciudad de Córdoba" con el objetivo general de analizar la organización, el funcionamiento y la problemática actual de la cadena electrónica-informática en Ciudad de Córdoba.

Las firmas del sector electrónico e informático de Córdoba se nuclean en dos entidades: el Clúster Córdoba Technology (CCT) y la Cámara de Industrias Informáticas, Electrónicas y de Comunicación del Centro de la Argentina (CIIECCA). Existen, además, algunas empresas que no están afiliadas a dichas instituciones, entre las que se encuentran grandes empresas del sector productor de tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) y pequeños emprendimientos, en muchas ocasiones informales.

Por el lado de la facturación, se estima que en los años 2012 y 2013, el sector electrónico-informático alcanzó un total de ventas por \$2,3 y \$2,4 miles de millones, respectivamente. Estas cifras representan el 3,75% del Producto Bruto Regional de la Ciudad de Córdoba y el 18% del valor agregado industrial de la ciudad según datos de la Dirección General de Estadísticas y Censos (DGEyC) de la provincia de Córdoba para esos años.

En cuanto al financiamiento del sector, las empresas señalan poseer poco conocimiento sobre las herramientas disponibles que presenta el mercado de capitales. Aun así, aproximadamente el 60% de las empresas consigue financiamiento a corto plazo (plazos menores a un año) y el 38% accede a financiamiento a largo plazo. Entre las principales necesidades de financiamiento que mencionaron las empresas del sector se encuentran el capital de trabajo (33% de las empresas), el desarrollo de nuevas unidades de negocios (25%), innovación en procesos (17%) y mejoras en la productividad (16%).

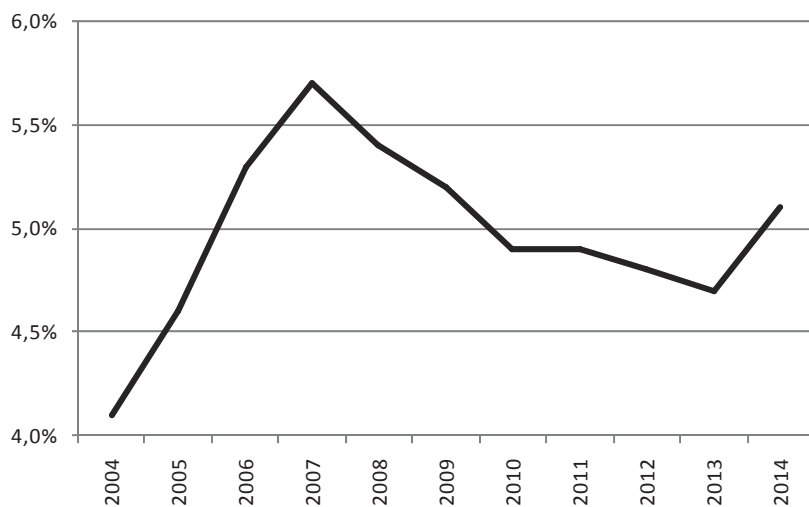
**Gráfico 5.7: Destino del financiamiento**



Respecto de las fuentes de financiamiento que generalmente usan las empresas del sector se encuentran los bancos privados y el autofinanciamiento, es decir, el financiamiento de capital de trabajo con el mismo flujo de dinero generado por la empresa. En menor medida se utilizan proveedores, cheques de pago diferido y bancos públicos. Además, para el financiamiento a largo plazo, las firmas han utilizado el Fondo Fiduciario de Promoción de la Industria del Software (FONSOFT) que tiene por objetivo la generación de nuevos emprendimientos para las empresas del sector TIC y una pequeña parte se financia mediante programas de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa (SEPYME).

#### 5.3.2.4 Sector de la construcción

La construcción es uno de los sectores más importantes de la actividad económica de la provincia de Córdoba. Pese a ello, en los últimos años perdió importancia relativa, afectada por el peor desempeño general de la economía y los efectos de las restricciones a la compra de moneda extranjera. De esta manera, la construcción explicó en 2014 el 4,6% del Producto Bruto Geográfico, es decir casi 2 puntos porcentuales menos que en 2010.

**Gráfico 5.8: Actividad de la construcción en la provincia de Córdoba como porcentaje del PBG**

Fuente: IIE sobre la base de INDEC.

La Cámara Empresarial de Desarrollistas Urbanos Córdoba (CEDUC) nuclea a 18 empresas. El sector de desarrollistas suele operar a partir de una empresa “madre” y la creación de una sociedad (o fideicomiso, aunque esta figura está dejando de ser utilizada por haber disminuido su conveniencia, según los referentes del sector) por cada obra emprendida.

En general hay entre dos y cinco edificios en construcción por parte de cada desarrollista. Cada una de las empresas creadas específicamente para la construcción de un edificio no posee trayectoria y su balance muestra en general un alto pasivo, más allá de algunos instrumentos contables que permiten valorar la obra a su valor de realización.

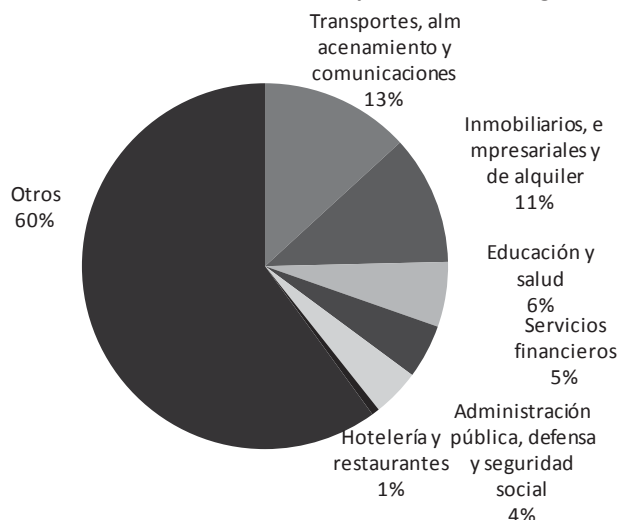
Se estima que se venden en Córdoba alrededor de 50 departamentos al mes, por un valor promedio de US\$80.000, es decir que se mueven en el sector unos US\$400.000 mensuales.

### 5.3.3 Sector servicios

Como se mencionó anteriormente, el sector servicios tiene una gran participación dentro de la economía tanto a nivel provincial como nacional. En Córdoba se destacan las actividades inmobiliarias y de alquiler, con una participación en el PBG del 20,4%, el comercio (representa el 12,55% del PBG provincial) y el transporte, almacenamiento y comunicaciones (9,9%), entre otros.

Asimismo, resulta interesante analizar cómo se distribuyen los préstamos que las entidades financieras destinan al sector. En el Gráfico 5.9, se observa que el 13% está dirigido a transportes, almacenamiento y comunicaciones, el 11% a inmobiliarios, empresariales y alquiler, el 6% a educación y salud, el 5% a servicios financieros, el 4% a la administración pública, defensa y seguridad social y el 1% a hotelería y restaurantes. El resto (60%) es absorbido por otros rubros dentro de la actividad.

**Gráfico 5.9: Préstamos al sector servicios. Participación relativa. Segundo semestre de 2015**



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

### 5.3.3.1 Sector salud

Una de las principales virtudes del sector es que constituye un gran generador de empleo por ser una actividad trabajo intensiva que requiere principalmente mano de obra calificada. Entre los profesionales de la salud, los 16 establecimientos con internación más importantes de la ciudad de Córdoba emplean aproximadamente 3.731 médicos, 1.376 enfermeros, 611 técnicos y 270 instrumentistas, a los que se suman 670 residentes, según el Relevamiento Anual de Clínicas Privadas de la Bolsa de Comercio de Córdoba.

La importancia económica de las clínicas privadas no se limita a su volumen de facturación o generación de empleo directo, sino que generan un efecto derrame sobre el resto de las actividades económicas a través de su cadena de valor, que abarca un amplio conjunto de actividades que engloba a una gran cantidad de proveedores dentro de la provincia de Córdoba: la cadena de valor que generan las polivalentes está formada por más de 200 empresas que funcionan como proveedores de insumos médicos y no médicos. A ello se suma el efecto sobre hotelería, gastronomía y transporte, entre otras actividades beneficiadas que van desde la elaboración de medicamentos hasta la gestión de archivos.

En el año 2013, los 16 establecimientos con internación más importantes de la ciudad de Córdoba totalizaron una facturación de \$2.030 millones, de acuerdo al Relevamiento Anual de Clínicas Privadas de la Bolsa de Comercio de Córdoba.

Por otra parte, tanto las clínicas de la ciudad como del interior provincial manifiestan serias dificultades para el acceso al financiamiento. Esta situación, que se verificó previamente al analizar la Infraestructura, resulta crítica para el sector. La falta de acceso al financiamiento a tasas razonables, tanto a corto como a largo plazo, genera restricciones a las mejoras edilicias y prestacionales, acortando el potencial de crecimiento sectorial. La deuda de las clínicas privadas de la ciudad de Córdoba con el sector financiero es de solo el 2% de su facturación anual, según el BCRA.

El desfinanciamiento de las clínicas compromete tanto un gran número de puestos de trabajo, como constituye un serio riesgo en materia de calidad asistencial y accesibilidad a los ser-

vicios de salud. Evitar la continuidad de este escenario es clave para la sostenibilidad del sistema.

Una gran fuente de exposición de la facturación de las clínicas a la inflación es el canal de financiamiento. Las mismas cobran gran parte de su facturación a plazo y enfrentan costos de contado, como salarios, impuestos y la mayoría de los insumos importados. Como consecuencia de esta situación, la facturación al momento de cobro implica una pérdida de poder adquisitivo para el hospital. Tal escenario se intensificó en 2014 junto con el crecimiento de la tasa de inflación.

A diciembre de 2013, el 17,6% de la facturación anual aún no había sido cobrada. Con un plazo de pago medio de 65 días, esto implicó una pérdida promedio del 8,8% en términos reales. El perjuicio para las clínicas adquiere, entonces, una magnitud más que significativa. El 35% de los créditos por cobrar corresponde a más de 60 días, por lo que el daño descrito se intensifica para dichos montos según el Relevamiento Anual de Clínicas Privadas de la Bolsa de Comercio de Córdoba.

### 5.3.3.2 Sector turismo

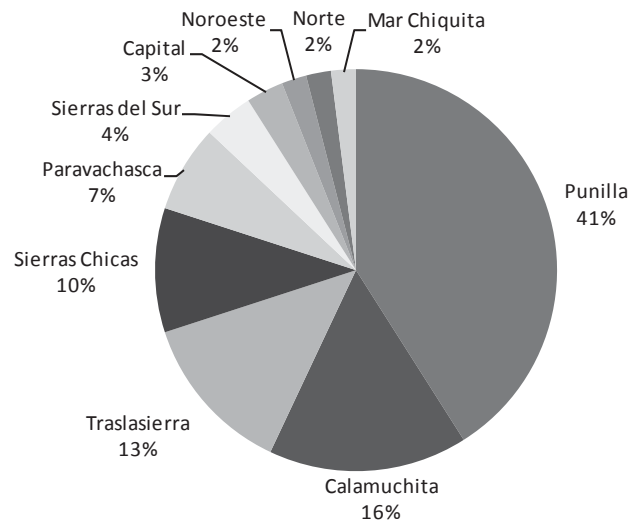
La provincia de Córdoba, situada en el centro del territorio continental argentino, está dotada de una enorme cantidad de recursos naturales, culturales e históricos, entre otros, que ponen de manifiesto su potencialidad turística y la destacan como uno de los principales destinos elegidos para vacacionar o visitar del interior del país. La importancia local y regional del turismo se percibe en los ingresos de los pueblos y ciudades en temporada alta (época estival), en la cual toda la oferta hotelera, gastronómica y de ocio se prepara para recibir al turista.

La oferta de alojamiento creció entre las temporadas 1996/1997 y 2010/2011 un 14% aproximadamente. De acuerdo a los datos de 2011 la modalidad de alojamiento con mayor capacidad de oferta fue viviendas (55%), luego hoteles (22%), en tercer lugar campamentos (19%) y con menor porcentaje colonias (5%).

En el Gráfico 5.10 se observa la distribución porcentual de las plazas disponibles (463.829 en la temporada 2010/2011) en las 10 áreas turísticas en que se divide a la provincia. Se destaca una gran concentración de la capacidad de alojamiento en la región de Punilla (41%) y siguen en orden de importancia Calamuchita (16%) y Traslasierra (13%).



**Gráfico 5.10: Distribución de la oferta de alojamiento. Temporada 2010-2011**



Fuente: IIE en base a datos de Agencia Córdoba Turismo.

El impulso progresivo a la industria de viajes y turismo en la provincia de Córdoba, se pone de manifiesto al observar la afluencia de turistas en las últimas temporadas, principalmente desde la temporada 2002/2003. Al comparar cuatro temporadas: 1998/1999, 2002/2003, 2006/2007 y 2010/2011, se puede concluir que a lo largo de los años las áreas turísticas favoritas se perpetúan. Las zonas más elegidas son Punilla, Calamuchita y Traslasierra.

## 5.4 Requisitos de la demanda

### 5.4.1 Fondos pyme

Los fondos comunes de inversión abiertos para pymes (aquellos orientados a instrumentos destinados al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas) se han convertido en un destino atractivo de las inversiones en los últimos años. Con el objetivo de alentar el desarrollo de las cadenas de valor, esta clase de fondos ha ganado peso en el tiempo y se muestra como una alternativa de gran potencial para captar el ahorro y canalizarlo hacia los sectores productivos y, en especial, pymes.

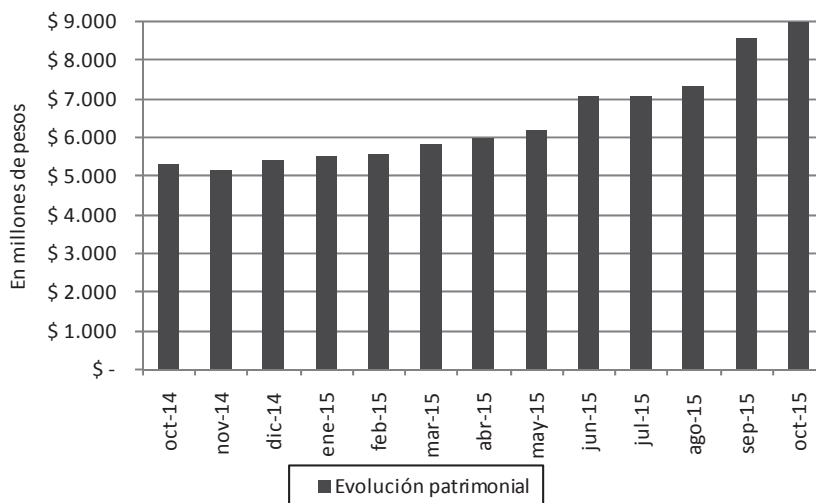
El desarrollo de los fondos pyme surge a partir de la necesidad de favorecer el crecimiento de las pymes en el mercado de capitales, atendiendo las distintas necesidades de financiamiento, y debido a la gran importancia que la CNV le reconoce a las pequeñas y medianas empresas dentro de la economía en general y como factor fundamental de inclusión social.

A partir de los datos que provee la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión (CAFCI), es posible analizar la evolución de los fondos comunes de inversión abiertos para pymes durante los últimos 12 meses. De acuerdo con la CAFCI, en el mes de octubre de 2015<sup>15</sup> los fondos pymes registraron un incremento patrimonial interanual del 72%, alcanzando los \$9.119 millones. La evolución patrimonial de los fondos pyme se presenta en el Gráfico 5.11.

<sup>15</sup> Último dato disponible a la fecha de esta publicación.

Este aumento patrimonial estuvo impulsado principalmente por el crecimiento de las suscripciones netas, que acumularon a octubre de 2015 unos \$2.665 millones superando ampliamente los \$1.367 millones acumulados en igual periodo en 2014.

**Gráfico 5.11: Evolución del patrimonio de los fondos pymes**

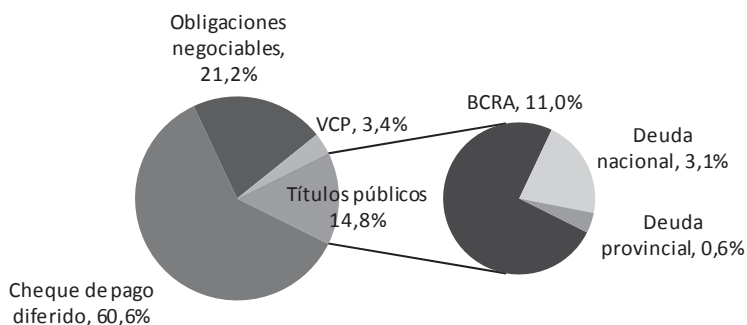


Fuente: IIE sobre la base de CAFCI.

La cartera de los fondos pymes está compuesta en su mayoría por activos financieros de renta fija. Durante el mes de octubre de 2015, el 87,6% correspondió a títulos de deuda, seguidos por los vehículos de inversión colectiva con 11,2%, y en menor medida, la participación accionaria (0,6%), operaciones a plazo (0,3%), disponibilidades (0,2%) y otros activos y pasivos (0,1%).

Dentro de los títulos de deuda, el 60,6% se compuso de cheques de pago diferido, el 21,2% de obligaciones negociables, el 14,8% de títulos públicos (en su mayoría del BCRA) y el resto de valores de corto plazo. Estos valores se presentan a continuación.

**Gráfico 5.12: Composición de los títulos de deuda. Octubre 2015**



Fuente: IIE sobre la base de CAFCI.

### 5.4.2 Seguros

Para el análisis de este sector, se procedió a contactarse con empresas aseguradoras que cuenten con capitales cordobeses para consultarle sobre su disposición a invertir. Primeramente se procedió a realizar un contacto personal; posteriormente se les remitió un cuestionario para extraer información relevante.

De acuerdo a Ley N° 20.091, reglamentada a través del Reglamento General de la Actividad Aseguradora expedido en la Resolución 21.523/92 por la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) y su modificatoria de la Resolución N°37.163 del 22 de octubre de 2012, algunos criterios previstos generales que las aseguradoras están obligadas a cumplir son<sup>16</sup>: mantener proporcionada la cartera de inversiones en función de la moneda de los compromisos asumidos; calzar los compromisos de corto plazo con instrumentos de menor duración o mayor liquidez (aquellos más largos pueden ser cubiertos por activos de mayor duración o menor liquidez); mantener un grado de liquidez en los instrumentos que permita hacer frente a los compromisos de cada operatoria; títulos valores emitidos por sector público deben contar con garantía nacional o provincial, aquellos emitidos por el sector privado deben contar con garantías suficientes y serán especialmente observados por el ente regulador; mantener un grado mínimo de diversificación; y salud crediticia por parte del emisor.

Los títulos valores en los cuales pueden invertir, y en qué proporciones se expresan en el Cuadro 5.8.

**Cuadro 5.8: Instrumentos y proporción máxima en la cual pueden invertir las entidades aseguradoras**

| Inversiones   | Entidad  | Porcentaje  |
|---|--|---|
| Operaciones de Crédito público de la Nación o del Banco Central (títulos, letras del tesoro o préstamos)  | Seguros generales, mutuales y entidades reaseguradoras | 90% del total de inversiones (excluidos inmuebles)  |
|   | Vida y retiro  | 88% del total de inversiones (excluidos inmuebles)  |
|   | Riesgos de Trabajo                                     | 95% del total de inversiones (excluidos inmuebles)  |
| Operaciones de Crédito público de la Nación o del Banco Central (títulos, letras del tesoro o préstamos) sin cotización regular en mercados autorizados por CNV | Todas  | 20% del total de inversiones (excluidos inmuebles)  |
| Títulos y letras de la deuda pública interna de las provincias  | Todas  | 10% del total de inversiones (excluidos inmuebles)  |
| Títulos y letras de la deuda pública interna de las provincias sin cotización regular   | Todas  | 5% del total de inversiones (excluidos inmuebles). Fecha de vencimiento igual o inferior al año a partir del cierre del Estado contable |
| Títulos valores privados con garantía especial o flotante en primer grado sobre bienes radicados en el país   | Todas  | 40% del total de inversiones (excluidos inmuebles)  |
| Acciones con cotización diaria en Merval  | Todas  | 30% del total de inversiones (excluidos inmuebles)  |
| Fondos comunes de inversión   | Todas  | 60% del total de inversiones (excluidos inmuebles)  |
| Fideicomisos financieros  | Todas  | 40% del total de inversiones (excluidos inmuebles)  |
| Plazos fijos  | Todas  | 80% del total de inversiones (excluidos in-   |

<sup>16</sup> Legislación vigente al momento de la redacción de este informe (diciembre de 2015).

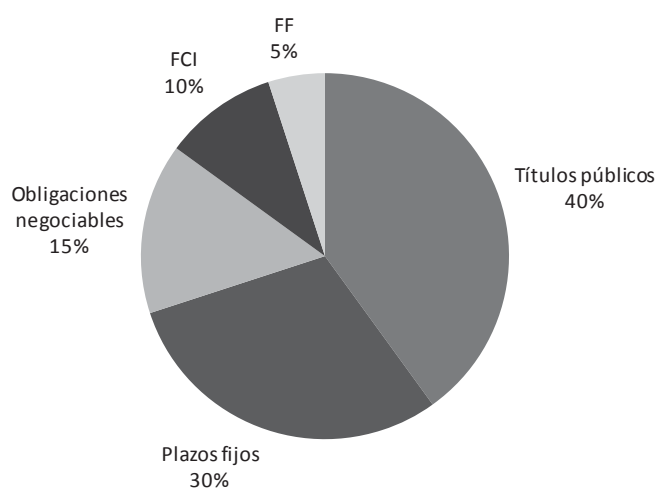
| muebles)   |                                       |  |
|--|---------------------------------------|--|
| Préstamos con garantía prendaria o hipotecaria en primer grado sobre bienes situados en el país (no puede exceder el 50% del valor de la garantía)   | Todas (salvo para Riesgos de Trabajo) | 30% del total de inversiones (excluidos inmuebles)                                     |
| Préstamos garantizados con títulos públicos, obligaciones negociables y acciones (no puede exceder el 50% del valor de la garantía)  | Todas                                 | 50% del total de inversiones (excluidos inmuebles)                                     |
| Inmuebles en el país (no rurales o con dominios imperfectos)   | Todas (salvo Riesgos de Trabajo)      | 30% del total de inversiones   |
| Títulos de deuda, fideicomisos financieros, cheques de pago diferidos avalados por SGR, fondos comunes de inversión PYME, Productivos de Economías Regionales e Infraestructura; y de Proyectos de Innovación Tecnológica, activos u otros valores negociables cuya finalidad sea financiar proyectos productivos o de infraestructura a mediano y largo plazo en la República Argentina (inciso k). | Seguros generales y reaseguradoras    | Mínimo del 10% del total de inversiones (excluido inmuebles) y hasta un máximo del 20% |
|  | Seguros de vida y retiro              | Mínimo del 12% del total de inversiones (excluido inmuebles) y hasta un máximo del 30% |
|  | Riesgos de Trabajo                    | Mínimo del 5% del total de inversiones (excluido inmuebles) y hasta un máximo del 20%  |

Fuente: IIE sobre la base de SSN.

En cuanto a los límites de concentración, debe tenerse en cuenta que en ningún caso la suma de las inversiones en títulos valores representativos de deuda que pertenezcan a una sola sociedad emisora puede superar el 60% de las inversiones en dichos conceptos; en ningún caso la suma de las inversiones en acciones que pertenezcan a una sola sociedad emisora puede superar el 60% de las inversiones en dicho concepto; y solo se permiten inversiones en empresas vinculadas, controladas, controlantes o pertenecientes al mismo grupo económico hasta el 10% del total de inversiones.

Una de las compañías consultadas sobre los requisitos estatutarios o de índole interna sobre los instrumentos en los cuáles invertir, declaró moverse dentro de la normativa con criterios de baja volatilidad, bajo riesgo, tasa acorde, no acciones. La composición porcentual de la cartera de inversiones de dicha empresa se representa en el Gráfico 5.13.

**Gráfico 5.13: Composición porcentual de la cartera de inversiones**



Fuente: IIE.

Asimismo, la empresa señaló que su posición inversora frente a las emisiones pymes solo consistía en los FCI pymes, obligados por el cumplimiento del “inciso k”, y a la hora de indicar los productos ofrecidos por la compañía se mencionaron seguros contra automotores, incendio, integrales, robo, accidentes personales, granizo y caución.

## 5.5 Instrumentos potenciales y estructuras financieras posibles por sector

En esta sección se estudian estructuras financieras que podría utilizar cada uno de los sectores económicos analizados. La sección se estructura de la siguiente manera: en primer lugar se desarrolla la temática del tratamiento impositivo de los instrumentos como punto de partida para hacer propuestas a cada sector según sus necesidades y características; a continuación se encara de modo resumido la cuestión de los costos de estructuración, uno de los interrogantes más importantes que plantearon los referentes empresarios; con esta introducción se presentan luego instrumentos transversales, cuya utilización es posible para los distintos sectores estudiados, e instrumentos específicos para cada uno de los sectores: ganadero, agrícola, informático, desarrollista, autopartista, lácteo, otros sectores y financiamiento para obras de infraestructura.

### 5.5.1 Tratamiento impositivo dentro del mercado de capitales

La descripción de la información está basada en una interpretación de las leyes y regulaciones impositivas vigentes en lo que respecta a la adquisición, titularidad y disposición de los activos financieros<sup>17</sup>.

En primer lugar se realizará un análisis más detallado de las implicancias que tienen los distintos impuestos sobre las Obligaciones Negociables. Luego, se procede a describir el tratamiento de una serie de activos financieros en cuanto a impuesto a las ganancias, impuesto a los bienes personales, impuesto a la ganancia mínima presunta e impuesto al valor agregado.

<sup>17</sup> La descripción y la interpretación del tratamiento impositivo fue realizada sobre la base de un trabajo del Estudio Malumián&Fossati y del prospecto de emisión de obligaciones negociables pyme de ACI-AGRO SA.

## **Tratamiento impositivo de las Obligaciones Negociables**

### **Impuesto a las ganancias**

Los pagos por intereses sobre las ON quedarán exentos del impuesto a las ganancias en la medida que se cumplan los siguientes requisitos en conformidad con el artículo 36 de la Ley de Obligaciones Negociables:

Que las ON sean colocadas por oferta pública, contando para ello con la respectiva autorización de la CNV.

Que los fondos a obtener mediante la colocación de las ON sean utilizados por el emisor para: integración de capital de trabajo en el país; inversiones en activos físicos situados en el país; refinanciación de pasivos; integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la sociedad emisora, en la medida que estas destinen los fondos exclusivamente a los fines mencionados anteriormente; y/o cuando la emisora sea una entidad financiera registrada por la Ley N° 21.526 que destine los fondos al otorgamiento de préstamos para cualquiera de los fines aquí especificados.

Que la emisora acredite ante la CNV, en tiempo, forma y condiciones establecidas por las reglamentaciones, que los fondos obtenidos han sido utilizados de acuerdo al plan aprobado.

De conformidad con los términos de las ON, si se impone alguna retención en concepto de impuestos argentinos sobre los intereses de las ON, el emisor será responsable del pago de las retenciones y montos adicionales que sean necesarios para que los beneficiarios reciban el monto de intereses establecido en las Obligaciones Negociables, libre de esas retenciones.

Con respecto al impuesto sobre las ganancias de capital, los residentes no estarán sujetos al impuesto por la venta, canje o disposición de las ON mientras que los contribuyentes sujetos a las reglamentaciones de ajuste impositivo por inflación incluidas en la Ley de Impuesto a las Ganancias (en general, las sociedades argentinas) sí lo estarán.

### **Impuesto al valor agregado (IVA)**

Todas las operaciones financieras y prestaciones relacionadas con la emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelación de las Obligaciones Negociables y sus garantías se encuentran exentas del pago del IVA en virtud de lo dispuesto en el artículo 36 bis de la Ley de Obligaciones Negociables. Asimismo, se establece que esas Obligaciones Negociables deberán haber sido colocadas mediante oferta pública y que las Condiciones del artículo 36, mencionadas previamente, deberán haberse cumplido puntualmente.

### **Impuesto a la ganancia mínima presunta**

En el caso del impuesto a la ganancia mínima presunta, para determinar el activo computable se deberá considerar la tenencia de ON de las sociedades domiciliadas en el país, las asociaciones civiles y fundaciones, las empresas o explotaciones unipersonales, los fideicomisos (excepto los fideicomisos financieros) y ciertos fondos comunes de inversión constituidos en el país. Se aplicará una alícuota del 1%, excepto en el caso de entidades financieras en cuyo caso dicho activo quedaría gravado a la tasa efectiva del 0,20%, siempre y cuando el valor de los activos supere el monto total de 200.000 pesos.

En el caso de Obligaciones Negociables que coticen en bolsas de valores o mercados públicos, la base imponible se determinará sobre la base del último valor de cotización a la fecha de cierre del ejercicio correspondiente. El pago del impuesto a las ganancias determinado para un ejercicio en particular será considerado como un pago a cuenta del impuesto a la ganancia mínima presunta que deba abonarse en ese mismo ejercicio.

### Impuesto sobre los bienes personales

La alícuota aplicable es del 0,5% sobre la totalidad de los bienes cuando estos superen los \$305.000 y hasta los \$750.000. A partir de los \$750.000 la alícuota a aplicar sería del 0,75% sobre la totalidad de los bienes. Asimismo, en caso de que los bienes superen \$2.000.000 la alícuota sería de 1,00%, y finalmente si el monto supera \$5.000.000 será 1,25%.

En cuanto a ON cuya titularidad corresponda a personas físicas o sucesiones indivisas domiciliadas, deberán ingresar con carácter de pago único y definitivo el 1,25% del valor de los mismos al 31 de diciembre de cada año, sin computar el mínimo exento. Sin embargo, no corresponderá el ingreso del gravamen si el monto a ingresar resultare menor a \$255,75.

Las sociedades, empresas, establecimientos estables, patrimonios de afectación o explotaciones domiciliadas, radicadas o ubicadas en la Argentina no estarán sujetas al Impuesto sobre los Bienes Personales respecto de sus tenencias por cualquier título de las ON.

### Impuesto sobre los débitos y créditos en cuenta corriente bancaria

Los beneficiarios de las ON que tengan una o más cuentas corrientes bancarias en la Argentina podrían quedar alcanzados por este impuesto a la alícuota del 0,6% o a la alícuota del 1,2% por otras operaciones que se utilizan como sustitución del uso de las cuentas corrientes bancarias argentinas, según lo establecido por la Ley N° 25.413 (ley de competitividad).

### Impuesto de sellos

La ley de Obligaciones Negociables dispone que los actos, contratos u operaciones, incluyendo entregas o recepciones de dinero, relacionados a la emisión, suscripción, colocación y transferencias de las ON están exentos de este impuesto.

### Impuesto sobre los ingresos brutos

Los inversores que habitualmente desarrollen sus actividades o que se presume que desarrollan sus actividades en alguna jurisdicción en la que obtienen ingresos por la venta o transferencia de ON están sujetos a un impuesto de hasta el 15% a menos que se aplique una exención. Los intereses de obligaciones negociables emitidas de acuerdo con la Ley de Obligaciones Negociables se encuentran generalmente exentos de este tributo.

A continuación se detalla el tratamiento impositivo que recibe el resto de los activos financieros de acuerdo a cada impuesto.

**Cuadro 5.9: Tratamiento fiscal de las personas físicas ante Ganancias**

| Activos                  | Impuesto a las ganancias   |
|--------------------------|--|
| Títulos Públicos         | Exento el interés y el resultado por la venta.   |
| Cert. depart. de FF      | No computable el rendimiento. Exento el resultado por venta.   |
| Títulos de deuda de FF   | Exento el interés y el resultado por venta.  |
| Acciones                 | No computable el dividendo. Exento el resultado por venta.   |
| CEDEARS                  | Se asimilaría a una acción o título de deuda del exterior por lo que el dividendo o interés estaría gravado y el resultado por la venta solo estaría exento en caso en que la persona no sea habitualista. |
| CEVAs                    | Mismo tratamiento que activo subyacente que representen.   |
| Cheques de pago diferido | Gravado el resultado por el descuento (asumiendo que el inversor es habitualista).   |
| Warrant                  | Gravados los intereses implícitos (descuento) o explícitos.  |

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| Futuro sobre moneda               | Si el derivado se liquida por diferencias o se hiciera trading de posiciones la ganancia estará gravada. Si se liquidara con entrega del activo subyacente sería un menor precio de compra (menor costo al momento de la venta del activo). Si es hedge la pérdida es libremente deducible, si no, solo se deduce contra ganancias por derivados.   |
| Futuro sobre acciones             | Si el derivado se liquida por diferencias o se hiciera trading de posiciones la ganancia estará gravada. Si se liquidara con entrega del activo subyacente y luego el mismo se vendiera, se podría alegar la existencia de una ganancia exenta. Si no es hedge la pérdida solo se puede deducir contra ganancias por derivados.   |
| Futuros sobre índices accionarios | Ganancias gravadas. Si no es hedge la pérdida solo se puede deducir contra ganancias por derivados.   |
| Futuros sobre títulos públicos    | Si el derivado se liquida por diferencias o se hiciera trading de posiciones la ganancia estará gravada. Si se liquidara con entrega del activo subyacente y luego el mismo se vendiera, se podría alegar la existencia de una ganancia exenta. Si no es hedge la pérdida solo se puede deducir contra ganancias por derivados.   |
| Futuros sobre granos u oro        | Si el derivado se liquida por diferencias o se hiciera trading de posiciones la ganancia estará gravada. Si se liquidara con entrega del activo subyacente sería un menor precio de compra (menor costo al momento de la venta del activo). Si no es hedge la pérdida solo se puede deducir contra ganancias por derivados.   |
| Opciones sobre futuros            | El cobro de la prima estaría gravado. Si el derivado se liquida por diferencias la ganancia estará gravada. Si se liquidara con la celebración del futuro, sería un menor costo del futuro. Si no es hedge la pérdida solo se puede deducir contra ganancias por derivados.   |
| Opciones sobre acciones           | El cobro de la prima estaría gravado. Con respecto al resultado, si el derivado se liquida por diferencias la ganancia estará gravada. Si se liquidara con la entrega de las acciones, sería un menor costo de la acción cuya venta estaría exenta. Si no es hedge la pérdida solo se puede deducir contra ganancias por derivados. En stock options como retribución de servicios la mera recepción del activo a un valor menor al de mercado genera la obligación de pagar el gravamen. |
| CFD (Contractfordifferences)      | Generaría un resultado gravado. Si es hedge la pérdida es libremente deducible, sino solo se deduce contra ganancias por derivados.   |
| Pase y caución bursátil           | Generaría un interés que solo estaría exento si el tomador fuera una entidad financiera o el mercado autorregulado bursátil.  |

Fuente: IIE sobre la base deRofex.

**Cuadro 5.10: Tratamiento fiscal de empresas argentinas ante Ganancias**

| Activos                | Impuesto a las ganancias  |
|------------------------|---|
| Títulos Públicos       | Gravado el interés y el resultado por la venta. Debe reconocer la ganancia o pérdida de cotización a cada cierre de ejercicio fiscal. |
| Cert. depart. de FF    | No computable el rendimiento. Gravado el resultado por venta.   |
| Títulos de deuda de FF | Gravado el interés y el resultado por venta. Debe reconocer la ganancia o pérdida de cotización a cada cierre de ejercicio fiscal.    |
| Acciones               | No computable el dividendo. Gravado el resultado por venta.   |
| CEDEARS                | Se asimilaría a una acción del exterior por lo que el dividendo y el resultado por la venta estarían gravados.                        |
| CEVAs                  | Mismo tratamiento que activo subyacente que representen.  |



|                                   |  |
|-----------------------------------|--|
| Cheques de pago diferido          | Gravado el resultado por el descuento.   |
| Warrant                           | Gravados los intereses implícitos (descuento) o explícitos.  |
| Futuro sobre moneda               | Si el derivado se liquida por diferencias la ganancia estará gravada. Si se liquidara con entrega del activo subyacente sería un menor precio de compra (menor costo al momento de la venta del activo). Si no es hedge la pérdida solo se puede deducir contra ganancias por derivados. |
| Futuro sobre acciones             | Si el derivado se liquida por diferencias la ganancia estará gravada. Si se liquidara con entrega del activo subyacente sería un menor precio de compra (menor costo al momento de la venta del activo). Si no es hedge la pérdida solo se puede deducir contra ganancias por derivados. |
| Futuros sobre índices accionarios | Ganancia gravada. Si no es hedge la pérdida solo se puede deducir contra ganancias por derivados.  |
| Futuros sobre títulos públicos    | Si el derivado se liquida por diferencias la ganancia estará gravada. Si se liquidara con entrega del activo subyacente sería un menor precio de compra (menor costo al momento de la venta del activo). Si no es hedge la pérdida solo se puede deducir contra ganancias por derivados. |
| Futuros sobre granos u oro        | Si el derivado se liquida por diferencias la ganancia estará gravada. Si se liquidara con entrega del activo subyacente sería un menor precio de compra (menor costo al momento de la venta del activo). Si no es hedge la pérdida solo se puede deducir contra ganancias por derivados. |
| Opciones sobre futuros            | Si el derivado se liquida por diferencias la ganancia estará gravada. Si se liquidara con la celebración del futuro, sería un menor costo del futuro. Si no es hedge la pérdida solo se puede deducir contra ganancias por derivados.  |
| Opciones sobre acciones           | Si el derivado se liquida por diferencias la ganancia estará gravada. Si se liquidara con la celebración del futuro, sería un menor costo de la acción cuya venta estaría gravada. Si no es hedge la pérdida solo se puede deducir contra ganancias por derivados.                       |
| CFD (Contractfordifferences)      | Generaría un resultado gravado. Si no es hedge la pérdida solo se puede deducir contra ganancias por derivados.  |
| Pase y caución bursátil           | La ganancia se considera un interés gravado, y la pérdida un interés deducible.  |

Fuente: IIE sobre la base deRofex.

**Cuadro 5.11: Tratamiento fiscal de personas físicas ante Bienes personales**

| Activos                  | Impuesto a los bienes personales   |
|--------------------------|--|
| Títulos Públicos         | Gravados al último valor de cotización a la fecha de cierre del ejercicio.                               |
| Cert. depart. de FF      | Gravado al último valor de cotización o al último valor de mercado a la fecha de cierre del ejercicio.   |
| Títulos de deuda de FF   | Gravado al valor de cotización a la fecha de cierre de ejercicio.  |
| Acciones                 | Exentas.   |
| CEVAs                    | Asimilándose a acciones del exterior, gravados al valor de cotización a la fecha de cierre de ejercicio. |
| Cheques de pago diferido | Gravado por su valor nominal.  |
| Warrant                  | Gravado por su valor nominal.  |
| Futuro sobre moneda      | Solo genera una expectativa de derecho que no estaría alcanzada.   |
| Futuro sobre acciones    | Solo genera una expectativa de derecho que no estaría alcanzada.   |

|                                   |  |
|-----------------------------------|--|
| Futuros sobre índices accionarios | Solo genera una expectativa de derecho que no estaría alcanzada.   |
| Futuros sobre títulos públicos    | Solo genera una expectativa de derecho que no estaría alcanzada.   |
| Futuros sobre granos u oro        | Solo genera una expectativa de derecho que no estaría alcanzada.   |
| Opciones sobre futuros            | Para el lanzador de la opción no es un activo gravado. Para el tomador de la opción cabría asumirse que tiene un derecho que debe valuarse al valor de la prima pagada.  |
| Opciones sobre acciones           | Para el lanzador de la opción no es un activo gravado. Si existiera la posibilidad de que el tomador de la opción reciba las acciones, cabría asumirse que tiene un derecho que debe valuarse al valor de la prima pagada. |
| CFD (Contractfordifferences)      | Solo genera una expectativa de derecho que no estaría alcanzada.   |
| Pase y caución bursátil           | Se grava a la tenencia de los títulos de los cuales se es propietario.   |

Fuente: IIE sobre la base deRofex.

**Cuadro 5.12: Tratamiento fiscal de personas jurídicas ante Ganancia mínima presunta**

| Activos                           | Impuesto a las ganancias mínima presunta.   |
|-----------------------------------|---|
| Títulos Públicos                  | Exentos.  |
| Cert. depart. de FF               | Gravado al valor de cotización a la fecha de cierre de ejercicio.   |
| Títulos de deuda de FF            | Gravado al valor de cotización a la fecha de cierre de ejercicio.   |
| Acciones                          | Gravadas al valor de cotización a la fecha de cierre de ejercicio. No paga el titular de las acciones sino la sociedad emisora y siempre lo hace a la alícuota del 0,5% (no aprovecha el mínimo exento pero tampoco aplica alícuotas mayores) |
| CEDEARS                           | Asimilándose a acciones del exterior, gravados al valor de cotización a la fecha de cierre de ejercicio.  |
| CEVAs                             | Gravado por su valor nominal.   |
| Cheques de pago diferido          | Gravado por su valor nominal.   |
| Warrant                           | Solo genera una expectativa de derecho que no estaría alcanzada.  |
| Futuro sobre moneda               | Solo genera una expectativa de derecho que no estaría alcanzada.  |
| Futuro sobre acciones             | Solo genera una expectativa de derecho que no estaría alcanzada.  |
| Futuros sobre índices accionarios | Solo genera una expectativa de derecho que no estaría alcanzada.  |
| Futuros sobre títulos públicos    | Solo genera una expectativa de derecho que no estaría alcanzada.  |
| Futuros sobre granos u oro        | Solo genera una expectativa de derecho que no estaría alcanzada.  |
| Opciones sobre futuros            | Para el lanzador de la opción no es un activo gravado. Para el tomador de la opción cabría asumirse que tiene un derecho que debe valuarse al valor de la prima pagada.   |
| Opciones sobre acciones           | Para el lanzador de la opción no es un activo gravado. Si existiera la posibilidad de que el tomador de la opción reciba las acciones, cabría asumirse que tiene un derecho que debe valuarse al valor de la prima pagada.                    |
| CFD (Contractfordifferences)      | Solo genera una expectativa de derecho que no estaría alcanzada.  |
| Pase y caución bursátil           | Se grava a la tenencia de los títulos de los cuales se es propietario.  |

Fuente: IIE sobre la base deRofex.

**Cuadro 5.13: Tratamiento fiscal ante el Impuesto al Valor Agregado**

| Activos  | Impuesto al IVA  |
|--|--|
| Títulos Públicos   | Exentos sus intereses y los resultados por su venta.   |
| Títulos de deuda fiduciaria  | Exentos sus intereses y los resultados por su venta.   |
| Acciones de sociedades anónimas nacionales con autorización para su cotización | Exentos/no alcanzados su venta y sus dividendos/rendimientos.  |
| Cuota partes de fondos comunes de inversión                                    | Exentos/no alcanzados su venta y sus dividendos/rendimientos.  |
| Cert. depart. de FF  | Exentos/no alcanzados su venta y sus dividendos/rendimientos.  |
| Cheques de pago diferido   | Gravado el descuento.  |
| Derivados  | No están alcanzados salvo que exista transmisión del activo subyacente y este sea un activo cuya venta esté gravada. |

Fuente: IIE sobre la base de Rofex.

### 5.5.2 Costos de estructuración

La estructuración de los instrumentos financieros está sujeta a costos que deben ser considerados a la hora de analizar la mejor opción para una empresa de un determinado sector productivo. A continuación, se presenta un ejemplo de los costos que implica una emisión de 15 millones de pesos en ON pyme con un fideicomiso financiero de garantía.

**Cuadro 5.14: Ejemplo de costos de estructuración para una emisión de ON pyme de \$15 millones**

| Costos de emisión (por única vez)    | %            | PESOS          |
|--------------------------------------|--------------|----------------|
| Fee de organización y estructuración | 1,00%        | 150.000        |
| Asesoría Legal                       | 0,28%        | 42.500         |
| Costos de constitución fideicomiso   | 0,12%        | 18.000         |
| Opinión contable/impositiva          | 0,07%        | 10.000         |
| Listing Bolsa                        | 0,00%        | 0              |
| Listing MAE                          | 0,18%        | 27.285         |
| Roadshow y publicidad                | 0,16%        | 24.000         |
| Fiduciario                           | 0,12%        | 18.000         |
| Fee de colocación                    | 1,00%        | 150.000        |
| <b>Total costos de emisión</b>       | <b>2,93%</b> | <b>439.785</b> |
| Anualizado                           | 2,17%        |                |
| Costos anuales                       | %            | PESOS          |
| Fee de Cotización                    | 0,03%        | 5.000          |
| Calificación de riesgo               | 0,44%        | 66.550         |
| Costos Fiduciario 1º AÑO             | 0,64%        | 96.000         |
| <b>Total costos anuales</b>          | <b>1,12%</b> | <b>167.550</b> |

Fuente: IIE sobre la base de agencias de bolsa.

**Cuadro 5.15: Costos totales**

| Año | Costo Tasa | Costo -\$- |
|-----|------------|------------|
| 1   | 4,05%      | 607.335    |
| 2   | 1,50%      | 191.550    |

Fuente: IIE sobre la base de agencias de bolsa.

**Cuadro 5.16: Ejemplo de costos financieros totales**

|                     |        |
|---------------------|--------|
| Tasa Badlar Actual: | 25%    |
| Margen:             | 5%     |
| Tasa Cupón:         | 30%    |
| CFT AÑO 1:          | 34,05% |
| CFT AÑO 2:          | 31,50% |

Fuente: IIE sobre la base de agencias de bolsa.

Como se mencionó en el apartado de tratamiento impositivo de utilizar el mercado de capitales, la emisión de ON está exenta tanto de impuestos nacionales como provinciales. Sin embargo, los tenedores de ON sí están sujetos a algunos impuestos nacionales como el impuesto a la ganancia mínima presunta, el impuesto sobre los bienes personales y el impuesto sobre los débitos y créditos en cuenta corriente, cuando correspondiere. En el caso de los impuestos provinciales, el impuesto sobre los ingresos brutos puede gravar hasta el 15% en el caso de inversores que obtengan ingresos por la venta o transferencia de ON.

### 5.5.3 Productos transversales

Una parte de la oferta de instrumentos financieros que brinda el Mercado de Capitales puede adaptarse al conjunto de los sectores productivos estudiados. Entre los instrumentos que cumplen esta condición se encuentran principalmente los pagarés y los cheques de pago diferido, que funcionan como genéricos y no requieren de una adecuación ni diseño especial para un sector en particular.

#### 5.5.3.1 Cheques de Pago Diferido (CPD)

Los CPD permiten a las empresas obtener financiamiento hasta un plazo de 365 días mediante su venta en el mercado de capitales. Las empresas de los distintos sectores productivos que desearan comenzar a operar en el mercado solo deberían tener que lograr el aval de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) y luego contactarse con un agente de Bolsa para realizar los trámites y comenzar a negociar. Se debe destacar que también se puede hacer negociación de cheques de manera directa, pero eso implica la constitución de garantías y por lo tanto se lo desarrollará específicamente a algunos sectores. Además la negociación directa de cheques conlleva tasas mayores a la hora de aplicar los descuentos.

La ventaja del mercado de capitales es poner en contacto a quien emita el cheque con muchos compradores, obteniendo una mejor tasa en la financiación y mucha mayor transparencia. En tal sentido, un cheque sin aval en el mercado informal (alternativa muy utilizada por las pymes cordobesas) se cambia según fuentes del mercado a una tasa cercana al 5% mensual, en tanto en el mercado de capitales un cheque con el aval de una SGR puede negociarse a tasas que varían entre el 16% y 20% anual.

Toda empresa que decida intercambiar sus cheques en el mercado de capitales corre con la ventaja de que el límite de financiamiento estará dado por su capacidad de repago, la cual será evaluada en una SGR y con criterios distintos a los de una institución financiera habitual. Es decir, no tendrá un límite específico dado sino que dependerá de sus proyectos y de las voluntades del mercado.

### **5.5.3.2 Pagaré Bursátil**

Esta herramienta financiera, recientemente incorporada por la nueva ley del mercado de capitales, apunta a transformarse en un puntal dentro del mercado de capitales argentino. Su instrumentación es similar a la del Cheque de Pago Diferido, pero a un plazo más extendido, ya que los pagarés podrán emitirse de 1 a 3 años.

La ventaja del pagaré bursátil es su rapidez y carencia de requisitos complicados. En este sentido, una empresa pyme que decida ingresar al mercado de capitales con este instrumento solo debe avalarse en una SGR. Según los especialistas del mercado, una empresa que posea sus estados contables en condiciones demora solo entre 30 y 45 días para lograr emitir un pagaré y negociarlo en el mercado, ya que el pagaré no necesita designar beneficiario y tampoco generar un prospecto de emisión ni remitirse al régimen informativo de la Comisión Nacional de Valores. Esta facilidad de entrada al mercado de capitales puede permitirle a muchas empresas inhabilitadas a operar en el sistema bancario obtener financiamiento mediante una vía más competitiva.

Los dos instrumentos mencionados son la puerta de entrada al mercado de capitales para las empresas, su utilización debe ser fomentada desde las distintas instituciones y organismos públicos puesto que el bajo nivel de negociación en los mercados de estos valores es debido a la falta de conocimiento.

## **5.5.4 Productos para los sectores**

### **5.5.4.1 Sector ganadero**

De acuerdo a las características del ciclo de negocios ganadero descrito anteriormente y analizando las diferentes garantías que los empresarios ganaderos pueden ofrecer, los instrumentos que se recomiendan utilizar son el fideicomiso o la estructuración de ON. Esto no descarta al resto de los productos, de hecho la entrada al mercado con pagarés bursátiles o negociación de cheques de pago diferido se adapta muy bien al sector. Sin embargo, tanto el fideicomiso como las ON son instrumentos intermedios que no se utilizan con frecuencia en la provincia de Córdoba y que presentan muy buenas oportunidades para la ganadería.

En este caso particular se habla de un fideicomiso ganadero, el cual consiste en la cesión de parte de los productores (fiduciantes) de cierta cantidad de ganado, que será registrado por un agente fiduciario autorizado y contra el cual se pueden emitir valores representativos de deuda (VRP) o certificados de participación (CP). Luego de su colocación en el mercado de capitales, el importe neto percibido por la negociación de los instrumentos se entrega al fiduciante en contraprestación por la trasmisión de bienes efectuada, pudiendo obtener así la disponibilidad inmediata y en efectivo de sus recursos. El fideicomiso puede crearse con el propósito de aumentar el rodeo de los establecimientos ganaderos, para mejorar la genética, para incorporar tecnología e incluso para obras de infraestructura siempre y cuando estas obras garanticen un incremento en el flujo futuro de fondos.

Este tipo de instrumentos, donde se utiliza como garantía al ganado, está muy favorecido en la actualidad por el sistema de trazabilidad que se ha desarrollado y que permite a cada inversor poder identificar y seguir los animales que garantizan su inversión.

El fideicomiso ganadero es un paso intermedio entre la negociación de valores de corto plazo y las obligaciones negociables, que permite al sector obtener financiamiento a un plazo razonable que puede ir entre los 24 y 36 meses. Por otra parte, dada la flexibilidad del instrumento pueden diseñarse tasas de rendimiento variables atadas a la evolución del precio del ganado que permita a los inversores estar expuestos al negocio ganadero y por lo tanto volver el fideicomiso más atractivo.

Además la figura del fideicomiso podría ser de mucha ayuda para pequeños productores, ya que podrían ceder sus tenencias de ganado a un establecimiento de mayor envergadura y mejores condiciones de infraestructura para que realice el manejo del rodeo por el plazo del fideicomiso para que a su liquidación puedan obtener su rentabilidad.

En cuanto a las ON, debe destacarse que este tipo de instrumento sería destinado a empresas ganaderas que posean una buena organización debido a las complejidades que presenta al proceso de estructuración respecto de la presentación de información contable, valuación de activos, proyecto de inversión, etc.

Una empresa ganadera podría presentar un proyecto de inversión que tenga como objetivo la compra de ganado junto con el mejoramiento de las instalaciones para poder albergar a la nueva hacienda. Para lograr ese proyecto cuenta con la alternativa de emitir títulos de deuda que coticen en el mercado. La ON cuenta con la ventaja de poder adaptarse a cada ciclo de negocio particular. En este caso se podría instrumentar ON que tengan plazos de 24 meses y plazo de gracia de al menos 6 meses para cubrir el tiempo necesario para que se produzca el ciclo completo. La empresa emisora puede, en primera instancia con el dinero obtenido, realizar la compra del ganado. A los 6 meses se realiza la primera venta de terneros con lo cual se puede cumplir con los pagos de intereses como de amortizaciones.

Como garantía de estos instrumentos de deuda se recomienda usar el propio ganado, el cual podría cederse a un fideicomiso de garantía contra el que los inversores en los títulos de deuda puedan litigar en caso de que no se cumplan los pagos de la ON.

#### **5.5.4.2 Sector agrícola**

El sector agrícola es probablemente el sector económico con el ciclo de negocio más marcado y regular. Los periodos de siembra, desarrollo del cultivo y cosecha se repiten año tras año y generalmente, salvo excepciones, en las mismas épocas. El flujo de fondos de los productores también genera gastos durante gran parte del año que son repagados principalmente con los ingresos posteriores a la venta de la cosecha.

Por este motivo, existen para el sector agrícola contratos a futuros que permiten hacer ventas para fijar el precio de los granos. Además, los productores muchas veces conservan parte de su producción como un depósito de valor y estos granos son almacenados por lo general en empresas acopiadoras, recibiendo los productores certificados de depósito.

Contar con esa serie de instrumentos para utilizar como garantía ha permitido que el sector agrícola tenga una trayectoria desarrollada dentro del mercado de capitales, ya sea mediante la emisión de ON y fideicomisos como también mediante la negociación de cheques de pago diferido. Sin embargo, estos instrumentos están principalmente desarrollados en el Mercado de Valores de Rosario y no así en la provincia de Córdoba.

Sobre la base de este diagnóstico, lo que se recomienda para las empresas agropecuarias de Córdoba es, en primera instancia, la comercialización directa de cheques de pago diferido. La misma puede hacerse a través del segmento warrants o con el segmento compra venta de granos a fijar precio. En el primer segmento los productores pueden utilizar los granos que conserven en su poder para formar un warrants, ya que los granos son un bien de alta liquidez, transables en mercados institucionalizados y autorregulados, que garantizan precios públicos y de fácil consulta. Con la garantía real del warrants los productores pueden negociar sus cheques por el monto que surja de aplicar algún tipo de aforo al valor nominal del warrant.

En cuanto al segmento compra venta de granos a fijar precio, los productores podrían empezar a negociar cheques directos en el mercado de valores utilizando como garantía contratos compra venta de granos a fijar precio (boleto de compraventa de granos). El productor deberá depositar los boletos en una entidad custodio, endosándolos a su favor (esta entidad debería ser el Mercado de Valores de Córdoba) para obtener la aprobación y poder negociar sus cheques dentro del sistema bursátil.

Los instrumentos mencionados con anterioridad son útiles para que los productores financien sus gastos corrientes propios del curso de la actividad agrícola.

Otro instrumento dentro del mercado de capitales que se adapta al sector y que, además del financiamiento de corto plazo, puede permitir la expansión y desarrollo de la empresa agrícola es el fideicomiso agrícola. La figura del fideicomiso financiero es una operación habitual en operaciones relacionadas al agro ya que permite financiar directa o indirectamente a las pymes del sector.

Se proponen dos tipos de fideicomisos:

- I. Fideicomisos financieros de siembra: los productores pueden aportar como bienes fideicomitidos contratos de venta de granos a término. Esos créditos a favor del productor pasan a estar a favor del fideicomiso. Luego, ese fideicomiso puede elegir negociar valores representativos de deuda o cuota partes. En el primer caso los inversores tendrán acceso a un flujo de fondos generados por el fideicomiso; en tanto en el segundo caso el inversor también tendrá acceso al flujo de fondos que genera el fideicomiso y además pasa a ser socio del proyecto. Con el dinero obtenido por el fideicomiso el productor puede financiar la campaña completa y por lo general obtiene tasas para ese financiamiento menor que en las entidades financieras habituales.
- II. Fideicomisos financieros indirectos: una herramienta que ya se utiliza y que se propone difundir más en la provincia de Córdoba es la creación de un fideicomiso financiero donde los proveedores de insumos cedan a un agente fiduciario como bienes fideicomitidos las facturas de ventas a plazo. Los contratos de entrega de mercadería pueden utilizarse como una garantía de este fideicomiso. Este tipo de operaciones proporcionara mayor liquidez a los proveedores de insumos y así de manera indirecta se está abriendo un nuevo canal de financiamiento para los productores. Una modificación que se puede introducir es que el proveedor de insumos también incorpore a productores dentro del fideicomiso e incorpore contratos de ventas de granos a futuro.

### 5.5.4.3 Sector informático

Partiendo de las características que se describieron del sector, la primera opción que se presenta para las empresas informáticas es la utilización de los instrumentos que se describen como transversales a los sectores. En este caso particular se lo menciona por separado porque la distinta forma de evaluación de riesgo que tiene el mercado de capitales respecto al sistema bancario, podría lograr que empresas con pequeños patrimonios pero con buenos flujos futuros obtengan avales de Sociedades de Garantía Recíproca y logren acceder a financiamiento para su desarrollo.

Por otra parte, muchas de las empresas informáticas prestan servicio a grandes y reconocidas compañías y reciben pagos a plazo por parte de las mismas. En tal sentido podrían también incurrir a través del sistema patrocinado al Mercado de Valores.

Una segunda instancia de acceso al Mercado de Valores para este tipo de empresas puede ser a través de la constitución de fideicomisos. Dada la flexibilidad de este instrumento para hacer líquidos activos que se caracterizan justamente por no poseer alta liquidez, lo hacen muy acorde a las empresas informáticas. Las empresas pueden usar este instrumento para obtener financiamiento destinado al desarrollo de grandes proyectos y al financiamiento del capital de trabajo. Para la formación del fideicomiso, estas pueden utilizar los contratos que realizan con empresas para el desarrollo de software específicos o la prestación de servicios de comunicación. La Sociedad de Bolsa que se encargue de la estructuración podría utilizar los contratos que las empresas del sector aporten para formar el fideicomiso y emitir los Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) para su negociación en el Mercado de Valores. Además de la entrega de contratos se les puede exigir a las empresas la constitución de algún tipo de garantías. En tal sentido, el fiduciante debiera ser el garante del pago de los certificados de deuda y para ello tendría que aportar prendas, pagarés, etc.

Una limitante para algunas empresas continúa siendo su patrimonio, debido a que el fiduciante termina siendo en última instancia el que garantiza el fideicomiso y al no poder aportar garantías sólidas quizás es necesaria la intervención del sector público en la compra de estos valores de deuda para garantizar una tasa de interés no demasiado alta. La justificación del apoyo desde instituciones públicas es el gran impacto que tiene el desarrollo del sector informático, por la importancia del capital humano, por el efecto derrame sobre distintos sectores y por la alta tecnología que involucra.

Otra opción a desarrollar dentro del mercado de capitales consiste en la creación de Fondos de Riesgo. Este tipo de instrumento, si bien no constituye un instrumento destinado a negociaciones en el recinto bursátil, sería una buena alternativa para que los agentes manejen fondos de entidades financieras o particulares, colocándolos en negocios con potencial significativo. El capital de riesgo es una forma de financiamiento poco desarrollada y que cumple el rol de intermediario entre emprendedores e inversores.

Los Fondos de Riesgo podrían financiar empresas del sector con alto potencial pero también con alto riesgo como son las productoras de software que concentran sus fortalezas en el capital humano y no tanto en su patrimonio físico.

La industria informática es un excelente ejemplo de altas oportunidades por la gran riqueza de talento y profesionalismo y por la actividad emprendedora, por lo tanto abre grandes posibilidades al desarrollo de una incipiente industria de capital de riesgo.



#### 5.5.4.4 Sector desarrollista

El sector desarrollista es el que más cerca ha estado de los mercados de capitales y de los instrumentos que en él pueden encontrarse.

Sobre la base de la información recabada sobre el sector y en virtud de las necesidades que presenta, uno de los instrumentos potenciales que se propone (además de los transversales) es el fideicomiso financiero. El objeto del mismo consistiría en obtener financiamiento necesario para la evolución de las obras y de esta manera atraer más clientes con una menor capacidad de ahorro mensual, ya que en vez de solicitar grandes sumas por adelantado este dinero surgiría de los inversores del mercado de capitales.

A su vez, los desarrollistas deberían entregar al fideicomiso los boletos de compra y venta de los distintos inmuebles siendo desde ese momento el fideicomiso el beneficiario de los pagos de los mismos. Debería ser necesaria la estandarización de los boletos de compra y venta para obtener un instrumento homogéneo a toda la industria que dé mayor seguridad a los inversores. Los boletos comprenderían cláusulas contractuales homogéneas, prospectos para los seguros, los flujos de pago y las normativas legales.

La Sociedad de Bolsa que se encargue de la estructuración podrá utilizar los boletos de compra-venta para formar el fideicomiso y emitir los Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) para su negociación en el Mercado de Valores. Se propone estudiar el diseño de un instrumento que tenga una duración de entre 2 y 3 años en primera instancia, con una tasa de interés variables que se ajuste por del Índice de Costo de la Construcción.

En cuanto a las garantías, se propone que los instrumentos estén avalados por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR). En tal sentido sería urgente la creación de una SGR de Córdoba que conozca las empresas desarrollistas de la provincia para poder evaluarlas con mejores criterios.

Otra opción innovadora para el sector sería el armado de Fondos Comunes de Inversión pero que solo se dediquen a trabajar con activos inmobiliarios. Se propone la creación de un Fondo de Inversión que utilice el ahorro de los inversores para comprar departamentos, casas e inmuebles y administrar las rentas que los mismos generen. Este fondo permitirá a los inversores exponerse netamente a la renta inmobiliaria sin tener que contar con el total de dinero para lograr adquirir un inmueble. El fondo cobraría los alquileres y los contratos generados por la compra y venta de inmuebles y repartiría parte de esos montos entre los aportantes.

La creación de este Fondo de Inversión Inmobiliaria podría estar a cargo de las mismas desarrollistas o incluso de alguna Banca Pública, y cuenta con la ventaja que podría atraer inversiones tanto institucionales como privadas.

#### 5.5.4.5 Sector autopartista

El sector autopartista es un sector que tiene una escasa relación con los mercados de capitales. La forma de financiación que más utilizan es la bancaria mediante préstamos productivos con tasas subsidiadas. Sin embargo se destaca la poca oferta de este tipo de financiamiento.

De acuerdo a las características del ciclo de negocios del sector, se propone lo siguiente: entrada al mercado de capitales con los instrumentos transversales y utilización de fideicomisos u obligaciones negociables.

El intercambio de valores de corto plazo es una operatoria habitual dentro de las empresas autopartistas que reciben pagos con valores de sus clientes y los venden en diferentes instituciones financieras. Se propone que estas empresas utilicen los cheques recibidos, que por lo

general son de empresas reconocidas como las terminales automotrices, y los negocien en el Mercado de Valores. Para tal motivo es vital contar con una SGR local que conozca a las empresas cordobesas en profundidad y pueda otorgarle los avales necesarios.

También pueden utilizar la opción de negociar un Pagaré Bursátil para obtener financiación para el capital de trabajo. De nuevo, es esencial la disposición de una SGR para que brinde los avales.

Estos instrumentos podrían dirigirse principalmente a las pequeñas empresas que quizás no tienen un patrimonio suficiente para obtener grandes aprobaciones bancarias pero que efectúan tareas de mucho valor para las terminales y que por lo tanto generan un buen flujo de fondos. Además, cuentan con el respaldo de que su cartera de cheques es más que reconocida por ser justamente muchas de las empresas clientes grandes automotrices o empresas autopartista de nivel internacional.

El sector autopartista tiene la característica de que cuando comienza un vínculo con alguna terminal, este suele perdurar en el tiempo hasta que la automotriz cambia el modelo de vehículo para el cual la autopartista se especializaba en construir una pieza. Si bien actualmente las órdenes de compra utilizadas no implican obligaciones de compra por parte de las terminales, se podrían llevar a una estandarización y bajo un aforo cauteloso, poder utilizarlas para conseguir financiamiento.

Por lo tanto, en el fideicomiso que se propone, la empresa autopartista tendría como objetivo conseguir el financiamiento necesario para la adecuación de su estructura de planta y montaje de líneas de producción que le permitan fabricar una nueva pieza para cubrir la demanda de una terminal. Las autopartistas que actúen como fiduciantes pueden entregar al fideicomiso los contratos de compra de piezas por parte de las terminales. Con esta operación la autopartista entrega al fideicomiso el derecho a los pagos que la terminal efectuara por la entrega de partes de vehículos. El agente fiduciario elegido se encargará de supervisar el correcto desarrollo de las inversiones y posterior producción de las autopartes para generar los pagos desde la terminal.

Utilizando los derechos de cobro del contrato que la autopartista entrega al fideicomiso se pueden emitir Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) para obtener el financiamiento que permita poner en marcha un proceso productivo que asegure el flujo de fondos. Se deberían instrumentar VDF que tengan un periodo de gracia que varíe entre 8 y 12 meses para que se realicen las inversiones y luego, en función de las ventas, se comiencen a efectuar los pagos. En cuanto al rendimiento, debería compatibilizarse una tasa entre las necesidades del fideicomiso y la demanda del mercado.

Además de la cesión de los derechos del contrato de compra, el o los fiduciantes pueden actuar como garantes del pago de los servicios de deuda. En tal sentido, deberían estructurarse documentos de deuda a favor de los titulares de VDF con cláusulas especiales de cobro solo en el caso de que el fideicomiso no cumpla sus obligaciones. Otra importante garantía sería que los Certificados de Deuda estén garantizados por SGR, renovando la importancia de una entidad local por el mayor conocimiento de las pymes cordobesas.

Este tipo de contratos de gran envergadura también podrían utilizarse para que las autopartistas se acerquen al Mercado de Capitales mediante la emisión de ON. Las empresas en este caso pueden desarrollar el proyecto de inversión para el montaje de una nueva línea de producción y buscar la financiación en el Mercado de Valores.

Para ello las empresas autopartistas que consideren esta opción, deberán elegir una Sociedad de Bolsa que ejerza como estructuradora y colocadora en el Mercado Primario. Sería necesaria la presentación de información contable, del proyecto y se redactaría un prospecto de

emisión donde consten las formas de pago de la deuda y los plazos, además de la información previamente desarrollada.

Las ON pueden estar garantizadas por los contratos, o por fideicomiso de garantías donde la autopartista pueda aportar activos. Con este tipo de garantía la empresa se asegura que en caso de no funcionar la operación, los inversores solo pueden accionar sobre los bienes del fideicomiso.

#### **5.5.4.6 Sector lácteo**

Teniendo en cuenta las características del sector analizadas previamente, por un lado se recomienda enfáticamente el uso del nuevo Pagaré Bursátil por su ductilidad y porque permite plazos de financiación que pueden llegar hasta los 36 meses con solo tener el aval de una SGR.

También se podría utilizar el sistema directo constituyendo las garantías necesarias que exija el mercado. Las industrias podrían utilizar como garantías productos como son la leche en polvo, el dulce de leche o los quesos duros que por sus propiedades pueden almacenarse periodos de tiempo considerables. Los productores primarios podrían utilizar créditos a favor como son la concesión de la liquidación de leche o incluso hacer prendas sobre el ganado en pie.

Otro de los instrumentos que podría adecuarse al sector y que ha sido instrumentado a grandes escalas en el sector es la securitización de facturas de venta a los grandes centros comerciales. En este tipo de fideicomiso, las usinas lácteas pueden ceder al fideicomiso los créditos a su favor que mantengan con sus clientes más reconocidos y de mejor reputación.

El objeto del fideicomiso consistiría en obtener la liquidez necesaria para la realización de nuevos proyectos de inversión o para cubrir el capital de trabajo que pueda demandar planes de inversión que ya estén en marcha. La empresa que actúe como fiduciante buscará, mediante la reconversión de activos propios ilíquidos en líquidos, la financiación de estos procesos.

Luego, se ceden al fideicomiso facturas de ventas sin garantía a una cartera determinada de clientes que cumplan con ciertos requisitos que acrediten confiabilidad. Por lo general, se recomienda que sean clientes de gran envergadura como son los centros comerciales y cadenas de supermercados. Desde la cesión en adelante el fideicomiso recibirá los pagos de estos clientes.

El fideicomiso que tiene el derecho al cobro mensual de cierto porcentaje de las ventas del fiduciante a sus clientes puede emitir tanto Certificados de Participación (CP) como también Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) para su negociación en el mercado. Sería recomendable el aval de una SGR para darle mayor credibilidad a los instrumentos y lograr mejores tasas para la financiación.

Este tipo de instrumento también podría utilizarse con la denominación Fideicomiso de Garantía y destinarse a ser el instrumento garante de algún otro Valor Bursátil como podrían ser las Obligaciones Negociables.

Un instrumento innovador podría consistir en estructurar un fideicomiso para los productores primarios de leche. La propuesta consiste en que los productores actúen como fiduciantes y cedan a un fideicomiso, que será manejado por un fiduciario, el derecho al cobro de un porcentaje de la liquidación de leche que mensualmente entregan a las industrias. Esto implicaría que cuando la industria haga los pagos debería depositarle una parte al productor y una parte al fideicomiso.

Nuevamente, el fideicomiso puede emitir tanto Certificados de Participación (CP) como también Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) que le permitan hacerse de los fondos para realizar diferentes proyectos de inversión.

En este caso particular el fideicomiso puede estar garantizado por un lote determinado de ganado en pie. Las vacas son casi un activo líquido que pueden venderse con rapidez para pagar a los acreedores en caso de irregularidades.

Por otro lado, las empresas industriales del sector lácteo cordobés también tienen la opción de emitir títulos de deuda para ser negociados en el mercado bajo la denominación de ON. Si bien las ON requieren de una gran labor de estructuración, que puede incluso demorar hasta un año, cuentan con la ventaja de que si logran una buena aceptación se convierten en un instrumento potencial para tener mercado secundario y colaborar al desarrollo del Mercado de Valores de Córdoba.

La mayor parte de las usinas lácteas de Córdoba quedan inmersas dentro del Régimen Pyme por lo cual acceden a distintos tipos de beneficios a la hora de generar su primera estructuración. De todas maneras, el lanzamiento de una ON requiere de la adecuación de la empresa a normas contables, la presentación de información financiera y cierta organización que brinden confianza a los potenciales inversores. Las industrias pueden emitir ON para obtener financiamiento de mediano plazo que puede ir de los 2 a los 4 años para el desarrollo de nuevas líneas de producción o remodelado de instalaciones. Entre las garantías podría incluso proponerse un fideicomiso con créditos por cobrar del estilo del que fue desarrollado en el apartado anterior.

#### **5.5.4.7 Otros sectores: productos para el sector hotelero y minero**

Otro de los sectores que se sometieron a estudio fueron el hotelero y el minero. Las empresas y cámaras participantes de las reuniones evidenciaron tener un nulo conocimiento de las herramientas del mercado de capitales.

El sector minero cordobés está formado por 50 empresas, donde solo 10 son empresas grandes y el resto son empresas pymes familiares. El sector tiene un volumen de facturación que supera los \$6.000 millones pero con una gran concentración.

En cuanto al ciclo de negocios se diferencian dos etapas: la explotación de una nueva cantera necesita de grandes inversiones que tiene un plazo de entre 2 a 3 años hasta obtener las primeras toneladas de producto. En tanto que en las canteras en funcionamiento, las cobranzas por la venta de minerales se realiza a plazos que varían entre 45 a 90 días. Un problema del sector es que no realiza contratos sino que las ventas son por pedidos a los cuales se hace entrega inmediata.

En tal sentido, debido a la inexistencia de contratos que aseguren una regularidad del negocio se hace complicada la adecuación de un instrumento financiero específico para el sector. Para lograr acceder al mercado de capitales mediante la emisión de ON o algún tipo de Fideicomiso Financiero sería necesario que la empresa realice contratos de provisión, por ejemplo con contratistas de obras públicas, con empresas desarrollistas, etc. Si se logra la concreción de este tipo de acuerdos se podrían ceder los derechos a un fideicomiso tanto para hacerlo cotizar en el mercado como para utilizarlo como garantía de una emisión de Obligaciones Negociables.

En cuanto al sector hotelero, el mismo adquiere un importante rol dentro de Córdoba debido a que la provincia recibe turistas para la zona serrana, turistas que hacen visitas culturales por la ciudad y, principalmente, turismo de reuniones. En gran medida, las actividades gastronómicas

micas complementarias a los hoteles son deficitarias para las empresas, aunque constituyen una necesidad. El turismo de reuniones en el que se posicionó la ciudad es el que genera mayor crecimiento del sector tanto para los hoteles que prestan los servicios de reuniones como para los demás que alojan a los asistentes.

El ciclo de negocios del sector hotelero por lo general se caracteriza por tener acuerdos con diferentes empresas para alojar empleados. En algunos casos se acuerdan cantidad de plazas por un periodo de tiempo, en otros se fijan precios, o ambas, pero no siempre existen contratos. Además, se utilizan algunos contratos por la prestación de servicios a plazo por altos montos de dinero, en general en los alquileres de salones para fiestas. Por último, los mayores ingresos se generan durante las temporadas de vacaciones, pero en tales momentos gran parte de la facturación se hace en efectivo o con tarjetas de crédito, lo que permite a la empresa hacerse rápidamente de los fondos.

En términos generales, los hoteles son propiedad de las empresas y construidos con fondos propios. Implican un desembolso de dinero de gran magnitud con un recupero a largo plazo, estimado en 15 años aproximadamente. Las necesidades de financiamiento más destacadas son las relacionadas a la renovación de los hoteles y del equipamiento (mobiliario y otros bienes durables), lo que significa una inversión que debe hacerse cada un plazo de cinco años aproximadamente.

Sobre la base del análisis de estos sectores, lo más recomendable es el acercamiento al mercado de capitales mediante la emisión de pagarés bursátiles, ya que son empresas firmes que no tendrían problemas en lograr un aval de SGR. No se puede recomendar un instrumento particular y específico por la carencia de contratos regulares y porque tampoco fue manifestada por parte de los representantes de los sectores una necesidad financiera que requiera de una herramienta especial.

Las propuestas de financiamiento para el sector incluyen el uso de programas de avales a cheques de terceros para descontar los pagos a plazo de sus clientes corporativos, mediante el aval de una SGR. De esta manera, el sector podría disponer de los fondos que actualmente está cobrando con diferimiento en el tiempo.

Por otro lado, se menciona la posibilidad de generar instrumentos a partir de los contratos con empresas o los pagos futuros de las ventas con crédito. En principio, se podría hablar de fideicomisos financieros donde los activos securitizables sean los contratos con empresas donde existe un riesgo muy bajo de incobrabilidad, y los flujos a cobrar de las ventas a crédito. Según los representantes del sector, utilizando estos flujos se podría acceder al total de financiamiento necesario para las inversiones en renovación de los negocios.

#### **5.5.4.8 Productos para el financiamiento de infraestructura de servicios públicos**

Una de las necesidades que ha tomado prioridad en la agenda del nuevo gobierno de la Provincia de Córdoba es la realización de obras de infraestructura para la provisión de servicios públicos, tanto agua como gas natural.

El funcionamiento general de las inversiones en la provisión de este tipo de servicios es el siguiente: la empresa prestataria decide realizar inversiones para extender o mejorar la provisión del servicio. Para ello llama a licitación con el objetivo de que diferentes empresas constructoras presenten planes de obra y presupuestos. Luego, se elige la mejor opción y se hace el desembolso de dinero para el comienzo de las construcciones. Este proceso implica por el lado de la prestataria hundir grandes montos de dinero que tienen un plazo de recupero extendido en el tiempo.

A los fines de financiar una obra de infraestructura para la provisión de servicios públicos (gas, agua) se propone crear un fideicomiso financiero. El fideicomiso le permitirá a la empresa prestataria evitar tener que hacer grandes gastos iniciales. La idea detrás del fideicomiso es que quien consiga el financiamiento no sea la prestataria sino la empresa constructora que gane la licitación. Lo que hace la prestataria es cederle a la contratista un cierto porcentaje de la facturas de los clientes por la prestación del servicio, la contratista luego cede este derecho a cobrar un flujo de fondos a un fideicomiso y es este último el que emite tanto certificados de participación como valores de deuda fiduciaria para cotizar en el mercado.

Una ventaja de este instrumento consiste en que la empresa prestataria del servicio no tiene que involucrarse en ver cómo financiar las obras, sino que queda a cargo de la contratista conseguir los fondos, aunque contando con la garantía de la cesión de facturas de la empresa prestataria.

El objeto del fideicomiso sería el financiamiento del capital de trabajo para obras de infraestructura que requieren grandes desembolsos de dinero. Las empresas pueden aportar al fideicomiso parte de los flujos de pagos de las facturas de servicios futuras. Desde la cesión de los flujos, el fideicomiso recibirá una parte de los pagos de los clientes. El fideicomiso podrá emitir Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) para su negociación en el mercado. Se propone crear instrumentos con un plazo de 2 o 3 años con amortizaciones intermedias. Se podría agregar como garantía del instrumento bienes prendarios o pagarés emitidos por el fiduciante, de modo de dar mayor seguridad para los inversores.

Se debe destacar que en el diseño e instrumentación de este tipo de herramienta financiera el Banco de Córdoba podría tener un rol principal como agente de cobranza o fiduciario. El banco tiene un gran alcance territorial dentro de la provincia y por lo tanto podría ser el ente recaudador del pago de las facturas por la provisión de servicios en distintos puntos de la misma. Si es el agente recaudador deberá girar los pagos al fideicomiso para que cumpla sus obligaciones y si es agente fiduciario será él mismo quien realice estos pagos.

## 5.6 Política pública de fomento al mercado de capitales

El desarrollo de un mercado de capitales apunta a ayudar a resolver una de las mayores problemáticas de las empresas que es el financiamiento. En este marco se proponen algunas líneas de acción que favorezcan a su desarrollo y crecimiento.

En esta sección se analizan posibles políticas públicas que tienen como objetivo el fomento de la utilización del mercado de capitales por parte de las empresas como fuente complementaria al financiamiento bancario tradicional.

Se abordarán las políticas propuestas desde tres dimensiones diferentes y complementarias entre sí, a fin de generar soluciones que permitan sortear los obstáculos que las empresas cordobesas encuentran para acercarse al mercado de capitales.

### 5.6.1 Programa de Capacitación Financiera en las pymes

Una de las principales conclusiones recogidas en las reuniones mantenidas con los sectores empresarios de la provincia fue que existe una falta de conocimiento generalizada del mercado de capitales, tanto de su operatoria y funcionamiento como de sus posibilidades y ventajas para las empresas. En su mayoría, los empresarios desconocen o tienen un conocimiento muy básico de los instrumentos negociables disponibles, en particular, sobre las posibilidades de utilización de cada instrumento ante diferentes necesidades. Al mismo tiempo, las empresas

presentan un temor a usar las fuentes de financiamiento alternativas al sistema bancario tradicional, ven al mercado financiero como algo ajeno y lejano, y no es tenido en cuenta como una alternativa posible.

Ante esta situación, se sugiere brindar capacitaciones a las empresas que les permitan ver al mercado de capitales como una posibilidad real y cercana. Se plantean seis estrategias para abordar esta etapa de capacitación:

#### **5.6.1.1 Talleres y reuniones en cámaras empresarias**

Para tal fin se requiere la participación de oradores especializados en el tema que puedan presentar a las empresas los instrumentos disponibles, sus características, requerimientos para la empresa, una primera aproximación a los costos en los que se debe incurrir y las ganancias potenciales. El programa de charlas en cámaras debería consistir en al menos dos encuentros anuales a los fines de mantener el interés del sector en la temática. La organización debería estar a cargo de cada cámara y los honorarios del orador o los oradores podrían ser solventados en conjunto por las cámaras y el Estado provincial o el Banco de Córdoba. A su vez, se sugiere mantener un seguimiento de los encuentros realizados en cada cámara por parte del Estado/Banco a los fines de alentar a aquellas asociaciones que no hayan organizado eventos.

#### **5.6.1.2 Talleres y reuniones en las universidades**

Este programa consistiría en disertaciones o jornadas sobre financiamiento en las facultades de ciencias económicas y empresariales (o similares) en universidades de la provincia, tanto públicas como privadas. Estas deberían ser organizadas en conjunto por el Estado provincial o el Banco de Córdoba y las instituciones educativas, con el aporte del financiamiento de los honorarios de los disertantes por parte del primero, y de las instalaciones, gestión del evento y promoción por parte de las universidades.

#### **5.6.1.3 Compromiso del CPCE**

Otro eje de la capacitación financiera es el compromiso del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Provincia de Córdoba, que nuclea a los profesionales de las ciencias económicas. Relacionado con el inciso anterior, el fomento del uso del mercado de capitales requiere contar con profesionales formados en la materia y con la posibilidad de recomendar su uso a las empresas cuando sea pertinente.

En este sentido, el apoyo del Consejo mediante programas de capacitación a sus socios permitiría acercarse al objetivo de contar con profesionales capaces de vincular las empresas al mercado. Las capacitaciones deberían incluir programas de formación con financiamiento conjunto entre la asociación y el Estado/Banco de Córdoba, consistentes en varios módulos que permitan a los asistentes conocer las características, posibilidades y oportunidades que plantea el mercado de capitales. Sería deseable que las capacitaciones se dieran tanto en la capital provincial como en ciudades del interior.

Por otro lado, se considera beneficiosa la creación de una Comisión Asesora relacionada al mercado de capitales en la sede del Consejo, de modo de organizar las capacitaciones, servir como mesa de consultas, compartir experiencias y acercar el mercado de capitales a los profesionales en las ciencias económicas.



#### **5.6.1.4 Asesores in company subsidiados para pymes**

En una etapa más avanzada de la capacitación a las empresas, se sugiere crear un plan de asesoría dentro de la empresa (in company), consistente en una primera consulta con el asesor especializado, subsidiada en un porcentaje por el Estado provincial o el Banco de Córdoba. En caso de que prospere el proyecto de emitir instrumentos negociables en el mercado se podría brindar un reembolso por hasta el 50% de los honorarios del asesor.

De esta forma, se daría a las empresas la oportunidad de capacitarse, explorar las posibilidades reales de su compañía, y se abarataría significativamente el costo de contratación de asesores especializados, que es un impedimento para acceder al mercado en las pequeñas y medianas empresas.

#### **5.6.1.5 Oficina de tutoría en la Bolsa de Comercio de Córdoba**

Se sugiere como alternativa o actividad complementaria la creación de una oficina dentro de la Bolsa de Comercio en la que uno o dos profesionales puedan servir de capacitadores y tutores a las empresas que quieran ingresar al mercado de capitales. La función de esta oficina sería de asesoría a las empresas en cuestiones de organización de la empresa, manejo de libros contables, recordatorios respecto a procedimientos y fechas, y de orientar a la empresa en el camino de reconversión y formalización para ingresar al mercado. Los encargados de la oficina serían financiados por el Estado provincial o el Banco de Córdoba.

Una forma de instrumentar esta oficina podría ser mediante la concesión de becas a los alumnos destacados en años avanzados de carreras de ciencias económicas para realizar su práctica profesional dentro de la Bolsa de Comercio de Córdoba en el área de mercado de capitales. De esta manera no solo se estaría creando un comité asesor para que las empresas puedan ser guiadas en su estructuración para entrar al mercado sino que se brindaría a los jóvenes profesionales la oportunidad de realizar su primera experiencia profesional, formándolos en un área que se intenta promover a futuro.

#### **5.6.1.6 Fortalecimiento y difusión de los programas existentes**

Con el objetivo de brindar una formación integral que permita evaluar y decidir sobre las estrategias de financiamiento e inversión disponible para las empresas, el Instituto de Ciencias de la Administración (ICDA) de la Universidad Católica de Córdoba (UCC), junto a la Bolsa de Comercio de Córdoba y el Banco de Córdoba, ha diseñado el “Programa de Formación Ejecutiva. Nuevas Estrategias de Inversión y Financiamiento”.

El programa se destina a ejecutivos y colaboradores de organizaciones con interés en adquirir herramientas para la toma de decisiones financieras y no es requisito contar con título de grado.

La duración del programa es de 3 meses con dos días de cursado semanales; incluye módulos referidos a las instituciones del mercado de capitales, macroeconomía monetaria y financiera, productos financieros, valuación, derivados financieros e impuestos.

Se considera oportuno fortalecer este tipo de iniciativas y promocionar el programa en las charlas y asesoramientos mencionados previamente, así como a través de las oficinas comerciales del Banco y mediante el Consejo Profesional de Ciencias Económicas.

Se propone, además, modificar la orientación del programa para darle un perfil práctico con profesores participantes del mercado, a fin de dar a los concurrentes una visión de cómo



funcionan los mecanismos de financiamiento por el mercado de capitales en forma operativa en lugar de teórica.

### **5.6.2 Programas para facilitar el financiamiento a las pymes**

La facilitación del financiamiento por parte del Estado provincial constituye un pilar importante para contribuir al crecimiento del sector privado, y al desarrollo económico en su conjunto. En particular, el Estado puede facilitar el financiamiento en el mercado de capitales mediante una serie de programas que se exponen a continuación:

#### **5.6.2.1 Programa de financiamiento para la primera estructuración**

Mediante este programa se brindaría un subsidio para que las empresas pyme accedan por primera vez al mercado de capitales. La medida complementaría al Fondo Asistir, creado a nivel nacional, que no solo presenta el beneficio<sup>18</sup> de financiar los costos asociados a la primera emisión en el Mercado de Capitales de pymes sino que también asegura la colocación firme (underwriting) en el mercado primario hasta 100% de cada emisión primaria.

En este esquema el fiduciante es el Estado Argentino, el agente fiduciario es Nación Fideicomisos S.A., la autoridad de aplicación es el Ministerio de Economía de la Nación, y la aprobación de los proyectos está a cargo del Comité Ejecutivo conformado por el Ministerio de Economía y la CNV.

A nivel provincial se plantea facilitar el acceso de las empresas al Fondo Asistir y complementarlo en caso de ser necesario<sup>19</sup>. La aprobación del programa para las empresas estará a cargo del Gobierno de Córdoba, por medio de un área a la que se destinará dicha tarea.

#### **5.6.2.2 Liquidez**

Al igual que el Fondo Asistir a nivel nacional, se plantea la posibilidad de que el Banco de Córdoba dé liquidez a las emisiones realizadas por pymes de la provincia, garantizando la compra de un porcentaje de la emisión en el mercado primario y comprometiéndose a recomprar los activos en caso de que los tenedores quisieran deshacerse de ellos y no consiguieran demandantes.

Para el Banco de Córdoba, la compra de estos valores representaría una inversión con un rendimiento financiero, a la vez que motivaría el uso del mercado de capitales por parte de las empresas de la provincia.

#### **5.6.2.3 Reactivación de la Sociedad de Garantía Recíproca**

Habida cuenta de los beneficios que implica contar con una SGR local, más aún con participación del Estado provincial, se considera de enorme utilidad para el desarrollo del mercado de capitales retomar las gestiones para la creación de una SRG en Córdoba, detenidas en 2012.

Es indispensable el rol que pueda tener el Estado provincial ante la CNV en las negociaciones para impulsar la aprobación de la SGR. Estas tratativas deberían convertirse en el primer paso para incentivar el uso del mercado de capitales entre las empresas, principalmente entre las pymes cordobesas.

---

<sup>18</sup> <http://www.cnv.gov.ar/web/secciones/portalempresas/inicio/fondoasistir.aspx>

<sup>19</sup> Aún no hay información detallada sobre la implementación.

### 5.6.3 Programas para incentivar las inversiones en Córdoba

El desarrollo del mercado de capitales requiere de la existencia de proyectos redituables que interesen a los inversores. En este punto también es necesario trabajar porque sin dudas es la única manera de crear empleo genuino y desarrollar la provincia.

A continuación, se presentan algunas propuestas que se podrían aplicar para lograr el objetivo de promover las inversiones privadas dentro de la provincia.

#### 5.6.3.1 Fondo de riesgo

Este tipo de financiamiento se focaliza en proyectos de alta incertidumbre, pero que en caso de ser exitosos producen un alto retorno no solo privado, sino también social.

Existen innumerables experiencias internacionales de participación activa del Estado para fomentar este tipo de programas. Las diferencias radican en los porcentajes de financiamiento y las formas de aplicación.

Los emprendedores necesitan el capital al inicio del proceso productivo, por lo que es requisito que ese dinero esté disponible desde el momento de partida del proyecto y no que se entregue a posteriori, puesto que el desarrollo de la idea quedaría sujeto a disponer de capital propio para poder sostener el emprendimiento hasta la obtención de los fondos.

También se recomienda que el Estado sea aportante de fondos (coordinador del programa), pero que se diseñen mecanismos para que se ejecuten esos fondos mediante instituciones privadas que sean co-financiadores de los proyectos. El objetivo de esta aplicación es reducir la burocracia.

Es importante para el desarrollo de la industria del capital de riesgo que el aporte del Estado en las etapas iniciales sea proporcionalmente superior debido a que se asume un mayor riesgo.

Además, se recomienda la selección de las instituciones privadas a través de concursos con un jurado idóneo que esté a cargo de seleccionar los mejores candidatos. Se deben firmar acuerdos de como mínimo 3 años con las instituciones ganadoras para coincidir con los plazos estimados para la maduración de esas inversiones.

Un aspecto clave es la etapa a la que está dirigida la ayuda. Como capital semilla, se necesitan menores aportes por proyecto, aunque el riesgo es mayor. Los aportes para el crecimiento y aceleración suelen ser superiores, no obstante revisten de menor incertidumbre porque a esa etapa llegan las empresas más consolidadas que han logrado superar lo que se conoce como “valle de la muerte”, que es la etapa en la cual no se logra validar el modelo de negocios de la empresa naciente. Ante estas diferentes etapas en el desarrollo de una firma, es importante tener programas para abarcarlos de manera amplia para evitar que realizadas las inversiones iniciales, la empresa tenga que emigrar para seguir creciendo.

#### 5.6.3.2 Centro de inversiones

Esta oficina, que debería ser descentralizada y estar vinculada a los distintos organismos estatales (en especial al Bancor), debería poseer manuales sencillos que contengan los pasos a seguir para radicar inversiones en la provincia.

Dentro de los manuales a desarrollar se deberían contemplar requisitos para habilitaciones de instituciones de índole provincial y nacional (bomberos, SENASA, etc.); un listado y pasos a seguir para acceder a los programas de política pública provincial que favorecen las nuevas inversiones; un listado y pasos a seguir para acceder a los programas nacionales para favorecer inversiones; y listados de herramientas financieras bancarias y del mercado de capitales, otorgando ayudas para lograr acceder a ellas.

#### **5.6.4 Rol del Banco de Córdoba**

##### **5.6.4.1 Brindar infraestructura para capacitaciones en finanzas**

El Banco de Córdoba, como la institución financiera más importante de la provincia, debería cumplir un rol central en la capacitación de profesionales, cámaras y empresas sobre el mercado de capitales. Con este fin se propone que se dicten talleres y cursos de capacitación en las instalaciones de la entidad, de modo que el banco sea un actor principal en la estrategia de formación. Al mismo tiempo, profesionales del banco con experiencia en cuestiones financieras podrían agregar valor a las capacitaciones, siempre pensadas con una visión práctica y aplicada.

##### **5.6.4.2 Fortalecimiento de oficina de inversiones**

Otro rol factible del Bancor consiste en acercar a inversores y empresas. Se deberían potenciar los canales del banco para informar a las empresas acerca de las posibilidades de financiarse utilizando herramientas alternativas, de modo que las empresas no vean al mercado de capitales como un sistema alejado de sus posibilidades sino como un complemento a los sistemas tradicionales.

##### **5.6.4.3 Estructurador y colocador**

La cercanía del banco con las empresas de Córdoba le permite conocer sus características, flujos financieros y necesidades. En este marco, sería posible que el banco funcione como estructurador y colocador de instrumentos de las empresas locales, tarea que ha realizado en otras oportunidades con títulos públicos provinciales.

##### **5.6.4.4 Liquidez<sup>20</sup>**

Por un lado se plantea la función de asumir la figura de proveedor de liquidez (market-maker) para instrumentos avalados<sup>21</sup>. Generalmente se encuentran pocos compradores cuando las tasas están altas, y una alta demanda cuando están bajas. La explicación es que las compañías de seguros envían fondos a los fondos pymes a fin de cada trimestre y luego la retiran, generando picos de demanda en esos momentos con fuerte baja de tasas.

El negocio de market-maker o proveedor de liquidez se pacta generalmente con un mercado, a través de la firma de un convenio con este, y en general se negocian condiciones especiales para operar (mejores a las de un ALyC común), pero a cambio de obligaciones para el market-maker, por ejemplo, mostrar puntas siempre, con un spread máximo. Los especialistas lo

---

<sup>20</sup> Sección escrita sobre la base de la legislación vigente al momento de la redacción de este informe (diciembre de 2015).

<sup>21</sup> Los instrumentos avalados son casi en su totalidad cheques a no más de 360 días que poseen muy poca oferta en mercado secundario y en general encuentran demanda.

entienden como un negocio de volumen, con activos que operan a diario; no hay que pensar lo para activos que no tienen nada de mercado secundario, y en algún momento alguien (o todos) quieren vender. En ese caso no funciona. El negocio de market-maker se basa más bien en mostrar puntas a diario, con el fin cruzar oferentes y demandantes, ganando el spread en una parte de las operaciones, y mandando a mercado otras. Se cree que para poder llevar adelante esta alternativa, sería necesario que se termine de aprobar el ByMA.

Por otro lado, se estudió la posibilidad de crear un Fondo Pyme<sup>22</sup> entre el banco y algunas organizaciones. De acuerdo a especialistas, para que sea viable es necesario captar a las compañías de seguro, porque de otra manera, nadie que no esté obligado a hacerlo va a invertir en un fondo de tan baja rentabilidad relativa. El objetivo de contar con un Fondo Pyme a nivel provincial es incentivar el acercamiento de las pymes de Córdoba al mercado, además sabiendo que cuentan con un comprador de sus productos, y que no dependen solo de fondos de otras provincias.

Adicionalmente, frente al cambio político, se podría esperar que se arbitren los pecios relativos (tasas), situación que permitiría que los fondos pymes sean más rentables que el resto. Sin embargo, si los fondos pymes siguen teniendo gran componente de avalados, eso no es riesgo pyme, sino riesgo SGR, que tienen garantías líquidas y riesgo muy bajo.

#### 5.6.4.5 Creación de un fondo inmobiliario

Un instrumento financiero innovador en la provincia que podría ser organizado por el Banco de Córdoba es el armado de Fondos Comunes de Inversión especializados en activos inmobiliarios.

Este Fondo utilizaría el ahorro de los inversores para comprar departamentos, casas e inmuebles y administrar las rentas que los mismos generen. De esta forma, los inversores estarían directamente expuestos a la renta inmobiliaria sin la necesidad de contar con el total de dinero para lograr adquirir un inmueble.

De acuerdo a los especialistas del mercado, este tipo de instrumentos podría tener una amplia demanda por parte de inversores que se expondrían al riesgo y la renta de inversiones tradicionales y conocidas, sumado a la seguridad que el Banco de Córdoba pueda generar. Además podría existir demanda por parte de otros fondos interesados en diversificar sus carteras adquiriendo instrumentos de diferentes sectores.

### 5.7 Consideraciones finales

A pesar de su extensa trayectoria histórica, el mercado de capitales en Argentina se encuentra en un estadio emergente. Al no lograr el pleno desarrollo de su potencial como fuente de financiamiento del desarrollo económico, se ha mantenido en una magnitud relativa marginal. Una cifra que confirma esta afirmación es el valor de las nuevas emisiones en porcentaje de la formación bruta de capital fijo. Este indicador, reflejo de la participación del mercado bursátil en el financiamiento de la inversión, es de solo 0,25%, significativamente menor que el de otros países sudamericanos cuyos valores se encuentran entre 1,5% y 8,6%. Esto también subraya que el mercado bursátil argentino es muy pequeño y las empresas utilizan otras fuentes de financiación. La situación se ve agravada cuando se consideran los mercados del interior, como es el caso de Córdoba.

<sup>22</sup> La Resolución General 640/2015 introduce modificaciones a las NORMAS de la CNV (N.T. 2013 y modificatorios).

A lo largo del proyecto titulado “Lineamientos para el desarrollo del crédito productivo en Córdoba mediante el mercado de capitales” se llevaron a cabo 14 reuniones con cámaras empresarias de los principales sectores productivos de la provincia con el fin de conocer el funcionamiento de sus respectivos rubros, características y necesidades de las empresas, y además presentarles las distintas posibilidades de financiamiento que ofrece el mercado de capitales, en caso de que lo desconocieran. A estas reuniones con empresas se le sumaron 2 reuniones con compañías de seguros para analizar los requerimientos de la demanda de activos financieros. Luego, analizando las necesidades de los sectores, se buscaron los instrumentos financieros que mejor se ajustaran a sus requerimientos. Los dos instrumentos que más se adaptaron a la generalidad de los sectores estudiados fueron los pagarés bursátiles y los cheques de pago diferido, los cuales funcionan como genéricos y no requieren de una adecuación ni diseño especial para un sector en particular. Asimismo, pueden funcionar como una primera instancia de acercamiento de las empresas al mercado de capitales, usando herramientas de manejo habitual pero dentro de un contexto diferente. Se identificaron, además, instrumentos financieros aplicables a cada sector en particular.

Sobre la base de la información recabada, se llegó a la conclusión de que entre los distintos sectores empresariales existe un alto grado de desconocimiento generalizado del funcionamiento y la operatoria tanto del mercado de capitales como de las herramientas de financiamiento que este posee. Otra conclusión importante tuvo que ver con una problemática ya conocida: las trabas de financiamiento que enfrentan las pymes para desarrollarse. Esta estrechez financiera las hace perder negocios, evita que se encaren proyectos e impide el aumento del empleo en la provincia. Además, dada la importancia que tiene el sector privado en la riqueza provincial, se analizó impulsar la generación de proyectos productivos ya que permite la generación de puestos de trabajo de distinta calificación. Adicionalmente se produce un derrame al resto de la sociedad que mejora el bienestar general.

Luego, se abordaron las propuestas desde tres dimensiones diferentes y complementarias entre sí, a fin de generar soluciones que permitieran sortear los obstáculos que las empresas cordobesas encuentran para acercarse al mercado de capitales: capacitación financiera; facilitar el financiamiento a las pymes; e incentivar las inversiones en Córdoba.

Con relación al primer eje, se plantea brindar capacitaciones a las empresas que les permitan ver el mercado de capitales como una posibilidad real y cercana. Ello se logrará a partir de talleres y reuniones en las cámaras sectoriales y en universidades, del compromiso del Consejo Profesional de Ciencias Económicas, de asesores in company para pymes subsidiados, de la creación de una oficina de tutoría en la Bolsa de Comercio de Córdoba y del fortalecimiento y difusión de los programas existentes.

Respecto del segundo eje, se propone un programa de financiamiento para la primera estructuración, un reintegro de los costos de estructuración, y fundamentalmente la reactivación de las tratativas para crear una Sociedad de Garantía Recíproca en la provincia.

Dentro del tercer eje, se presentan algunas propuestas que se podrían aplicar para lograr el objetivo de promover las inversiones privadas dentro de la provincia: un fondo de riesgo que facilite el financiamiento y una oficina de inversiones que posea manuales sencillos que contengan los pasos a seguir para radicar inversiones en la provincia.

Por último, el rol del Banco de Córdoba dentro de este marco podría resumirse en cinco propuestas: que brinde infraestructura para capacitaciones en finanzas, que fortalezca la oficina de inversiones, que asuma el rol de estructurador y de colocador de instrumentos en el mercado, que otorgue liquidez, y que cree un fondo inmobiliario.



## Anexo A5: Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)

*Los cambios en los mercados financieros nacionales, la globalización y la expansión del comercio han transformado los flujos financieros. Esta internacionalización ha sido acompañada por el MILA, un ambicioso proyecto que busca ofrecer más oportunidades de financiación a los emisores en el mercado bursátil, en lo que representa un paso más hacia la vinculación de los mercados de la región y la ampliación del libre movimiento de capitales.*

### A5.1 Introducción

En las últimas dos décadas se ha producido un fenómeno de internacionalización de los mercados bursátiles, dotando a los mercados de un mayor número de productos financieros e incrementando los flujos de inversión. Copenhague y Estocolmo convinieron, en 1998, fundar la “Alianza NOREX”, un convenio estratégico único por ser la primera alianza de bolsas para implementar un sistema conjunto de negociación de acciones, que además armonizaba las normas y requerimientos en los intercambios con respecto al comercio y la pertenencia.

En el año 2000, y recibiendo mayor atención internacional, se dio la fundación de “EURONEXT”, a través de la fusión de las bolsas de valores de Ámsterdam, Bruselas y París, con el objetivo de dotar de mayor solidez a los mercados accionarios pequeños que no podían competir en materia de liquidez con los más grandes. Con posterioridad, las bolsas de Lisboa y Oporto se integraron igualmente. En 2007, EURONEXT se fusionó con el “NYSE” (New York Stock Exchange), con el propósito de ampliar aún más el mercado de valores y reducir los costos, dando origen a “NYSE EURONEXT”.

Con fines similares, esto es, aumentar la contratación de valores y por lo tanto la liquidez de las empresas, ampliando sus posibilidades, surgió una iniciativa orientada a la creación de un mercado más amplio y eficiente, que otorgara a los inversores mayores posibilidades de acceso a los mercados. Así las cosas, se estableció el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), una plataforma concretada el 30 de mayo de 2011. La misma involucra la colaboración de las Bolsas de Chile, Colombia, Perú y, a partir de mediados del año 2014, México. Desde entonces, el MILA se trata del mercado bursátil más grande de América Latina, tanto en términos de capitalización como en número de empresas cotizando.

La visión de MILA es “ser el mercado de valores más atractivo de la región”. Está dirigido a impulsar la inversión extranjera en acciones cotizadas en las bolsas de estos mercados, intentando crear un mercado único, en el que los intermediarios de los países puedan comerciar sin la necesidad de dirigirse a comisionistas extranjeros. En lugar de ello, se trata de que puedan operar a través de su comisionista local con una misma plataforma tecnológica y un mismo conjunto de reglas (Romero Álvarez, 2013). La idea central es que el emisor tenga más posibilidades de financiar sus actividades y pueda atraer a un mayor número de potenciales inversores gracias a una plataforma integral y un mercado más grande.

Un objetivo que se puede mencionar es la estimulación de la inversión, la competencia y la eficiencia en los mercados bursátiles de los países participantes, al tiempo que proporciona a los inversores más alternativas de inversión: los diversos países y sus industrias específicas. Complementariamente, el MILA se propone fortalecer las relaciones entre los agentes, a través del establecimiento de normas internacionales y el relanzamiento del mercado bursátil como una mejor fuente de financiamiento e inversión, de modo que sea posible generar un valor agregado a las economías de los países (Cruz Kamiche, 2014).

Los objetivos, en definitiva, conforman un ciclo: hipotéticamente, un mercado amplio otorga a los inversionistas un fácil acceso para invertir. Por su mayor diversificación y balance entre riesgo y rentabilidad, nuevos inversionistas ingresan al mercado bursátil. La mayor presencia de inversionistas atrae a más emisores, lo cual a su vez conduce a un mejor flujo de capital. Los emisores obtienen mayor liquidez por tener a disposición fuentes adicionales de financiación. Una alta liquidez y posibles inversiones en nuevos productos o similares son, de nuevo, una buena señal para los inversionistas. Esto resulta en un circuito en el que los objetivos se refuerzan mutuamente. Todo deriva en una promoción de los negocios regionales y el desarrollo de nuevos productos, a través de las economías de escala, la comercialización conjunta y el posicionamiento. Finalmente, se sigue una mayor captación de la atención internacional, afectando positivamente la propensión a invertir en la región.

## A5.2 Desarrollo del MILA

En el año 2007, las Bolsas de Colombia (BVC) y de Lima (BVL) propusieron un proyecto de cooperación conjunto denominado Pacto Andino. Si bien se decidieron acuerdos, las actividades fueron suspendidas en 2008. En 2009 se acordaría la fundación de una plataforma de negociación común con Chile, que había tenido intenciones de participación en primer lugar, y se escribió un memorando de entendimiento. El 9 de noviembre de 2010 comenzó el proceso para formar un mercado integrado, que se entendía, fortalecería la compra y venta de acciones en la región (Arboleda Martínez & Valencia Bedoya, 2012).

Debido a la complejidad normativa, operativa y técnica del proceso de integración de los mercados, el proyecto se dividió en dos fases. La primera consistía en la creación de un sistema técnico que facilite el acceso al mercado local para los intermediarios extranjeros. Para ello se desarrollaron mecanismos específicos y métodos de enrutamiento. En la segunda fase se desarrollaron normas comerciales, así como un modelo de mediación, negociación, liquidación y compensación para los mercados.

El MILA entró en operación el 30 de mayo de 2011, con la participación de 541 empresas de los tres miembros fundadores y 85 intermediarios autorizados para operar. La plataforma tenía en total una capitalización bursátil de US\$644.941 millones, según la WFE (World Federation of Exchanges). El mercado de Chile era el mercado más grande con una capitalización de US\$340.072 millones, seguido de Colombia, de US\$217.679 millones y Perú, de US\$87.190 millones.

Se pronosticaba para Perú un volumen de comercio diario de US\$30 millones en septiembre de 2011. Sin embargo, el volumen total acumulado de los cuatro meses desde la puesta en marcha únicamente alcanzó los US\$2 millones. Esto sucedió de manera extensiva a todos los miembros: el desarrollo del mercado no se dio de acuerdo a su planeamiento original y los volúmenes de operaciones no se desarrollaron lo suficiente. Además, el MILA debió lidiar con problemas regulatorios.

Desde 2014 el mercado fue ampliado debido a que el MILA recibió la adhesión de la Bolsa de México, país que junto a Chile, Perú y Colombia es miembro de la Alianza del Pacífico. Transcurrido cierto plazo de implementación, desde 2015 es posible negociar con derivados de la bolsa de México en los otros tres Estados y viceversa. La inclusión de México ha incrementado el número de empresas cotizando en más del 40% y ha convertido a la organización en el mercado bursátil más grande de América Latina en términos de capitalización.

Ciertamente, con la Bolsa de México los valores totales han subido. No obstante, individualmente el desarrollo en los distintos países no es mejor. Por el contrario, la capitalización bursátil ha bajado fuertemente en Chile de US\$341.799 millones en 2010 (Schamann, 2013) a



US\$231.544 millones a marzo de 2015 (una reducción equivalente a 32 puntos porcentuales). Lo propio ha sucedido en Colombia, donde de una capitalización doméstica de US\$208.502 millones en 2010 se ha pasado a US\$125.621 millones (mengua del 40%). Asimismo, en Perú, la capitalización de US\$103.347 mermó en 31% para ser US\$71.565 en marzo de 2015. La desaceleración de las economías de la región ciertamente ha impactado. Empero, esta situación demuestra que la influencia del MILA todavía no es tan fuerte como se esperaba, y la unión de los mercados no ha logrado impedir la caída de las capitalizaciones bursátiles de las distintas bolsas.

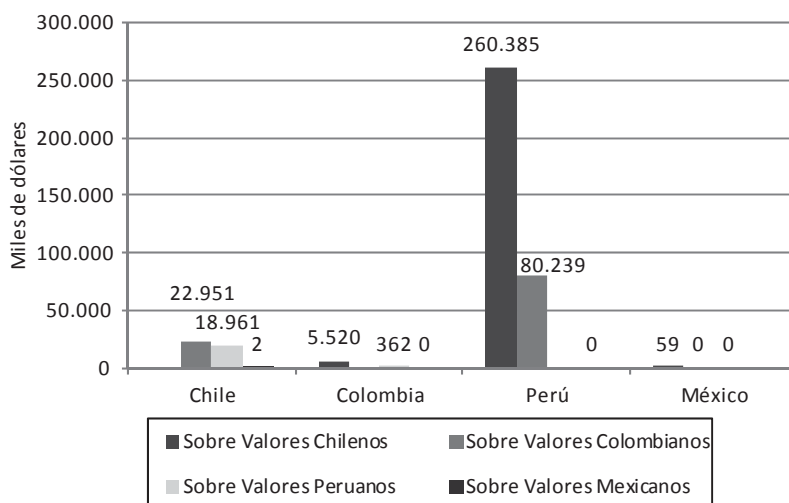
**Cuadro A5.1: Datos claves de MILA. Marzo 2015**

| País     | Capitalización Doméstica* |         | Emisores 2015 | Intermediarios (activos en MILA) 2015 |
|----------|---------------------------|---------|---------------|---------------------------------------|
|          | 2010                      | 2015    |               |                                       |
| Chile    | 341.799                   | 231.544 | 228           | 26 (12)                               |
| Colombia | 208.502                   | 125.611 | 74            | 23 (14)                               |
| Perú     | 103.347                   | 71.565  | 275           | 25 (10)                               |
| México   | 454.345                   | 470.894 | 167           | 32 (2)                                |
| Total    | 1.107.993                 | 899.614 | 744           | 107 (38)                              |

Nota: \*en millones de dólares

Fuente: IIE sobre la base de FIAB, WFE y MILA.

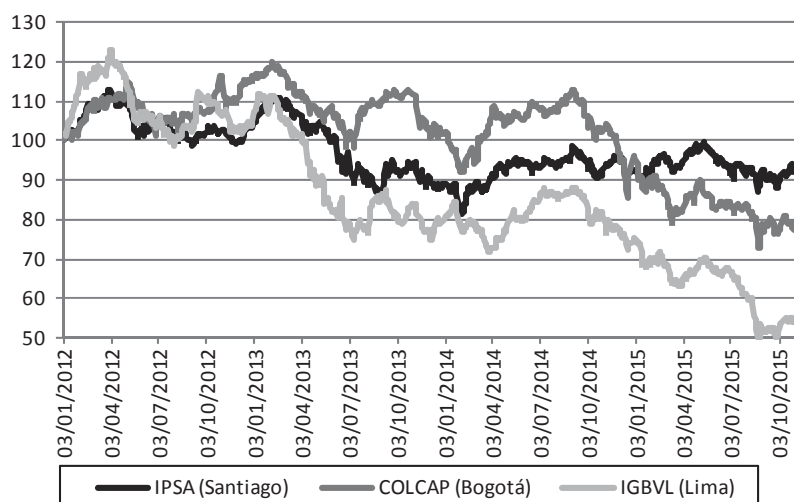
El volumen acumulado de las transacciones que el MILA ha registrado a través de la infraestructura de la integración está representado en el Gráfico A5.1. Según el MILA, desde el inicio del negocio en mayo de 2012 hasta marzo de 2015 han tenido lugar 11.122 operaciones, acumulando montos por US\$365.605.558 mediante la plataforma. De este volumen, las acciones que más se han transado son los valores chilenos con US\$253.604.607, que representan 69,37% del volumen total. Detrás siguen valores colombianos con un total de US\$95.297.188 (26,07%), peruanos con US\$16.701.889 (4,57%) y en último lugar valores mexicanos con US\$1.874 (0,001%). Alrededor del 87% del volumen total proviene de transacciones en Perú.

**Gráfico A5.1: Volumen transado a través de la infraestructura MILA, acumulado hasta marzo de 2015**

Fuente: IIE sobre la base de MILA.

Como ya se ha mencionado, el desenvolvimiento de los mercados no ha sido satisfactorio, y los números empeoran con los análisis realizados en dólares. En el Gráfico A5.2, se presenta el desempeño de los índices bursátiles de Chile, Perú y Colombia con base en enero de 2012. Los valores han bajado desde 2013 en adelante. A noviembre de 2015, el índice de Colombia representa un 30% menos que su valor del mismo mes de 2012; el de Perú, 50% menos. El desempeño chileno no fue más destacable, con un retroceso del 10%.

**Gráfico A5.2: Desempeño de los índices de los mercados de MILA de enero de 2015 a marzo de 2015.**  
Índice base ene-12=100



Nota: en porcentaje del valor inicial de enero 2012  
Fuente: IIE sobre la base de Yahoo Finance, S&P y BVC.

Este retraso en el despegue del MILA podría deberse al bajo conocimiento que los agentes tenían, al momento de su inicio, sobre las empresas y sectores de otros países. Se necesita un tiempo de transición para que adquieran una mejor idea de los otros mercados. Una vez ya conocidas esas acciones, es posible recomendarlas a otros miembros. Por otra parte, existe la impresión de que los miembros del MILA tienen diferentes ideas sobre sus roles en la organización, reclamando cada quien un papel más importante para su mercado, lo cual inhibe el desarrollo conjunto.

### A5.3 Rol, características y funcionalidad

La mayoría de las empresas que cotiza en bolsa es altamente líquida y posee un gran volumen de comercio, lo cual las hace muy atractivas para inversores extranjeros, que han mostrado reforzado interés en empresas de países emergentes en los últimos años (Informativo Caballero Bustamante, 2011). Para beneficiarse mutuamente con un mayor tamaño y un crecimiento compartido, sin dejar de preservar la independencia de cada mercado, el MILA se presenta como “la primera iniciativa de integración bursátil transnacional sin fusión o integración corporativa a nivel global”. La organización utiliza herramientas tecnológicas para el comercio y la armonización de la regulación, de modo que los mercados sean independientes pero el comercio de acciones entre todos los países sea reflejado por un único libro.

Cada bolsa opera en su mercado local, pero todos están conectados con las demás. El MILA funciona con una red de enrutamiento de mensajes basada en el protocolo FIX (Financial Information eXchange), un estándar de mensajería que permite la transferencia electrónica

eficiente de pre-negociación, comercio y post-negociación entre todos los participantes, como los corredores y las bolsas. Gracias a esta tecnología que facilita el envío de las órdenes a los distintos mercados bursátiles, los clientes pueden negociar con instrumentos listados en otras bolsas junto a los de la propia, así como inversores externos al MILA ven simplificada la negociación con valores de todas las empresas: alcanza con abrir una cuenta en uno de los países (no es necesario abrir cuentas independientes en los demás), para estar habilitado a negociar con acciones de otras bolsas sobre su bróker (Hogue, 2011). Cuando un pedido está remitido al corredor local, es transmitido a la correspondencia extranjera en que se negociará la acción. Por lo tanto, es necesario que el agente competente tenga un convenio de correspondencia que le permita reenviar las solicitudes. Después de que los fondos han sido transferidos a la cuenta, el inversor contacta al intermediario para iniciar una orden en uno de los mercados.

La negociación tiene lugar en la moneda de origen del país en que la compañía está listada. La liquidación de la transacción también se realiza en el país, donde este instrumento está enumerado. El intermediario local tiene que efectuar la operación de forma bilateral con su corresponsal y acordar el procedimiento cambiario (Moreno Pacheco, 2013). Las bolsas continúan administrando su propio mercado, por lo que determinan las reglas.

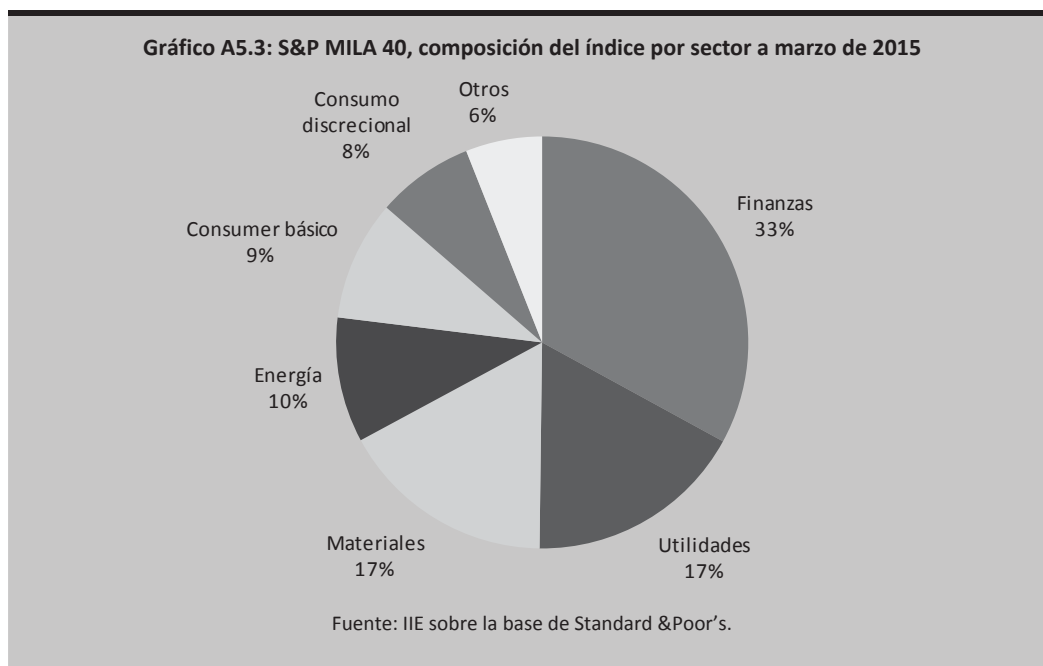
El MILA facilita las tareas a los inversores privados e institucionales ya que obtienen acceso a un gran número de emisores a través de un único punto de acceso, a la vez que aumenta la gama de instrumentos financieros, ya que existen diferentes tipos de productos en los países (como carteras colectivas o productos derivados), lo cual amplía las oportunidades de inversión (Arboleda Martínez & Valencia Bedoya, 2012). Esto se traduce, en definitiva, en mayor diversificación.

La diversificación mejora el balance de riesgos. De acuerdo a la teoría del mercado de capitales de Markowitz, es necesario diversificar las inversiones en diferentes mercados, sectores e instrumentos financieros para maximizar la rentabilidad y minimizar el riesgo diversificable. Cada uno de los mercados presenta un sesgo importante hacia unos pocos sectores<sup>1</sup>, sin embargo el mercado bursátil regional tomado en su conjunto tiene una distribución sectorial equilibrada y una concentración limitada en industrias específicas. En consecuencia, los inversionistas pueden diversificar sus portafolios, aprovechar las ventajas de los diferentes mercados, eludir las fluctuaciones regionales y mejorar el balance de riesgo-rentabilidad.

#### Recuadro A5.1: S&P MILA 40

En agosto de 2011 Standard and Poor's dio comienzo al S&P MILA 40, que monitorea el comportamiento de las 40 acciones más líquidas de MILA, apuntando a servir como indicador clave del desempeño del mercado de valores integrado. Inicialmente, en julio de 2011, el índice estaba compuesto por 22 valores de Chile, 12 de Colombia y 6 de Perú. A las empresas chilenas correspondía un 49% de la ponderación del índice, 32% a las colombianas y 19% a las peruanas. Los sectores más importantes eran minería (25%), financiero (25%) y público (11%). A marzo de 2015 de la distribución del índice está ilustrada en el Gráfico A5.3.

<sup>1</sup>Por ejemplo, el mercado de valores peruano está impulsado principalmente por la industria minera, pesando casi dos tercios del índice IGVBL para el sector de materiales. Asimismo, el índice COLCAP de Colombia se concentra especialmente en los sectores financieros, de energía y de materiales (los cinco componentes principales en torno a los cuales se aglomera 50% del índice son Bancocolombia, Ecopetrol, Grupo de Inversores Suramérica, Grupo Nutresa y Grupo Argos). En Chile y México, en cambio, los mercados presentan una mayor diversificación relativa. Aun así, existe una alta concentración en algunos sectores (S&P Dow Jones Indices, 2013).



En cuanto a los intermediarios, se ven beneficiados en tanto que el MILA les facilita un mayor cúmulo de instrumentos para ofrecer a sus clientes locales. Los agentes tienen la oportunidad de crear nuevas carteras gracias a una mayor oferta de productos y menores costos de intercambios, lo cual permite atraer a más clientes, fomentando el atractivo y la competitividad de las plazas bursátiles (Hogue, 2011).

La introducción del sistema interconectado de información beneficia a los brókers y a las bolsas, dado que permite adoptar estándares internacionales y así utilizar un marketing y posicionamiento conjunto, visibilizando - y luego, atrayendo más inversores nacionales o extranjeros - paralelamente al MILA y las empresas, resultando en un aumento de la actividad bursátil y del flujo de capital (Arboleda Martínez & Valencia Bedoya, 2012). La visibilización no se limita a las empresas sino a la región, que en lugar de ser considerada un pequeño mercado individual, es entendida como un único gran mercado emergente, en vías de integración económica y de adquisición de mayor estabilidad en las reglas del juego. Con esto, se quiere ser la región más competitiva de Latinoamérica.

Los emisores ya existentes, por su parte, obtienen un acceso más fácil a un mercado más amplio, lo cual les facilita más operatividad y liquidez. El mayor monitoreo expone a los inversores a una presencia internacional e impulsa la eficiencia del gobierno corporativo. En cuanto a los emisores nuevos, estos se ven incentivados a salir a bolsa, puesto que acarrea múltiples beneficios. En primer lugar, una salida exitosa al mercado bursátil genera confianza en la empresa, aumenta el conocimiento sobre la marca, y puede atraer a nuevos clientes. En segundo lugar, permite a una empresa aumentar su base de capital permanente y garantizar la independencia sostenible, dado que el financiamiento corporativo es menos dependiente de la situación financiera personal de los accionistas existentes, asegurando la continuidad de la actividad empresarial. En tercer lugar, una mejor cuota de capital propio también aumenta la solvencia de una empresa porque provoca una mayor responsabilidad potencial. En cuarto lugar, la alimentación de capital incrementa el margen de crédito adicional, lo cual junto a la cotización en bolsa fortalece la posición de una empresa frente a bancos y otros prestamistas, propiciando menores costos para el acceso a capital externo. En quinto lugar, la empresa es

menos propensa a las crisis, ya que a mayor capital propio, mayor capacidad de resistir pérdidas y adoptar contramedidas apropiadas. Finalmente, el mercado de capitales ofrece más posibilidades de financiamiento, que en algunos casos es más barato que la banca tradicional. Más aún, la salida a bolsa abre la ventana a la oportunidad de ampliar capital: emitir nuevas acciones o utilizar otros instrumentos de financiación.

#### A5.4 Qué podría aprender Argentina del MILA

Desde 1990, el número de empresas nacionales que cotiza en los mercados se redujo marcadamente, de 178 a 95 en 2014. Su capitalización bursátil (el valor actual de una empresa en el mercado de valores, calculado por el producto del precio por acción por el número total de acciones de la empresa), en tanto, no sigue una tendencia clara. En general, por cada dos años de aumento se siguen dos años de disminución. Debe además tenerse en cuenta a los grandes valores atípicos, como el posterior a la crisis de 2002 que luego se recuperó. Como muestra el Gráfico A5.4, a pesar de que la capitalización media ha aumentado en los últimos años, se ha fracasado en el objetivo de conseguir un salto de desarrollo.



Fuente: IIE sobre la base de WFE.

El Cuadro A5.2 muestra la capitalización bursátil de las empresas domésticas en dólares a lo largo de los últimos seis años. Es llamativo que todos los mercados se hayan recuperado de la crisis financiera internacional de 2008 dos años más tarde (los mercados de Buenos Aires, Santiago y Lima llegaron incluso a su punto más alto en ese año). A partir de entonces, empero, el desarrollo tomó nuevamente una tendencia negativa<sup>2</sup>, excluyendo un repunte de todos los países - excepto Argentina - en 2012.

<sup>2</sup> La capitalización bursátil de la Bolsa de Brasil bajó un 45% entre 2010 y 2014. Los mercados de Chile y Colombia registraron en el mismo periodo una disminución de alrededor del 30%. Considerando solamente los últimos dos años, el descenso de Colombia llega a 44%. En cambio, la bolsa de México pudo mantener su nivel en los últimos años, y solo hubo una disminución moderada en Perú.

**Cuadro A5.2: Capitalización bursátil de las empresas domésticas. En millones de dólares**

|              | 2009      | 2010      | 2011      | 2012      | 2013      | 2014    |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|
| Buenos Aires | 45.744    | 63.909    | 43.579    | 34.254    | 53.104    | 60.142  |
| São Paulo    | 1.337.247 | 1.545.565 | 1.228.936 | 1.227.447 | 1.020.455 | 843.984 |
| Santiago     | 230.732   | 341.798   | 270.289   | 313.325   | 265.150   | 233.245 |
| Bogotá       | 140.519   | 208.501   | 201.295   | 262.101   | 202.693   | 146.745 |
| México, D.F. | 352.045   | 454.345   | 408.689   | 525.056   | 525.015   | 480.245 |
| Lima         | 71.662    | 103.347   | 81.878    | 102.616   | 80.977    | 78.840  |

Fuente: IIE sobre la base de WFE.

Aunque la capitalización bursátil del mercado de Buenos Aires entre 2010 y 2012 se redujo a casi la mitad, en los dos años siguientes la recuperación es perceptible. Pese a ello, el mercado de capitales argentino es, en estos términos, el más pequeño en comparación con los demás. El bajo nivel de desarrollo del mercado argentino se esclarece con la comparación con el producto bruto interno. La capitalización bursátil en porcentaje del PBI es un indicador simple muy utilizado para determinar si los precios en el mercado de valores son bajos, adecuados o demasiado caros.

El Cuadro A5.3 ofrece los indicadores fundamentales del año 2012. En él se encuentra que Argentina tuvo la capitalización doméstica más baja de los países considerados, a pesar de ser la tercera mayor economía. Por lo tanto, la capitalización en porcentaje del PBI (7,20%) es mucho más pequeña que las demás. Dicho indicador para Chile supera al valor total de su producción (más de 116%) e incluso las economías más pequeñas, como la peruana, mantuvieron valores significativamente más altos. Otro indicador interesante surge del valor de las nuevas emisiones en porcentaje de la formación bruta de capital fijo, lo cual muestra cómo el mercado bursátil participa en el financiamiento de la inversión en una economía. Como este valor, de 0,25% en Argentina, es significativamente menor que en los demás países considerados (donde se encuentra entre 1,5% y 8,6%), se evidencia que las empresas utilizan otras fuentes de financiación más allá del mercado de capitales.

**Cuadro A5.3: Indicadores bursátiles, en millones de dólares. Año 2012**

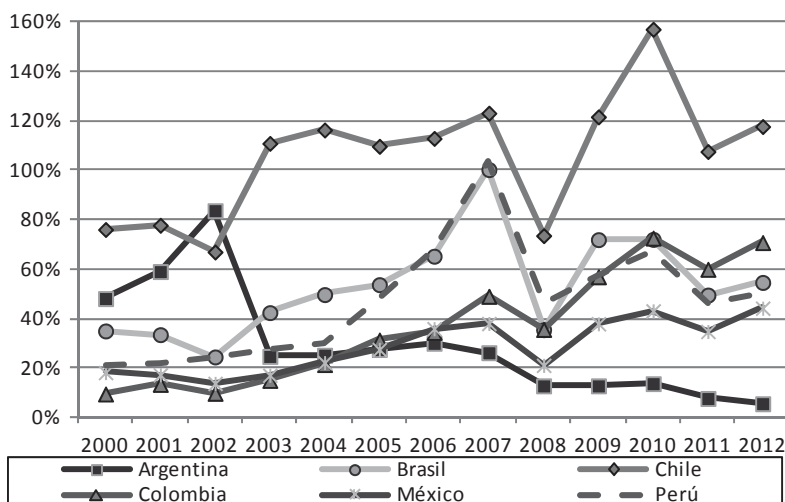
| País         | PBI (1)      | Capitalización Doméstica (2) | (2/1)%  | FBCF* (3)  | Nuevas emisiones de acciones (4) | (4)/(3)% |
|--------------|--------------|------------------------------|---------|------------|----------------------------------|----------|
| Santiago     | 269.869,00   | 313.325,27                   | 116,10% | 67.467,00  | 5.776,22                         | 8,56%    |
| Bogotá       | 369.800,00   | 262.101,26                   | 70,88%  | 85.009,00  | 1.269,30                         | 1,49%    |
| São Paulo    | 2.252.664,00 | 1.227.447,02                 | 54,49%  | 405.479,00 | 11.807,38                        | 2,91%    |
| Lima         | 203.790,00   | 102.616,70                   | 50,35%  | 57.061,00  | 921,23                           | 1,61%    |
| México, D.F. | 1.178.126,00 | 525.056,68                   | 44,57%  | 270.968,00 | 8.761,98                         | 3,23%    |
| Buenos Aires | 475.501,00   | 34.254,75                    | 7,20%   | 104.610,00 | 263,07                           | 0,25%    |

Nota: \*Formación Bruta de Capital Fijo

Fuente: IIE sobre la base de FIAB.

Hasta el año 2002, como enfatiza el Gráfico A5.5, Argentina y Chile presentaban los valores más altos de capitalización bursátil en porcentaje del producto bruto, del 80% y el 67% respectivamente (aunque en el caso de Argentina es afectado por la fuerte baja del PBI y la abrupta devaluación de la moneda), en tanto que el resto de los países mostraba ratios por debajo del 40%. A partir de entonces, el crecimiento del producto bruto argentino fue superior al de la capitalización bursátil, por lo que el valor del ratio disminuyó rápidamente, nivelándose en torno a las posiciones de los otros países. No obstante, desde mediados de la década del 2000 los ratios de los demás países latinoamericanos experimentaron una tendencia positiva (solo interrumpida por la caída de 2008), en contraposición a un porcentaje que siguió cayendo para Argentina y desde 2011 se encuentra por debajo del 10%, mostrando el estancamiento del mercado de capitales.

Gráfico A5.5: Capitalización bursátil doméstica. En porcentaje del PBI



Fuente: IIE sobre la base de Banco Mundial.

La poca importancia del mercado argentino también es evidenciada por el volumen del comercio en el mercado de valores. Todos los demás mercados, a excepción del limeño, son muchas veces mayores al mercado nacional. Sin embargo, como muestra el Cuadro A5.4, es necesario destacar la duplicación del volumen de 2012 a 2014 en el Mercado de Buenos Aires.

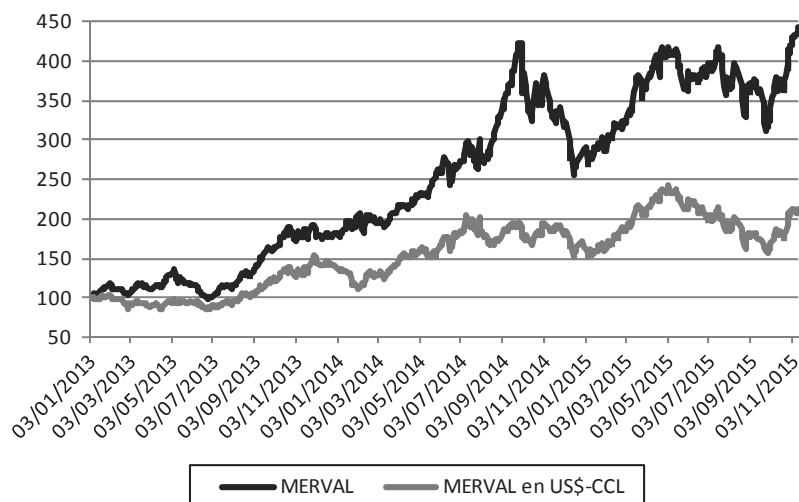
Cuadro A5.4: Volumen de negociación. En millones de dólares

|              | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Buenos Aires | 2.983   | 3.806   | 3.284   | 2.191   | 3.342   | 4.803   |
| São Paulo    | 644.732 | 868.813 | 930.698 | 875.418 | 810.596 | 728.403 |
| Santiago     | 34.324  | 53.818  | 55.260  | 45.653  | 43.677  | 28.834  |
| Bogotá       | 19.169  | 28.269  | 36.816  | 39.433  | 25.943  | 24.490  |
| México, D.F. | 84.909  | 119.119 | 121.640 | 136.139 | 17.356  | 156.574 |
| Lima         | 3.969   | 5.012   | 6.220   | 6.102   | 4.051   | 3.818   |

Fuente: IIE sobre la base de WEF.

En el contexto del “default selectivo” del Estado en el año 2014 y un escenario macroeconómico turbulento, el desarrollo del Merval (el mercado de valores más importante de Argentina), cuyo índice bursátil más importante se ha cuadruplicado en los últimos 2 años, es destacable. Su valor aumenta persistentemente desde 2013 y el índice muestra uno de los mejores rendimientos del mundo. Medido en dólares CCL - ya que es preciso tener en cuenta la inflación y la variabilidad del tipo de cambio - su aumento asciende a valores cercanos al 100% en tres años.

Gráfico A5.6: Índice MERVAL



Fuente: IIE sobre la base de Yahoo Finance y Ámbito Financiero.

El mercado de capitales argentino es relativamente pequeño y se haya retrasado en comparación con los demás mercados importantes de la región. No obstante, queda mucho potencial de desarrollo, lo cual implica que las empresas tienen posibilidades de financiación que todavía no han sido exploradas. Como la tercera mayor economía de la región, el mercado de valores tendría que jugar un papel más importante. Empero, aún falta una cultura financiera e inversora institucional. Por ahora, otras opciones de financiamiento siguen siendo más populares, existiendo condiciones que impiden que las empresas salgan al mercado bursátil.

Es por ello que es necesario aclarar lo que Argentina puede aprender de la integración del MILA. Esta enseñanza podría ayudar a desbloquear el potencial de las empresas argentinas. En primer lugar, es importante aprender las consecuencias de los tamaños de los mercados: un mercado pequeño, fragmentado y deficiente implica estructuras caras y pocos negocios. Es necesario conseguir volumen de dinero y un eficiente sistema de información normalizado para mejorar la conexión del mercado, intermediarios e inversores.

Una alternativa a analizar a futuro podría ser unirse al MILA y comercializar los valores argentinos en los mercados de otros países, lo cual beneficiaría especialmente a los mercados menos líquidos, abriría puertas a nuevas oportunidades para el negocio en el mercado de valores y la financiación de empresas, beneficiando no únicamente a estas y el mercado bursátil, sino al conjunto del país, en cuanto las empresas son el motor de la economía. Entre las externalidades positivas que además se conseguirían, se encuentran la publicidad internacional y el posicionamiento de productos y servicios, dado que no pasa desapercibido para los inversores que el MILA es - a partir de la integración de México - el mercado líder de la región.

Las ventajas para las empresas argentinas podrían ser muy remarcables. No solamente MILA ofrece mejores posibilidades de financiación a las compañías, sino que la entrada de nuevos actores promueve la demanda de inversión. Además, habría un ahorro de costes de transacción asociados a la liquidez, asumiendo un eventual aumento de la actividad bursátil, lo cual podría redundar en un fortalecimiento de la cultura financiera y una mayor atracción de inversores institucionales, hecho que una vez más beneficiaría a las empresas.

Es cierto que de momento aún no se ha podido observar de manera objetiva un aumento de la capitalización o los valores de los índices a partir de MILA. Sin embargo, los objetivos y potenciales beneficios de MILA son prometedores. Es un buen ejemplo de la extensión del



mercado bursátil y su adaptación a estándares internacionales, ayudando a adecuar las bolsas a la globalización.

En comparación con otras plazas bursátiles, el mercado de valores de Argentina está poco desarrollado. Las cifras de capitalización bursátil, volumen de negociación y nuevas emisiones muestran la existencia de una demanda contenida, habiendo en realidad un gran potencial de desarrollo para el país. El MILA, en este contexto, representa una excelente oportunidad para Argentina. Abre las puertas a un mercado integrado más amplio y a la solución al problema de la falta de inversores institucionales en el mercado bursátil argentino, así como impulsando la cultura financiera, facilitando la financiación, permitiendo un aumento de la base de capital permanente y el capital propio por la mejor liquidez, y atrayendo atención regional e internacional.

A medida que el mercado integrado se establezca y se desarrolle, continuará atrayendo mayor interés. De hecho, desde 2015 la Bolsa de Brasil está interesada en adherirse a MILA (Portafolio, 2015), lo cual integraría definitivamente a los mercados bursátiles más importantes de la región en una única gran plaza, aumentando su gravitación. La tercera mayor economía en Latinoamérica, Argentina, debe decidir si quiere ser parte de este proyecto o intentar desarrollar su propio mercado por fuera del MILA.