

## **Propuestas para el desarrollo del mercado de capitales argentino**

**Kozak, Marcelo F.**

### 1. Introducción

La inminente renovación de las máximas autoridades del gobierno nacional conlleva grandes expectativas respecto a la agenda económica y medidas a implementar por la nueva administración.

La búsqueda de una mejor distribución del ingreso, la conveniencia o no de morigerar las tasas de crecimiento que hemos experimentado en el período 2003 al 2007, su impacto sobre el nivel general de precios y la suficiencia y calidad del actual nivel de inversión que permita a la Argentina ingresar en una etapa de desarrollo económico son temas de debate insoslayables para las nuevas autoridades económicas.

Todo proceso de desarrollo requiere una política económica que genere incentivos a la inversión, en especial del sector privado, y para ello es indispensable generar condiciones favorables para la financiación de largo plazo de dichas inversiones. El gobierno posee un conjunto de herramientas de política económica que son centrales para contribuir a la generación de adecuadas condiciones de financiación en términos de costo del capital y plazos del endeudamiento público y privado.

La primera contribución es mantener una política de superávit fiscal, procurando no expandir el gasto e inversión pública por encima de los ingresos tributarios recurrentes y a la vez haciéndolo sin que la relación gasto público/Producto Bruto Interno (en adelante "PBI") supere ciertos niveles razonables a fin de evitar que la economía nacional se torne vulnerable al nivel de actividad gubernamental. El superávit fiscal permitiría entonces implementar una política de reducción del endeudamiento público y por lo tanto el Estado no requeriría significativas emisiones de nueva deuda, lo que dejaría la mayor parte del mercado financiero disponible para fondear proyectos del sector privado. La administración cuidadosa de las finanzas públicas es la primera gran contribución de un gobierno para el desarrollo de una nación, que se traduciría en bajos niveles de "tasas de riesgo país" (entendido como el diferencial entre el rendimiento de los bonos soberanos y los bonos del Tesoro Norteamericano). El círculo virtuoso se trasladaría entonces a los emisores de deuda privados que, gracias a las bajas tasas de riesgo país podrían acceder a créditos domésticos e internacionales a tasas de interés competitivas con las de otras firmas localizadas en otras regiones del planeta. Recordemos que en un mundo globalizado y fuertemente competitivo, las empresas nacionales deben competir con empresas extranjeras y para ello es relevante que la estructura de costos de nuestras firmas posean un costo de capital y tributario lo más bajo posible para aumentar sus oportunidades de éxito con rentabilidad razonable.

Pero el equilibrio fiscal y la adecuada gestión de la deuda pública son condiciones necesarias pero no suficientes para instalar un modelo de desarrollo sostenible. El gobierno debería estimular aun más la competencia en el sector financiero de modo procurar abaratar el costo del capital y extender los plazos de financiación para todos los agentes económicos.

Otra cuestión relevante es el plazo y la moneda en la que está nominada la deuda pública y

privada. La estabilidad monetaria —es decir la lucha contra la inflación— se convierte en el segundo factor clave para lograr financiamiento de largo plazo con cobertura natural para cada tipo de deudor (el que genera ingresos en moneda nacional administra mejor sus riesgos endeudándose en esa moneda, mientras que aquel capaz de generar divisas puede endeudarse más cómodamente con un mix de moneda nacional y extranjera). Del mismo modo es recomendable que proyectos de inversión con períodos de recupero prolongados se financien con recursos de largo plazo, sean éstos títulos de deuda o instrumentos de capital.

## **2. Asignatura pendiente**

¿Qué sugiere la teoría económica y la experiencia internacional para lograr mejores condiciones de financiación de proyectos? Sencillamente el desarrollo del sector de intermediación financiera a través de la complementación y competencia de servicios provistos por instituciones bancarias y del mercado de capitales. Y en el actual contexto de globalización económica, las operaciones de financiación debieran poder realizarse simultáneamente en el mercado local e internacional. De tal modo las instituciones financieras, bolsas y mercados locales deberían competir y complementarse con sus pares internacionales, en beneficio de tomadores de fondos e inversores.

Empresarios y ahorristas en nuestro país han tenido y continúan teniendo frecuentes relaciones con las entidades financieras locales y del exterior. La experiencia es mucho menos frecuente cuando se trata de operaciones de emisión de acciones y títulos de deuda en el mercado de capitales, lo que requiere que los tomadores de fondos (en adelante "emisores" o "emisoras") ingresen en el régimen de oferta pública regidos por regulaciones específicas nacionales y/o regulaciones de países extranjeros.

Y este fenómeno no es casual: al desconocimiento de los instrumentos que ofrece el mercado de capitales por parte de las empresas, se suma la falta de una política económica de las sucesivas conducciones económicas que tenga como uno de sus objetivos específicos el desarrollo del mercado de capitales para lograr el suficiente financiamiento de las inversiones que necesita el país.

Recordemos que la reforma del sistema de jubilaciones que dio origen a las AFJPs (1994) tenía como uno de sus ejes centrales convertir a esas firmas en los principales inversores institucionales del país que, dentro de la regulación, pudieran financiar a largo plazo a nuestras empresas. Lamentablemente ese objetivo no se ha logrado satisfactoriamente por múltiples motivos, entre los que se encuentran las regulaciones vigentes que continúan exigiendo la tenencia de elevadas proporciones de títulos públicos y la escasez de instrumentos emitidos por privados argentinos de calidad suficiente para que las AFJPs puedan invertir con una razonable tranquilidad para los intereses de sus mandantes.

A comienzos del 2008, creemos que las nuevas autoridades nacionales se encuentran en óptimas circunstancias para revertir esta tendencia histórica e impulsar el desarrollo del mercado de capitales en beneficio de todos los sectores sociales, ya sean los futuros beneficiarios del sistema de jubilación privada (o de capitalización), empresas de todo tamaño y sus empleados, inversores pequeños e institucionales, entre otros. La relevancia de los cambios regulatorios que demanda un proyecto de estas características requerirá de un amplio

debate parlamentario y el consenso de las autoridades del Poder Ejecutivo Nacional y el Congreso de la Nación para reposicionar al mercado de capitales como una institución clave del sistema económico argentino del siglo XXI, convirtiéndola en una política de Estado que trascienda a una administración particular.

Así como las restricciones energéticas por las que atraviesa el país constituyen uno de los cuellos de botella que debemos superar en el corto plazo, si se pretende ingresar en un período de desarrollo económico que explote al máximo los recursos de nuestro país, también deberemos sortear el escollo que representa la ausencia de financiamiento a largo plazo en varios sectores de nuestra economía. El fortalecimiento de las instituciones del mercado de capitales aparece como una de las mejores alternativas a explorar en esta coyuntura. Se debe trabajar en un proyecto que sin dudas traerá dividendos para superar dificultades de corto plazo y a la vez permitirá generar condiciones más estables de financiación de proyectos en el mediano y largo plazo.

### 3. Medición del grado de desarrollo del mercado de capitales de un país. Análisis de la situación actual de la Argentina.

¿Cómo se pondría en evidencia el desarrollo de mercado de capitales nacional? Consideramos que el mejor modo de medir dicho crecimiento sería a través de un número creciente de firmas nacionales que decidieran abrir su capital en la bolsa y/o financiar sus nuevos proyectos con nuevas emisiones de acciones y/o deuda en el mercado. Pensar exclusivamente en operaciones locales sería ignorar dos realidades del mundo de los negocios: (i) la internacionalización de las finanzas; (ii) la existencia de cuantiosos ahorros de compatriotas en el exterior que prefieren operar en Argentina pero con las salvaguardas de otros sistemas jurídicos más estables que el de nuestro país y la posibilidad de mantener su identidad bajo estricta reserva. Estas afirmaciones son consistentes con la negociación en el exterior de los principales papeles de firmas argentinas, donde los volúmenes operados en la NYSE son superiores a los transados en la bolsa porteña.

#### Comparación Bolsa Local y NYSE al 30/06/07 (cifras expresadas en millones de U\$S)

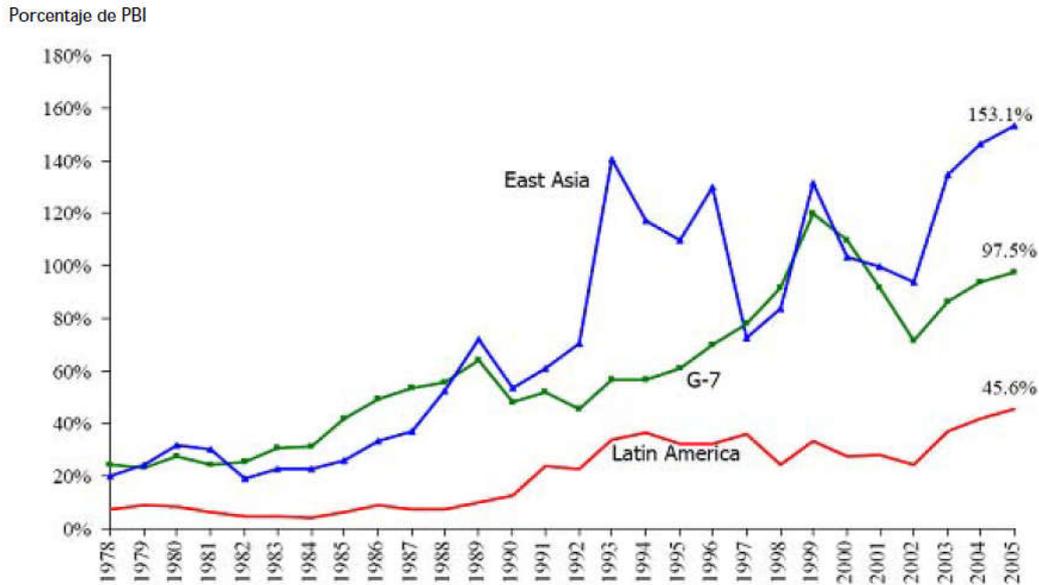
País	Bolsa Local	NYSE, Nasdaq American	Total	% Local
Chile	4.451	1.007	<b>5.458</b>	82%
Colombia	1.281	456	<b>1.737</b>	74%
Perú	794	342	<b>1.136</b>	70%
Brasil	52.632	42.640	<b>95.272</b>	55%
México	10.089	14.867	<b>24.956</b>	40%
Argentina	510	3.574	<b>4.084</b>	12%
Argentina Promedio Diario	26	170	<b>196</b>	

Otro modo de medir la importancia del mercado de capitales de un país es relacionar el valor de mercado de las empresas nacionales que cotizan sus acciones con el PBI del país de origen de esas empresas.

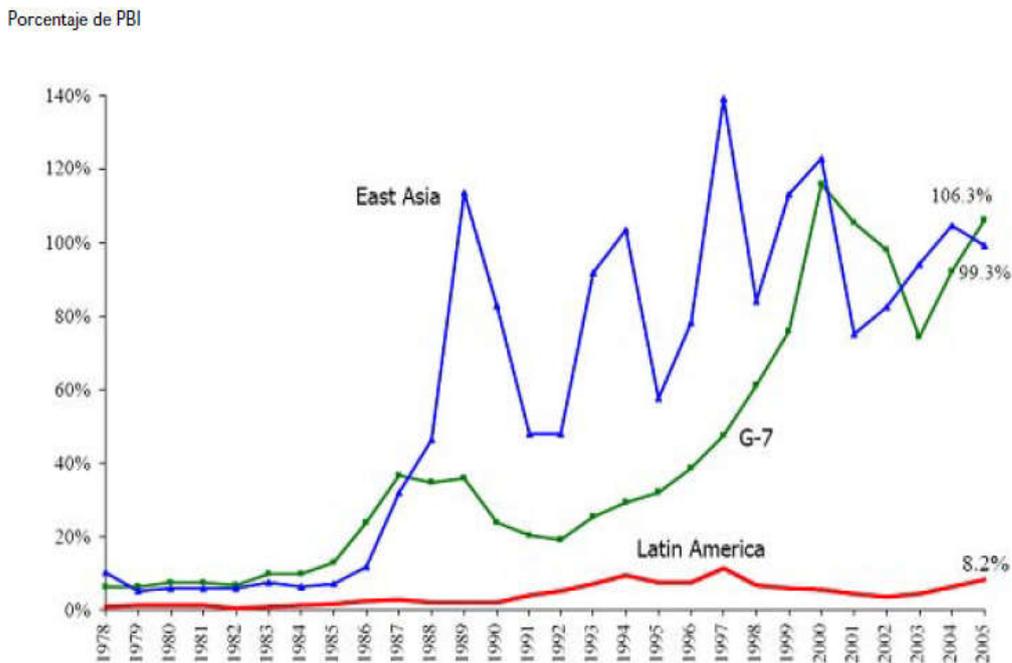
En el 2007 el número de empresas argentinas con cotización de sus acciones en bolsas locales y/o del exterior ascendían a aproximadamente a un centenar de firmas, cuando a

principios de la década de los sesenta del siglo pasado superaban las 550. Además la relación capitalización bursátil/PBI es sumamente baja en comparación a la experiencia de otros países más desarrollados e incluso otros países latinoamericanos con los que solemos competir por atraer inversiones. A continuación se presenta información estadística del mercado de capitales argentino en comparación con otros de países latinoamericanos y también algunas comparaciones del mercado latinoamericano con los mercados de capitales de los países centrales y asiáticos.

### Capitalización bursátil / PBI

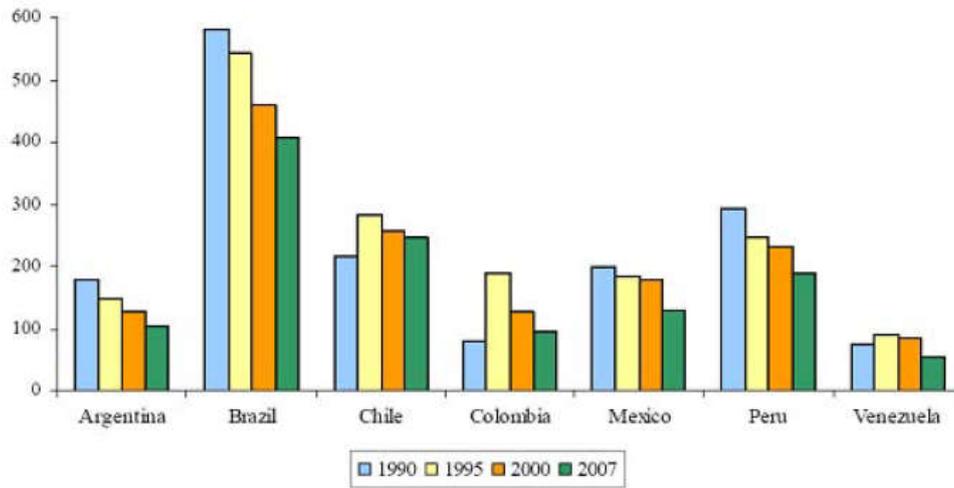


### Liquidez y profundidad de los mercados: Valores negociados / PBI



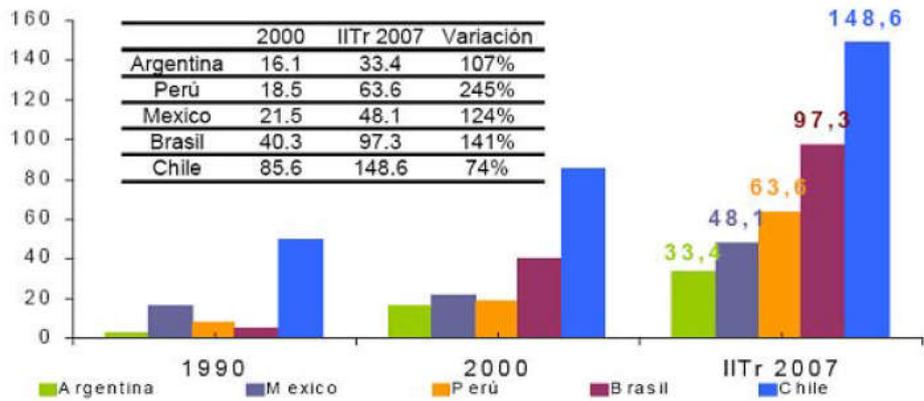
Fuente: S&P Global Stock Markets Factbook

**Cantidad de empresas que cotizan en Bolsas de América Latina**



Fuente: S&P Global Stock Markets Factbook

**Capitalización bursátil como porcentaje de PBI**



Fuente: Desarrollo de Inversiones y Negocios Corporativos: Mercado de Capitales. Aspectos Regulatorios, Contables y Fiscales — Cámara de Sociedades Anónimas. En base a BCBA, WFE, IFS y Global Insight.

**Capitalización bursátil Argentina: Floating de las principales compañías al 30/06/07**  
(cifras expresadas en millones de U\$S)

Empresa	Capitalización Bursátil	% Grupo controlante	Floating Bs.As. + NY
Tenaris	28.271,8	60%	11.184,3
YPF	17.692,7	99%	169,5
Telecom Argentina	4.858,2	55%	2.197,7
Telefónica de Argentina	3.390,4	98%	65,3
Aluar	2.644,3	71%	768,9
Siderar	2.502,0	61%	977,6
Petrobras Energía Participaciones	2.325,2	59%	962,3
Banco Macro	2.224,5	36%	1.428,2
Banco Francés	1.678,0	76%	403,2
Banco Hipotecario	1.587,4	82%	284,5
Transportadora de Gas del Sur	1.277,9	55%	571,3
Acindar	1.159,0	66%	396,9
Otras	10.656,9	54%	4.917,1
<b>Total</b>	<b>80.268,1</b>	<b>70%</b>	<b>24.326,9</b>

Capitalización Bursátil Floating BsAs / PBI	2,6%
Capitalización Bursátil Floating New York / PBI	7,5%
<b>Total</b>	<b>10,1%</b>

<b>Capitalización Bursátil / PBI</b>	<b>33,4%</b>
--------------------------------------	--------------

#### 4. Propuestas para el desarrollo del mercado de capitales argentino

Pasando ahora del diagnóstico a las propuestas, cabe preguntarse a esta altura ¿qué medidas serían recomendables adoptar en el corto plazo para que nuevas empresas nacionales empleen más frecuentemente la financiación en el mercado de capitales y de tal modo que existan más recursos disponibles para la inversión productiva y la generación de empleo?

Un plan de alto nivel podría incluir las siguientes acciones:

- La revisión integral del marco regulatorio del mercado de capitales a través de una ley del Congreso Nacional que procure condensar y simplificar las actuales normas del régimen de oferta pública y en particular la creación de un nuevo tipo societario diferenciado para la Sociedad en Oferta Pública. Ello implicaría como mínimo la revisión de las leyes 17.811 de la Oferta Pública y la 19.550 de Sociedades Comerciales, el dec. 677/01 de Transparencia en la Oferta Pública y las normas emitidas por la CNV.

- Transformar a la CNV en un organismo autárquico con presupuesto propio y suficientes recursos profesionales y materiales para monitorear las conductas de sus regulados y articular nuevos mecanismos para hacer más atractivo el régimen de oferta pública para empresas e inversores. Es decir convertir a la CNV no sólo en una institución que efectúe el control de legalidad de los actos de los involucrados en el mercado de capitales sino que también promueva su desarrollo liderando y coordinando con otras áreas del sector público las políticas necesarias para el crecimiento de este sector (en especial sincronización con Ministerio de Economía de la Nación, Banco Central de la República Argentina, Congreso de la Nación, Administración Federal de Ingresos Públicos, Agencia Nacional de Desarrollo de Inversiones, entre otros).

- Creación de un fuero especializado en sede judicial de modo de impartir justicia en forma expeditiva y sobre la base de profundos conocimientos técnicos en la materia. Ello incorporaría mayor seguridad jurídica para la defensa de los derechos de todos los involucrados (especialmente en operaciones complejas como retiro de la oferta pública u ofertas públicas de adquisición).

- Igualación de los incentivos fiscales actualmente existentes para la emisión de Obligaciones Negociables con la emisión de acciones ordinarias en oferta pública. Ello se podría conseguir aceptando la deducción en el impuesto a las ganancias de las empresas emisoras del "interés presunto" sobre el monto de las nuevas emisiones primarias de acciones por suscripción pública. La tasa de interés a aplicar a fines tributarios debería basarse en una tasa de mercado calculada según un estándar fijado por la regulación y que brinde objetividad a emisores y autoridades fiscales. Cabe destacar que esta propuesta no representaría pérdida de ingresos tributarios pues tan sólo se pretende equiparar el status tributario de las acciones con la vigente para Obligaciones Negociables (cuyos intereses no están gravados para sus tenedores y a la vez son deducibles para los emisores). La teoría financiera predice que si se equiparan los beneficios fiscales de estos instrumentos de financiación empresaria, las empresas tendrán preferencia a la emisión de acciones porque de ese modo disminuyen su "riesgo de bancarrota" e incorporan menor volatilidad al precio de sus acciones en el mercado. Por lo tanto tan sólo se produciría una migración de emisiones de Obligaciones Negociables a acciones ordinarias sin que se verifique pérdida de recaudación. Recordemos que uno de los beneficios adicionales del desarrollo del mercado de capitales y de la financiación mediante la emisión de acciones, es que se disminuye sensiblemente el riesgo de default del sector privado y se incorpora mayor estabilidad al sistema financiero argentino (que sigue estando caracterizado por una fuerte exposición a "corridos" al tener los bancos deudas a plazos más cortos con relación a los préstamos a recuperar).

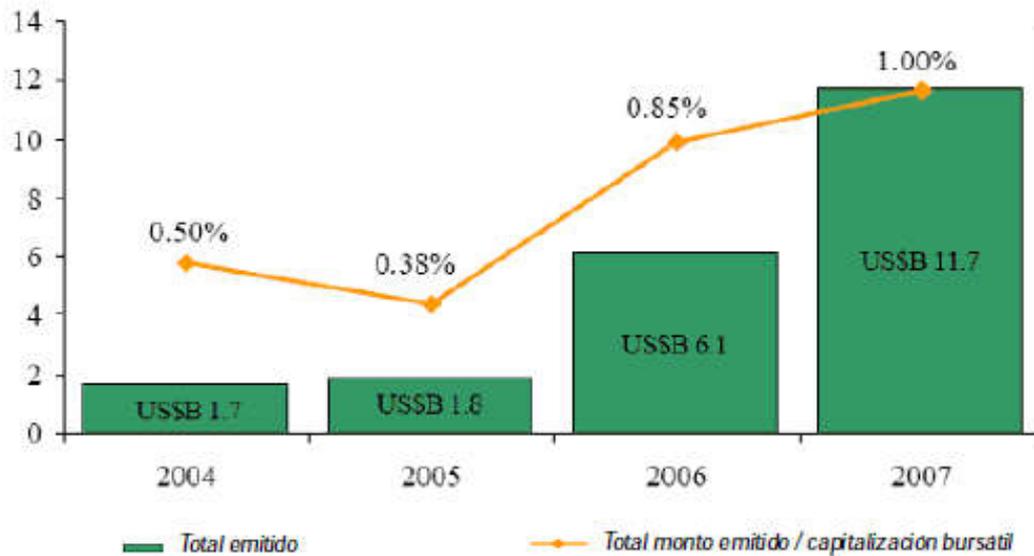
- La necesidad de favorecer las emisiones primarias y la negociación en mercados secundarios locales requiere se flexibilicen los requisitos para el movimiento de ingresos y salidas de fondos destinada a la compra y venta de instrumentos con cotización en bolsas. En especial sería recomendable se revalúe la conveniencia de seguir manteniendo el requisito de encaje del 30% de las inversiones en acciones hechas por personas del exterior. Esta regulación impuesta por el BCRA constituye una seria restricción para que el volumen de negocios de la Bolsa de Buenos Aires adquiera niveles más significativos.

- Creación dentro de la oferta pública de distintos segmentos de mercado donde cada empresa emisora pueda voluntariamente ubicarse en función de sus objetivos de financiación y reales capacidades de cumplimiento regulatorio. De ese modo podría administrarse mejor la relación costo-beneficio que proporciona el acceso a la oferta pública y también se brinda elementos adicionales para facilitar los análisis de riesgos que los inversores realizan al momento de decidir incorporar nuevos activos a sus carteras. En este aspecto debemos enfatizar la importancia del carácter voluntario de nuestras propuestas: cuando existen adecuados incentivos económicos que fomentan cierto tipo de conductas juzgadas valiosas por las autoridades políticas de un país, son las propias firmas las que se apresuran en adoptarlas en beneficio propio, de sus clientes y de la comunidad en general. Incentivar la competencia entre

empresas para gozar de mejores resultados económicos, merced por ejemplo a una mayor transparencia en la generación y comunicación de información relevante para los inversores, es otra de las consignas de esta propuesta.

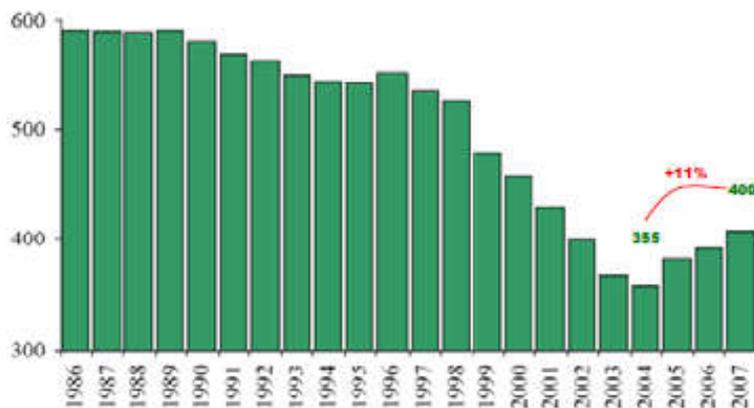
- Alineado al punto anterior, sumamente recomendable sería la creación de un segmento en que las empresas voluntariamente adhieran al cumplimiento de los estándares de buen gobierno corporativo, entre los que se destacan la aplicación de normas contables internacionales (International Financial Reporting Standards), la adopción de cláusulas de "tag along" para la protección de los intereses de los accionistas no controlantes, la integración mayoritaria de los directorios por miembros independientes propuestos por accionistas minoritarios y/o inversores institucionales, fijación de claras políticas de dividendos en efectivo, la adopción de modelos de gestión de integral de riesgos de negocios, entre otras cuestiones relevantes. Experiencias de este tipo han logrado resultados sorprendentes en el mercado brasileño (Novo Mercado) en los últimos años.

**Ofertas Publicas Iniciales en Brasil**  
(cifras expresadas en miles de millones de US\$)



Fuente: BOVESPA

**Cantidad de compañías que cotizan en Brasil**

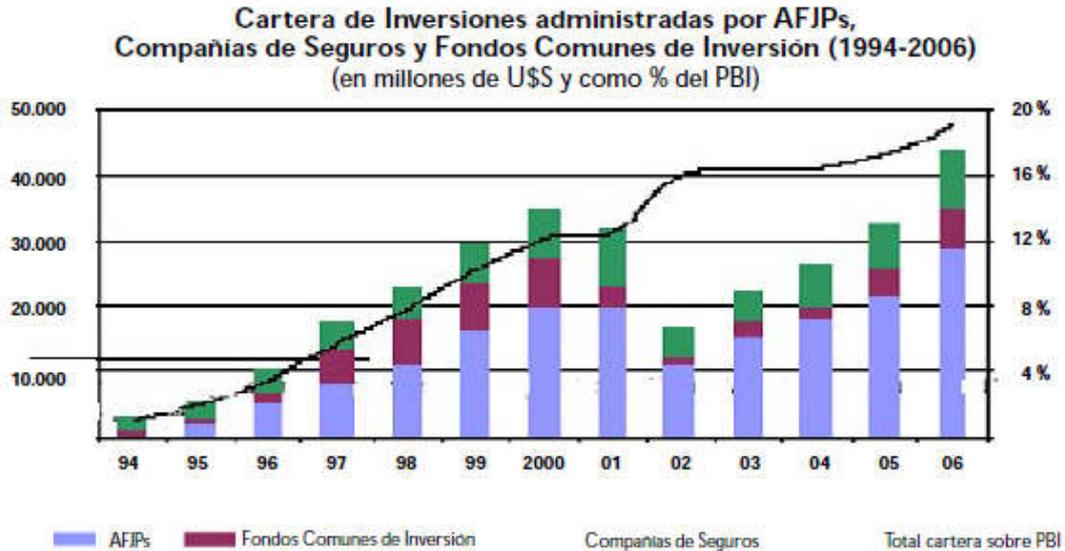


Fuente: EMDB

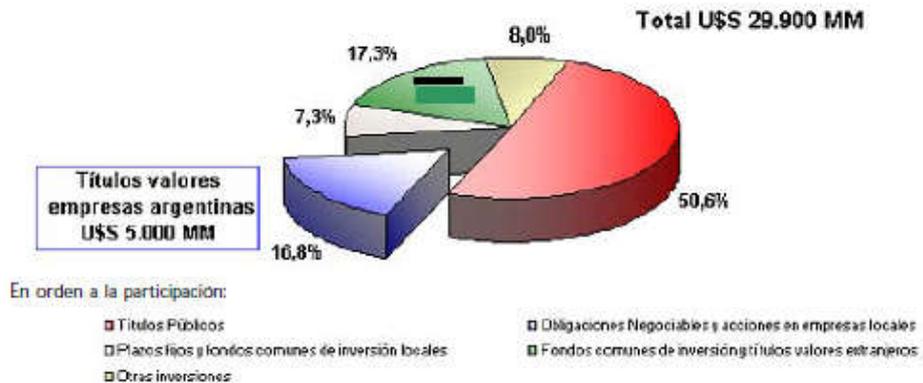
- Reducción de costos de cumplimiento regulatorio (merced a la eliminación de normas irrelevantes o superpuestas) y de transacción (aumentando la competencia y el volumen de transacciones en el mercado local). En este punto podemos mencionar muchas áreas de mejora de la actual regulación. Cabe destacar que ninguno de los puntos que señalaremos a continuación individualmente considerados constituye un obstáculo determinante para que una firma acepte o rechace su ingreso al actual régimen de oferta pública en nuestro país. Sin embargo, considerados estos puntos como un todo, generan serias limitaciones para el ingreso de nuevas empresas y alientan al retiro de muchas de las actuales emisoras. En nuestra opinión existen oportunidades de mejoras de costo de cumplimiento regulatorio a través de la eliminación del actual doble ingreso de la misma información a la CNV y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (especialmente en materia de presentación de estados contables). En ese aspecto consideramos que el "filing electrónico" presenta en estos días notorias ventajas respecto al ingreso de información en papel, fundamentalmente por la facilidad de acceso que poseen los inversores con este tipo de presentaciones. Otra área de mejora podría provenir de la simplificación del esquema de presentación de estados contables de las sociedades controladas y vinculadas de las emisoras que actualmente se presentan junto con la información consolidada de la emisora. La propuesta sería eliminar el filing de los balances de las controladas y vinculadas y reemplazarlo por un esquema de presentación de información individual de esas empresas en forma de Reseña Informativa que incorpore una síntesis de cualquier hecho relevante. Ello facilitaría el análisis de la información por parte de los inversores y reduciría el costo de las empresas emisoras. El dec. 677/ 01 creó la figura del Comité de Auditoría en el seno del Directorio de las emisoras. Sus funciones en varios aspectos están superpuestas con las previstas en la Ley de Sociedades Comerciales a la Sindicatura y/o Consejo de Vigilancia. Ello aumenta los costos operativos de las empresas en oferta pública y en ocasiones genera problemas de incumbencia de los distintos órganos de gobierno y control societario. Es menester entonces revisar esta situación recogiendo algunas propuestas que prevén la asignación de las funciones del Comité de Auditoría al órgano de fiscalización societaria, incorporando a la Sindicatura y/o Consejo de Vigilancia los requisitos de independencia previstos en las actuales normas de la CNV para la mayoría de sus integrantes. De ese modo se eliminarían superposiciones de tareas, se reducirían costos y además se respetaría más adecuadamente la estructura dualista de nuestro derecho societario donde el Directorio es el responsable de la administración de los asuntos societarios y el órgano de fiscalización es el responsable de control el desempeño del Directorio velando se cumpla el estatuto social, la Ley de Sociedades y en ciertas circunstancias se atienda a inquietudes de accionistas que posean un mínimo del capital social.

- En todo mercado de capitales desarrollado los inversores instituciones — es decir firmas altamente calificadas para evaluar el riesgo asociado a una inversión y administradores de fondos de gran magnitud por mandato de terceros— tienen un rol destacado para hacer crecer la cantidad de firmas que llegan a la oferta pública. Se requiere entonces que nuestros inversores institucionales (AFJPs, Compañías de Seguros, Fondos Comunes de Inversión, principalmente) adopten un papel más activo para el crecimiento del mercado nacional y en particular ejerzan cabalmente su derecho de nombrar directores y/o monitorear más de cerca la gestión de las empresas en la oferta pública. Además podrían colaborar en la difusión entre las

empresas de los beneficios y costos que tiene la financiación a través de acciones y deuda tanto dentro como fuera de la oferta pública. Lógicamente si se implementan gran parte de las propuestas antes mencionadas, esta acción de difusión llevaría a que muchas empresas grandes y medianas se encuentren interesadas en abrir su capital en la bolsa o emitir Obligaciones Negociables por los beneficios económicos y de reputación que tendrían aparejados.



**Cartera de Inversiones AFJP al 14/12/2007**



Fuente: Superintendencia de AFP

• Por último es necesario acompañar estas medidas con un programa de comunicación y educación general del significado, funciones, beneficios y riesgos de operar en el mercado de capitales. En ese sentido podría emularse la acción realizada por la AFIP en los últimos años para el desarrollo de una "nueva cultura tributaria". Del mismo modo los planes de estudio en las escuelas primarias, secundarias y universidades debieran incluir materias o tópicos vinculados al mercado de capitales. De ese modo se trabajaría en el mediano y largo plazo para resolver los problemas de capacitación e información que el gran público posee sobre esta materia y eliminar muchos de los prejuicios que existen sobre la bolsa y la especulación bursátil.

**5. Conclusiones**

El mercado de capitales es a la economía lo que la democracia es al sistema político. Un

país económicamente con mejor distribución del ingreso y movilidad social requiere de mayor cantidad de ciudadanos-empleados que también sean accionistas de las empresas que operan en el país. Necesitamos más empresarios que desarrollen sus negocios en el país y que estén dispuestos a compartir las posibles utilidades de sus proyectos no sólo con acreedores bancarios o tenedores de Obligaciones Negociables, sino con otros socios que en ocasiones serán sus propios empleados, proveedores o clientes. Y es fundamental que los socios minoritarios —sean argentinos o extranjeros— estén adecuadamente protegidos frente posibles abusos que pueden idear otros interesados en la empresa emisora.

Procurar una mayor dispersión del capital accionario de nuestras empresas es otra forma de mejorar la redistribución del ingreso nacional y reducir los conflictos sectoriales que muchas veces dificultan del desarrollo económico y social. Ello permitiría también lograr mayor alineación de intereses económicos entre los distintos stakeholders de las empresas nacionales donde muchos ocuparían más de un rol al momento de interactuar con la firma de la cual por ejemplo podrán ser accionistas/tenedor de deuda— empleado— cliente.

La necesidad de desarrollar un mercado de capitales de mayor volumen, con mayor cantidad de empresas emisoras y mayor compromiso de los inversores institucionales, es un diagnóstico compartido por todos los estudiosos de la materia. Afortunadamente la medicina a aplicar para resolver muchos de los males que aquejan al mercado argentino también es conocida y ha sido expuesta en párrafos anteriores. Sólo necesitamos que los hacedores de la política económica incorporen a su agenda la construcción de instrumentos de financiación a largo plazo como complemento a la banca comercial y la pública y decidan priorizar la cuestión. Un reordenamiento regulatorio como el mencionado anteriormente sumado a la prudencia fiscal y monetaria sería la labor que podemos requerir de nuestros gobernantes. Con reglas de juego reformuladas, la responsabilidad por el efectivo desarrollo de nuestro mercado de capitales dependerá de la iniciativa privada.

Esperemos que todos los involucrados comiencen a trabajar en breve alrededor de un proyecto común que permita potenciar el empleo del mercado de capitales como principal fuente de financiamiento empresario en nuestro país.

Especial para La Ley. Derechos reservados (ley 11.723)