

EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO EN SU ENCRUCIJADA

PARA QUÉ SIRVE UN MERCADO DE CAPITALES

Dr. Carlos Weitz

Presidente de la Comisión Nacional de Valores de Argentina

Quisiera comenzar este artículo expresando cual es –a mi juicio– el papel de un mercado de capitales moderno. Dicho en términos sencillos, un mercado de capitales es aquel que cumple dos funciones:

1) posibilitar que emprendedores o empresas de cualquier tamaño cuenten con oportunidades directas de financiamiento para inversiones razonables

2) ofrecer a todo inversor, sea este un individuo o una institución, un menú diversificado de alternativas de inversión, con la mayor transparencia en cuanto a los riesgos implícitos asociados a las mismas.

Por otra parte, un mercado de capitales eficiente debe contar adicionalmente con las siguientes características:

3) permitir la libertad de creación en cuanto a los instrumentos financieros a ser utilizados por emisores e inversores, sean éstos públicos o privados, de renta fija o variable, individuales o colectivos, simples o estructurados, de corto o largo plazo, negociados en mercados organizados o en los denominados "over the counter", de contado o derivados, etc.

4) posibilitar a través de la infraestructura legal, impositiva y operativa, la creación de liquidez primaria y secundaria con intermediarios profesionales, seguridad en las transacciones que se realizan a costos razonables, transparencia en la disseminación de información relevante y la debida protección de los consu-

midores de servicios financieros de todo tamaño, pero en especial de aquellos que por ser minoritarios pueden ser objeto de abusos.

EL MERCADO DE CAPITALES COMO PALANCA DE DESARROLLO ECONÓMICO

Si uno lee con cuidado los dos primeros puntos del apartado anterior, notará que un mercado de capitales desarrollado permite financiar no sólo a aquellas empresas cuyo tamaño les brinda acceso al mercado financiero internacional y que, por lo tanto, cuentan con alternativas de absorción de fondos, sino también a emprendedores de menor tamaño que de otra forma no podrían llevar a cabo sus proyectos de inversión.

Por otro lado, al brindar una opción directa de inversión al consumidor de servicios financieros, se reduce el costo de intermediación en aquellos instrumentos que, por su naturaleza, se canalizan a través del sistema financiero. Estos dos elementos tienen un impacto macroeconómico significativo en términos de elevación en la tasa de crecimiento de la economía, reducción del desempleo, caída en la tasa de interés y, por ende, de reducción en la vulnerabilidad financiera de un país.

En tal sentido, resulta imposible –a mi juicio– explicar el incremento en la productividad de la economía norteamericana de los últimos diez años sin incorporar como factor clave la masificación del mercado de capitales de ese país en dicho periodo y el papel que el mismo

ha estado asumiendo en las principales naciones europeas recientemente.

EL CONTEXTO INTERNACIONAL

Las últimas dos décadas han sido testigo de cambios vertiginosos en los mercados de capitales de todo el planeta. La globalización, el inmenso salto tecnológico –que se ha experimentado en especial en el área de comunicaciones– y la creciente concentración de grupos económico-financieros transnacionales, han cambiado en forma drástica el mapa financiero internacional.

Los inversores y emisores globales, estos, los más sofisticados y que cuentan con mayores recursos, han sido los más beneficiados por estas tendencias, ya que han contado con la capacidad de digerir, asimilar y aprovechar las asimetrías normativas, tributarias y de fiscalización generadas por este proceso de manera más eficiente.

Marcos jurídicos, estructuras impositivas, normas regulatorias, diseños institucionales, estrategias de venta, etc., han quedado desactualizados en este nuevo contexto global, impulsando replanteamientos, por parte de intermediarios y agentes, en muchos países que en muchos casos son tardíos, parciales y por ende insuficientes.

En países con distinto grado de desarrollo se han iniciado debates, de manera más abierta o solapada, sobre las implicancias que la globalización tecnificada ha traído sobre los motores reales que impulsan el flujo internacional de capitales, la interacción que deben mantener el sistema financiero y el mercado de capitales, la necesidad de canalizar ahorro interno exclusivamente en inversión doméstica, dados los límites y sustentabilidad del ahorro externo en el largo plazo, y la capacidad real que los descolocados sistemas nacionales tienen de arbitrar estos procesos complejos y veloces.

Sin tener una estrategia articulada, las distintas naciones y sistemas bursátiles han comenzado a hilvanar respuestas parciales.

La globalización financiera que hemos caracterizado ha puesto de manifiesto de manera cruda las asimetrías normativas, tecnológicas, impositivas en los distintos mercados que generan consecuencias en términos de arbitrajes regulatorios e impositivos.

Las fuerzas de mercado que expresan los operadores globales en un marco competitivo,

y también las crisis que afrontaron las economías emergentes con mayores o menores debilidades en las normas de regulación y supervisión del sistema financiero y mercado de capitales y en su efectivo cumplimiento, han provocado que las naciones más desarrolladas hayan impulsado junto a Organizaciones Internacionales como FMI, Banco Mundial, BIS, IOSCO y IAIS un conjunto de estándares y códigos mínimos que deben cumplimentar los sistemas financieros y los mercados de valores, seguros, etc. a nivel mundial.

Desde el punto de vista legal, los países de avanzada han tratado de posicionarse de cara a la difusión de productos financieros cada vez más sofisticados, tratando de proteger a los inversores minoritarios a través de una mejor información contable-financiera y jurídica.

La mutación creciente de los distintos aspectos que involucran a los mercados de capitales, ha generado cambios institucionales en los mercados organizados, que pueden sintetizarse en la palabra desmutualización, cuyo propósito ha sido de contar con una estructura de propiedad y de gobierno que les brinde suficiente flexibilidad para afrontar los desafíos competitivos de este nuevo escenario.

Mientras que los sistemas bursátiles de los países más desarrollados han invertido fortunas en hacer más atractivos sus mercados y han actuado como aspiradores de capitales, la inacción de países como Argentina en el último lustro ha dinamizado un círculo vicioso donde la falta de escala, producto de cada vez menos empresas cotizantes con menor liquidez, ha incrementado el riesgo de marginalización de nuestros mercados.

Me referiré con más detalle a continuación al caso argentino

EL CASO ARGENTINO

A efectos de describir la situación del mercado de capitales argentino puede resultar útil analizar cómo se trasladan las funciones y características que se mencionan al comienzo de este artículo a nuestro país:

1) Posibilitar que emprendedores o empresas de cualquier tamaño cuenten con oportunidades directas de financiamiento para inversiones razonables.

La tendencia en nuestro país ha sido la inversa, no sólo no se han abierto las puertas

a que emprendedores pequeños o medianos con proyectos de inversión razonables puedan financiarse, sino que algunas de las empresas que cotizaban en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires han ido retirándose de la misma, impulsando el denominado proceso de delistamiento o retiro de la oferta pública.

Al promulgarse, en 1968, la Ley de Oferta Pública hoy vigente, cotizaban más de seiscientas empresas, mientras que en la actualidad ese número se reduce a casi cien compañías, destacándose la extranjerización de una parte importante de las especies cotizantes, lo que ha provocado, en muchos casos, su salida de cotización ya sea indirectamente mediante canjes de acciones por las de las casas matrices –del grupo de control–, que se negocian en mercados más desarrollados, o directamente a través del retiro liso y llano de cotización en el mercado.

Intentos de traer Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) o emprendimientos tecnológicos a través de la creación de paneles especiales han resultado de escaso éxito.

A nivel de percepción, la mayoría de los empresarios pequeños y medianos ve al mercado de capitales como una alternativa en la cual la ecuación costo-beneficio no resulta prometedora.

2) Ofrecer a todo inversor, sea este un individuo o una institución de distinto perfil, un menú diversificado de alternativas de inversión, bien explicado en cuanto a los riesgos implícitos en cada una de ellas.

Menos del 5% de las familias argentinas invierte en forma activa en el mercado de capitales argentino. Sí lo hacen en forma pasiva millones de argentinos que participan del sistema de jubilaciones y pensiones a través de sus correspondientes administradoras.

La escasa participación del inversor minorista en este mercado puede justificarse en una multiplicidad de factores que van desde la elevada volatilidad y las recurrentes crisis que han afectado en forma significativa precios de los activos cotizantes, hasta percepciones –muchas veces justificadas– por parte de los mismos respecto a la falta de transparencia con que se han llevado a cabo ofertas iniciales de venta y a operaciones de mercado secundario.

Por otra parte y desde el lado institucional, los Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJPs) han canalizado la mayor parte de sus fondos –que alcanzan los 22.000 millones de

dólares– a instrumentos públicos y certificados bancarios. La participación de instrumentos bancarios y títulos públicos nacionales alcanza a 2/3 del total de fondos administrados, mientras que la tenencia de acciones locales no llega al 11%.

Entre los productos que no han alcanzado en Argentina un desarrollo equiparable al internacional, se encuentran los fondos comunes de inversión, que se han focalizado básicamente en certificados bancarios de corto plazo.

De los casi US\$ 8.000 millones que esta industria alcanzaba al 31 de mayo de este año, el 78% correspondía a estos instrumentos, mientras que sólo un 5% corresponde a fondos de renta variable y mixta.

3) Permitir la libertad de creación en cuanto a los instrumentos financieros a ser utilizados por emisores e inversores, sean estos públicos o privados, de renta fija o variable, individuales o colectivos, simples o estructurados, de corto o largo plazo, negociados en mercados organizados o en los denominados "over the counter", de contado o derivados.

Pasando al tema de los productos que se negocian en el mercado de capitales argentino, se puede observar en la última década que, luego de un primer quinquenio donde los procesos de privatización estimularon la colocaciones de renta variable, la disminución de la renta variable ha sido acompañada por un incremento de los instrumentos de renta fija públicos.

La consolidación y refinanciación de la deuda del sector público argentino unida a la necesidad de financiar un déficit fiscal creciente, han explicado el citado fenómeno de incremento de la renta fija soberana en el mercado, (el stock de títulos públicos nacionales pasó de aproximadamente US\$ 38.000 millones a US\$ 90.000 millones durante el último decenio).

Dentro de la estructura de financiamiento del sector privado, aspectos impositivos han colaborado también en impulsar la colocación de instrumentos de renta fija (obligaciones negociables) en desmedro de los de renta variable. Así, durante la segunda mitad de los 90 mientras las colocaciones de renta variable de sociedades constituidas en Argentina no superaron los US\$ 2.500 millones anuales, el promedio de colocaciones de bonos corporativos se ubicó en torno a los US\$ 7.000 millones anuales.

Un vehículo que sí ha logrado despegar por su flexibilidad ha sido el fideicomiso financiero que ha permitido asegurar distintos tipos de obligaciones. En los últimos dos años se han colocado más de US\$ 6.000 millones, lo que representa el 60% del total colocado desde la aparición de este instrumento en Argentina a principios de 1995.

La gran asignatura pendiente del mercado de capitales argentino, en términos de productos, ha sido la creación de un mercado organizado de futuros y opciones financiero y de un mercado "over the counter" de derivados.

4) Posibilitar a través de la infraestructura institucional, legal, impositiva y operativa, la creación de liquidez primaria y secundaria con intermediarios profesionales, seguridad en las transacciones que se realizan a costos razonables, transparencia en la disseminación de información relevante y la protección de los consumidores de servicios financieros de todo tamaño, pero en especial de aquellos que por ser minoritarios pueden ser objeto de abusos.

La infraestructura del mercado de capitales argentino no ha acompañado el proceso de cambio experimentado a nivel mundial. Desde el punto de vista institucional, una multiplicidad de organizaciones con un alto nivel de superposición funcional evidencia que hay posibilidades de hacer más eficiente los distintos eslabones de la cadena de valor del mercado de capitales.

El devenir de las distintas organizaciones no ha logrado separar la propiedad de la administración de las mismas, creando estructuras subóptimas en términos de incentivos y funcionamiento.

La mencionada superposición funcional y administrativa se verifica por doquier.

A modo de ejemplo, si uno analiza la liquidación y compensación de un mismo instrumento, existen al menos tres entidades que brindan el mismo servicio.

Por ejemplo, un Bono del Gobierno Nacional (BONTE) puede ser liquidado en la CRYL (perteneciente al Banco Central de la República Argentina), en el MERVAL (Mercado de Valores de Buenos Aires) o en ARGENCLEAR (perteneciente en forma mayoritaria al Mercado Abierto Electrónico); sin contar las liquidadoras internacionales como Clearstream o Clearnet. Asimismo, ese mismo instrumento se negocia en más de un mercado organizado, como ser el MERVAL y el MAE.

La custodia también cuenta con distintos

ámbitos, tales como la Caja de Valores o la antes mencionada CRYL. Este mero ejemplo, permite vislumbrar que para un mercado empujado como el argentino existe sobreabundancia de instituciones.

Otro ejemplo sencillo a la hora de observar duplicaciones en el mercado de capitales argentino son las tareas que cumplen la Comisión Nacional de Valores y las Bolsas de Comercio de Buenos Aires y del interior de Argentina, en lo que hace a las autorizaciones de oferta pública y cotización. Ambas instituciones cuentan con planteles de profesionales que realizan la misma tarea, duplicando los costos de las emisoras a la hora de ofrecer públicamente sus instrumentos.

Y como mencionamos anteriormente, si bien existen numerosos mercados de contado, Argentina no cuenta con un mercado organizado de futuros y opciones financieras (sí cuenta con dos mercados pujantes de futuros agropecuarios como el Buenos Aires y el de Rosario), vital para brindar cobertura a los participantes y dotar de mayor transparencia y liquidez a los distintos productos que se negocian.

Pasando a la infraestructura legal y, en términos del concepto de oferta pública, el marco jurídico de la últimas décadas lo ha brindado la Ley 17.811, del año 1968. Si releemos la primera parte de este artículo, donde se bosquejan los cambios vertiginosos que han ocurrido en los últimos años, entenderemos que, si bien en el momento de su promulgación esa norma constituía una herramienta de avanzada, en la actualidad conceptos básicos y centrales como los de oferta pública, autorregulación y fiscalización han sufrido mutaciones tales que ni el mejor de los astrólogos podría haber previsto en aquella época.

El concepto de oferta pública se ha expandido producto de la modernidad, la libertad de creación y herramientas tales como Internet que han formulado nuevos paradigmas.

En términos de autorregulación, los diferentes mercados que se han ido formando en nuestro país –producto de las distintas circunstancias en que se han sido creados– cuentan con marcos autorregulatorios asimétricos. Si se comparan los dos principales mercados de contado de Argentina, se observa que la autorregulación del MERVAL es más amplia que la correspondiente al MAE, habiendo sido fundados estos mercados con normas legales de diversa jerarquía.

Desde el punto de vista de la fiscalización, el desarrollo de las comunicaciones y la sofisticación de las herramientas financieras, uni-

dos a la apertura de la economía argentina ha hecho mucho más compleja la labor fiscalizadora de los reguladores.

Los aspectos impositivos que afectan al mercado de capitales argentino han sido, en general, menospreciados y el mismo ha sufrido en las últimas décadas la falta de una estrategia de largo plazo y los vaivenes de la situación fiscal de nuestro país que ha implicado cambios constantes en las reglas del juego tributario.

El proceso de concentración ha envuelto al mercado de capitales argentino en dos planos, por un lado cada vez son menos las empresas que concentran mayor volumen y por el otro, son cada vez menos los intermediarios que capturan el mayor volumen, y por ende ingresos de operaciones en un mercado que se achica año a año.

Si bien este proceso es parte del fenómeno mundial descrito anteriormente, sus efectos se muestran con una profunda crudeza en Argentina.

A título ilustrativo, en 1997, 14 acciones representaban el 75% del volumen de negocios del Mercado de Valores de Buenos Aires, mientras que en el año 2000 dicho volumen se concentraba en 9 acciones cotizantes. Con respecto a la concentración de ingresos de intermediarios, en 1997, 52 agentes y sociedades de Bolsa se repartían 2/3 de los ingresos por comisiones, porcentaje que en el año 2000 se constituye sólo con los diez primeros del ranking por ingresos.

La creación de liquidez, una herramienta clave para inversores y emisores sólo ha podido instrumentarse parcialmente para instrumentos de deuda pública a través de la figura de creadores de mercado. Sin embargo, los instrumentos privados navegan a la deriva carentes de liquidez impidiendo una formación clara de precios.

Argentina cuenta con Bolsas y Mercados del interior con escaso volumen relativo, desconectados entre sí, a la búsqueda de conectividad y de cumplir un papel regional. Estos mercados, en conjunto, representaron menos del 0,5% de los volúmenes negociados en el año 2000 en todo el mercado de capitales argentino.

Un elemento central del nivel de deterioro del mercado de capitales argentino ha sido las continuas disputas entre los distintos participantes del mercado, quienes no han sabido entender el enorme costo de oportunidad que esas luchas han implicado en términos de falta de desarrollo. La falta de visión y madurez de la clase política del mercado de capitales

argentino –tanto pública como privada– ha sido un catalizador de nuestro perenne achicamiento.

Por último, y a nivel de inserción internacional, la falta de una estrategia nacional en las últimas décadas por parte de los distintos participantes, tiene su correlato en el aislamiento y marginalización de nuestro mercado de capitales.

EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO EN SU ENCRUCIJADA

Quien lea con cuidado lo escrito hasta el momento puede llegar a la conclusión que el mercado de capitales argentino no tiene presente y lo que es peor no tiene futuro, pero si se me permite rearmar este complejo rompecabezas, me gustaría señalar con plena convicción que creo que es posible relanzar exitosamente nuestro mercado, a partir de acuerdos entre los principales participantes del sector público y privado.

Si observamos por el lado de la demanda, vemos que las malas noticias pueden transformarse en oportunidades si consideramos que la baja participación actual de las familias, las AFJPs, los fondos comunes de inversión y las compañías de seguros evidencian un potencial de crecimiento enorme, de revertirse ese comportamiento.

Por el lado de la oferta, el escaso volumen de empresas que acuden a la oferta pública habla de un sinnúmero de compañías pequeñas y medianas y de emprendedores que hoy ni siquiera conoce de la existencia del mercado de capitales argentino y que pueden participar del mismo si se dan condiciones adecuadas.

El sector privado conjuntamente con el Estado debe encontrar los incentivos y el diseño apropiado para que estos dos brazos se unan para alimentar la ecuación macroeconómica que posibilite el crecimiento.

Tanto inversores como emisores necesitan conocer y entender cuales son los beneficios de acudir a un mercado de capitales pujante y seguro. Se requiere que la creación de un Nuevo Mercado Argentino sea lanzado con una campaña de difusión masiva que explique en detalle las ventajas y los riesgos de operar en este emprendimiento.

Desde la perspectiva de los productos, la abundancia de instrumentos de deuda pública debe utilizarse como palanca para dotar de

escala al resto de los productos privados. Los bonos públicos deberán convertirse en el pivote del futuro mercado de repos y de futuros y opciones.

Desde el punto de vista de la infraestructura, la solución tiene las mismas coordenadas, contar con una visión estratégica y con acuerdos públicos y privados que separen propiedad de administración, que impliquen apertura de capital, eliminando de una vez por todas, conflictos de intereses que crean sombras sobre la transparencia de nuestro mercado. Las modalidades de negociación deben ser multiplicadoras de liquidez garantizando la transparencia y protección del inversor menos sofisticado.

Los mercados del interior, tienen un papel clave en esta nueva arquitectura, deben conectarse entre sí, posibilitando la concreción de proyectos de inversión regional del sector privado y de municipios y gobernaciones, asegurándole a sus inversores un menú de alternativas financieras local y al mismo tiempo global.

El rediseño interno es un primer paso para luego avanzar en alianzas estratégicas con otros mercados.

La estrategia de interacción entre sector público y privado fue impulsada por primera vez en décadas, por la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía desde comienzos del año 2000 y contó con un fuerte apoyo de la Comisión Nacional de Valores y de los distintos actores del sector privado.

En tal sentido, en marzo de 2000, la Secretaría de Finanzas, CNV, Bolsa de Comercio de Buenos Aires (encargada del listado), Mercado Abierto Electrónico (mercado de renta fija), Mercado de Valores de Buenos Aires (mercado de renta variable) y Caja de Valores (entidad de custodia) han firmado un Acuerdo Programático con distintos compromisos que implican una revisión integral de la arquitectura del mercado de capitales.

Un primer paso fue la constitución de ARGENCLEAR S.A. un proyecto que llevaba cinco años sin resolución y que implicó la generación de una empresa de compensación y liquidación bajo la modalidad DVP para todos los títulos argentinos con participación del MAE, MERVAL y Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Asimismo, existe un compromiso de constituir un mercado de futuros financieros y una reorganización de las estructuras de gobierno y administración de todas las instituciones participantes tendientes a generar un mercado más

eficiente, sin duplicación de funciones y estructuras, con las máximas garantías crediticias y operacionales.

Al respecto MAE y MERVAL han contratado una consultora internacional que, con el apoyo de la Secretaría de Finanzas y la CNV está ultimando los detalles de un plan integral de reformas a ser implementado en el segundo semestre de 2001 y en el primer trimestre del 2002.

Como producto de esos acuerdos el Poder Ejecutivo Nacional además ha promulgado el Decreto Nro 677/2001 con rango de Ley que ha modernizado el concepto de oferta pública, estableciendo principios de buen gobierno tendientes a proteger a inversores minoritarios. Este Decreto ha mejorado sustancialmente la infraestructura legal de nuestro país.

Otro ejemplo de cómo los imposibles se vuelven realidades cuando existe voluntad, inteligencia y consenso político, ha sido la misión que, por primera vez, llevó a las principales autoridades del mercado de capitales argentino a visitar a nuestros pares de Chile. Como producto de esa visita ocurrida a fines del año 2000, hoy ya existen acuerdos para empezar a negociar instrumentos públicos entre el Mercado Abierto Electrónico de Argentina y la Bolsa Electrónica de Santiago, las respectivas Cajas de Valores están trabajando en la apertura de cuentas recíprocas y las Comisiones de Valores estamos avanzando en temas de armonización regulatoria. Similares pasos se están siguiendo con Brasil y existen conversaciones a distintos niveles con España.

En síntesis, el papel de la CNV, desde que he asumido la Presidencia de la misma hace ya casi un año, es el de superar el mero controlador de la legalidad, mi desafío es el de convertir al Organismo en una palanca de desarrollo de mercado y de transformación de la arquitectura del mercado de capitales argentino, para poder proteger efectivamente a los inversores, contando con un mercado más líquido, transparente y con menores riesgos (no deseados) asociados, promoviendo la solidez y confianza del sistema.

La visión moderna del regulador de valores implica tener una visión integral de los distintos riesgos asociados con la concurrencia al mercado, haciendo tal concurrencia más eficiente para emisores e inversores en términos de elección educada, acceso, costo y selección de oportunidades de inversión.

A tal fin, la cadena de valor de una regulación eficiente implica una adecuada identificación de los mismos, su medición, prevención,

monitoreo y fiscalización de los mercados, y compensación en caso de cristalización efectiva de los riesgos a efectos de evitar el riesgo sistémico.

Como se ha visto, las dificultades del mercado de capitales argentino son multidimensionales y deben encararse en forma simultánea en los distintos planos, en forma conjunta para lograr el mercado que nos merecemos.

El contexto que hemos descrito exige la concreción sin demoras de un cambio estructural integral y abarcativo del funcionamiento del mercado de capitales. En manos de la dirigencia política del mercado de capitales está la

posibilidad de crear un mercado de capitales de avanzada, que sea funcional a las necesidades del país.

Existe una vasta evidencia empírica respecto a la correlación que existe entre desarrollo de mercado y desarrollo nacional.

Nuestro mercado tendrá la excelencia que la madurez de nuestros dirigentes evidencien. La buena noticia es que depende de nosotros.