



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



Instrumentos para la formación de una oferta de fondos de capital

Bruno, Norberto

1988

Cita APA:

Bruno, N. (1988). Instrumentos para la formación de una oferta de fondos de capital. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas

Este documento forma parte de la colección de tesis doctorales de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.
Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

Col. 1501/1108

ORIGINAL

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

TITULO DE LA TESIS:

Instrumentos para la formación de una oferta de
fondos de capital.

DOCTORANDO:

NORBERTO BRUNO.

REGISTRO N°:

73378

CONSEJERO DE TESIS:

EDUARDO JOSE BASAGAÑA.

CATALOGADO

L. 122
Tesis
top L122
B4

BIBLIOTECA DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
Profesor Emérito DE ALFREDO L. PALACIOS

258

- I. Introducción.

- II. Mercado de Capitales. Naturaleza y Funciones.

- III. Mercado de Valores. Encuadre y Contenido.

- IV. Mercado de Capitales en la República Argentina: pasado y presente.

- V. Condiciones necesarias para la existencia de un efectivo Mercado de Capitales en la República Argentina.

- VI. Descripción de los problemas a resolver y programa de acción.

ORIGINAL

VII. Factores internacionales que condicionan la viabilidad de los planes.

VIII. Los Instrumentos.

VII.1. Emisión de títulos valores especiales.

VII.2. Fondos PYME.

VII.3. Modelo de Estímulo global.

IX. Conclusiones.

I. Introducción.

Las postrimerías del Siglo XX encuentran a la Argentina en la necesidad de enfrentar un problema de enunciación simple y hace tiempo resuelto, en otras latitudes: el crecimiento económico.

Una forma de crecimiento que permita remover las rémoras estructurales y difundir los frutos del aumento del producto real a todo el conjunto social.

No obstante la familiaridad del tema, sucede esta vez que la proximidad del fin de la centuria hace que -como Nación- se vean más patéticas nuestras carencias y más perentoria su satisfacción.

Obviamente, este acto del crecimiento no se materializará con sólo pontificar acerca de su necesidad.

Sin duda, el reconocimiento del problema es un buen comienzo para el planeamiento de la acción. Pero el proceso debe ser completado con el análisis de las alternativas aptas para resolverlo; en esto está involucrado la determinación de los recursos demandados, las fuentes que los proveerán, las actividades y

sectores que merecerán preferencia, etc..

En el esbozo anterior subyace la idea de una coordinación deliberada de los medios aptos para alcanzar las metas prefijadas. Cuando éstas vienen expresadas en términos de "crecimiento económico" el núcleo de la coordinación es el sinalagma "inversión - financiación".

De momento, Argentina parece haber archivado el expediente de financiar la inversión con recursos inflacionarios. En rigor, ha abusado de este resorte, no obstante lo cual no ha conseguido aún saldar enormes déficits en los órdenes tecnológico y de calidad de vida.

Al menos en apariencia, están hoy presentes circunstancias y condicionantes como los que enfrentan las sociedades en las etapas de reconstrucción posteriores a las calamidades de las guerras. Allí se necesitan importantes capitales; pero al mismo tiempo se le concede vital importancia a la estabilidad monetaria. Se habla entonces, de priorizar las inversiones. Se revaloriza el papel del ahorro genuino. Se aprecian la austeridad y la productividad y se censuran el dispendio y la ineficiencia.

La generación de ahorro para ofrecerlo a la

inversión representa, hoy en día, una cuestión vital tanto para los países centrales como para los periféricos.

En los países centrales se tiene conciencia de que el cambio del modelo mecánico de tecnología al modelo orgánico requerirá un aumento sustancial en la formación de capital tan grande como el de 100 años atrás cuando surgieron las actuales industrias.

En los países periféricos, las dificultades de acceso al ahorro externo -originadas por la crisis de la deuda- determinan que sea una preocupación superlativa en la mayoría de ellos la constitución de un volumen de ahorro interno que satisfaga las necesidades de la inversión. Sin embargo, la experiencia de la década del '70 en la utilización del ahorro externo obliga a concluir que, si bien es importante que los países periféricos realicen un esfuerzo adicional de imaginación para diseñar nuevos instrumentos y fórmulas de captación de ahorros, quizás lo sea más aún el que se arbitren mecanismos que permitan por una parte, retener el ahorro generado por la economía y, por la otra, garantizar su eficiente utilización en función de las prioridades que plantea la urgente necesidad de expandir sus economías.

Con respecto a las posibilidades de elevar el

ahorro real cabe recordar las conocidas tesis según las cuales en los países subdesarrollados el ahorro es bajo porque el ingreso también lo es.

Dadas las limitaciones que la insuficiencia de ahorro imponen a la inversión y a la productividad, se comprende que el ingreso no pueda crecer y, por lo tanto, que el ahorro continúe siendo pequeño. Suponiendo que exista efectivamente un círculo vicioso difícil de romper, de todas formas están muy lejos de cerrarse los caminos que conducen a una utilización óptima del reducido ingreso inicial.

Incrementar el coeficiente de ahorro y facilitar su transformación en un nivel adecuado de inversión implica reconocer que existe un potencial de financiamiento que permanece ocioso, diluido en el consumo superfluo o refugiado en el "subsuelo" de la economía doméstica; dicho potencial debe ser convertido en un flujo de recursos estimulador de la actividad interna.

Allí donde el volumen de ahorro es escaso cabría preguntarse si esta situación es tan sólo producto de la incapacidad del sistema económico para generar importantes excedentes o si tiene también que ver la ausencia de un razonable número de activos financieros

que permita a los ahorristas componer su balance particular de riesgo y rentabilidad. En este último sentido, la política económica en general y el mercado de capitales en particular deberían adaptarse -institucional y operativamente- para incentivar la propensión al ahorro de la población.

Lo que en una economía desarrollada caracteriza al mercado de capitales no es solamente el volumen de las transacciones realizadas sino, también, la existencia de una pluralidad de instrumentos financieros en lo que hace a sus derechos, vencimientos y formas de retribución. Dicha pluralidad -variedad y diversificación- representa la mayor garantía tanto para los inversores como para la estabilidad del mercado.

Es cierto que el estancamiento -cuando no, la pauperización- de la renta nacional condicionan fuertemente la formación de fondos de capital. Pero esto no significa que se deba contemplar pasivamente el curso del proceso de declinación. Resulta imperioso proponerse la reversión de esta tendencia. Para ello se debe comenzar por cerrar los "canales de fuga" del capital potencial, a la vez que se reflota y reorienta hacia fines productivos el que actualmente se esteriliza en los costos operativos del sistema

financiero, en el déficit de explotación de la corporación empresarial pública, en el atesoramiento de moneda extranjera, en el gasto suntuario y en la adquisición de activos fronteras afuera.

Los elementos apuntados se han conjugado para determinar que el sistema financiero argentino esté hoy limitado fundamentalmente al mercado de dinero, habiéndose en la práctica casi extinguido toda forma de instituciones e instrumentos auténticamente representativos de un mercado de capitales.

Realizado dentro de este esquema financiero, el funcionamiento real de la economía presenta desequilibrios considerables que tienden a obstruir el surgimiento de un auténtico mercado de capitales manteniendo, en general, alicaídas las fuentes de financiamiento. Esto inhibe la expansión económica, lo que a su vez no permite fortalecer el crecimiento del ingreso ni facilitar un proceso más racional de inversión y ahorro; de lograr intensificárselo, ésto sería el germen de un eficiente mercado de capitales.

El "opus" que se expone en las páginas siguientes es un intento de descubrir una perspectiva positiva para el mercado de capitales en la República Argentina. Perspectiva positiva en el sentido de ofrecer un ámbito

donde puedan colectarse fondos para financiar actividades y proyectos prioritarios desde el punto de vista del crecimiento económico.

En realidad, más que la habilitación de nuevas operaciones sobre algo ya existente, las propuestas de este trabajo implican acordar una identidad concreta a un mercado de capitales que está hoy virtualmente inactivo.

Los instrumentos con los que se pretende recrear esa institución financiera se refieren tanto a los actos de los operadores del mercado como a los de los poderes públicos.

Las responsabilidades de los operadores -básicamente, las empresas demandantes de recursos- se concentran en el diseño de las herramientas de captación de fondos y en la adecuada aplicación de los mismos; las de las autoridades políticas se centralizan en dotar al mercado de capitales de un marco legal y fiscal que admita y estimule la creatividad financiera aplicada al interés nacional.

Sin embargo, hay que reconocer que la factibilidad de las propuestas se encuentra relativizada por la exigencia de ciertas formas de las variables contextuales: estabilidad política y jurídica. Empero,

al verificarse la formación de una conciencia colectiva en torno de la importancia de tales condiciones se hace viable asumirlas como dato del problema.

En un pasaje del "Hamlet", el príncipe homónimo le señala a Horacio (poeta y músico) que "...en el cielo y en la tierra hay muchas más cosas de las que pueda soñar tu filosofía..." Este filosófico personaje está aludiendo a la imposibilidad de la mente humana para concebir todos los probables estados de la naturaleza, a su manera de conocer: discursiva y por aproximaciones. Esta inherente limitación es la que me permite vislumbrar solamente tres cursos de acción para encarar el futuro:

1. Ensayar un esquema distribucionista y consumista a expensas del ahorro y la inversión y del stock de capital acumulado, además de perpetuar un Estado ineficiente y dispendioso que absorbe fondos sin reparar en su costo.
2. Inclinarsé por una economía centralmente planificada, en la que el ahorro y la inversión se establezcan en valores extremadamente altos (superiores al 30%).
3. Intentar el crecimiento económico mediante

una concientización de austeridad pública y privada que posibilite el ahorro a la vez que priorite proyectos de inversión de alta productividad.

La primera alternativa forma parte del país inviable y lleva a que el año 2000 nos encuentre a los Argentinos con el mismo ingreso que al comenzar el Siglo XX.

El segundo curso de acción haría posible que el ingreso per cápita creciera en un 65% durante los próximos 15 años.

La tercera opción le permitiría al país triplicar el actual ingreso per cápita hacia el año 2000.

En el primero y segundo casos no se necesita un mercado de capitales pues nadie decidiría voluntariamente ahorrar e invertir, o bien ello le sería impuesto.

El tercer caso es el único en el que tiene sentido pensar en un mercado de capitales y en el que la captación del ahorro público por la empresa privada es su razón de ser.

En países en desarrollo como la Argentina, el mercado de capitales no tiene otro objetivo que el de robustecer la economía; ello tiende a cumplirse si se

fortalece efectivamente la formación de corrientes de ahorro a largo plazo y si se mejora la asignación de los fondos captados canalizándolos hacia inversiones productivas internas.

Es necesario enfatizar que en el mercado de capitales -al igual que en cualquier otro tipo de economía- no suceden milagros; el fundamento decisivo para el buen funcionamiento de un mercado de capitales siempre ha sido y será el ahorro. La elevación del coeficiente de ahorro deberá resultar del concurso programado de las políticas monetaria y fiscal que, al reformular los sistemas de impuestos al gasto y al ingreso, logre movilizar recursos más amplios hacia inversiones productivas.

Pero esto sólo no es suficiente. La voluntad y la capacidad de ahorro son solamente posibles si la moneda es estable y si la gente está convencida de que las autoridades ejercen efectivamente el poder y están dispuestas a hacer todo lo necesario para asegurar la permanencia de las relaciones de valor, pues esta estabilidad no puede ser sustituida por nada. El Estado podrá resistirse a la presión por subsidios fiscales como vía de estímulo; lo que no puede hacer es sustraerse a la responsabilidad de ofrecer un ambiente

de estabilidad y equidad económica y jurídica que haga posible el florecimiento de las actividades genuinamente productivas.

Flaca contribución se haría al ponderable objetivo de canalizar el ahorro hacia el sector privado de la economía si tras montarse un mercado de capitales -cubriendo las exigencias inherentes a los atributos de amplitud y eficiencia- éste fuera luego virtualmente invadido por títulos públicos que, premiados con rebajas impositivas o rendimientos extraordinarios, terminarían absorbiendo fondos para un destino no siempre aconsejable desde el punto de vista de la productividad global. Por parte del Estado es necesaria una conducta leal y coherente con sus enunciados políticos.

Aún cuando se cumpliera con todo lo anterior, el mercado de capitales no logrará seguramente un funcionamiento pleno, fluido y satisfactorio si se olvida la importancia que tiene el suscitar el interés del público ahorrista por sus ofertas. Se debe buscar crear "la propia demanda", ofreciendo "productos diferenciados", "servicios", "menús de operaciones variados", todo ello con el enfoque de un verdadero "marketing" financiero.

En un mercado de capitales "estereotipado" hay,

por parte de los que ahorran, una posibilidad muy pequeña de diversificación del portafolio. En cambio, el disponer de una amplia y constantemente renovada gama de instrumentos financieros les da a los ahorristas la oportunidad de diversificar sus riesgos unitarios a la vez que la de reducir la variabilidad en el rendimiento de su cartera total. Al mismo tiempo se reduce también la vulnerabilidad de los inversionistas de riesgo.

Para ensamblar un todo armónico se requiere la presencia en el esquema de un activo mercado de negociación -con signos reales de transparencia y efectividad- de modo que los inversionistas puedan, en cualquier momento, trocar rendimiento futuro por liquidez actual según sean sus preferencias, expectativas y necesidades.

Estando perfiladas las ideas presentadas sobre el trasfondo del mercado de capitales en general, y el del mercado de valores en particular, parece conveniente dedicar los capítulos iniciales a la consideración de ambas instituciones. Será apenas la exposición de unas nociones básicas como para no abundar en una temática suficientemente tratada en la teoría y bastante popularizada. Tendrán en cambio más extensión los capítulos destinados al análisis de las características de

la realidad nacional e internacional en los órdenes económico y financiero pues ellos aportan la "materia prima viva" o el estímulo para la elaboración de los productos-respuesta de esta Tesis.

II. MERCADO DE CAPITALES:

NATURALEZA Y FUNCIONES

Una característica conocida de los procesos de desarrollo sostenido es la intensificación del esfuerzo de acumulación de capital.

La posibilidad de alcanzar importantes niveles de formación de capital está ligada a la necesidad de generar en la economía un volumen de ahorro equivalente ya que, en caso contrario, las metas de un Plan de Gobierno en materia de inversión no serían accesibles.

Los montos de ahorro indispensables para cubrir los requerimientos del financiamiento de la formación de capital son generados internamente tanto por el Sector Privado como por el Sector Público. En uno y otro sector, el ahorro puede definirse como la parte del ingreso corriente que no se destina al consumo. Sus elementos componentes son:

- a) El ahorro de las familias y el de las empresas que no son sociedades de capital;
- b) Las ganancias no distribuidas de las

sociedades de capital;

c) Los fondos que se reservan para prever el desgaste y la depreciación de los activos de capital existentes;

d) El superávit corriente del Gobierno.

El coeficiente marginal de ahorro voluntario de un país depende, en parte, del nivel de ingreso real, y en parte, de la existencia de estímulos capaces de justificar el sacrificio del consumo inmediato. Aún teniendo los factores anteriores magnitudes aceptables, la capacidad de ahorro voluntario puede verse limitada por la vigencia de un espíritu de imitación de los patrones de consumo prevaletientes en las clases altas del propio país o de otros países más avanzados. Entonces, la política fiscal puede intervenir para generar un ahorro forzoso bajo la forma de gravar las manifestaciones conspicuas de suntuosidad.

No todas las formas de ahorro real se convierten en ahorro financiero. Quedan en el camino las utilidades retenidas, las depreciaciones, el impuesto inflacionario.

La transformación del ahorro privado en ahorro financiero y la vinculación de éste con la inversión son

el desempeño básico del mercado financiero.

Es habitual dividir el mercado financiero en "mercado de dinero" y en "mercado de capitales". Su diferenciación tiene que ver con el objeto y los plazos de cada uno, aunque pueden advertirse entre ambos vasos comunicantes cuya frontera es difusa.

La introducción de la intermediación financiera transforma parte del esquema "ahorro - inversión" en un mecanismo indirecto, permitiendo, simultáneamente, tanto un aumento del volumen de ahorro cuanto su asignación en forma más productiva.

Básicamente, el sistema financiero busca compatibilizar los deseos entre sí contradictorios de ahorristas e inversionistas. En tanto estos últimos quieren obtener recursos por plazos adecuados a sus necesidades, al volumen requerido por la escala óptima de sus operaciones y a un precio compatible con el rendimiento de las oportunidades reales de inversión, los ahorristas procuran colocar sus excedentes -no siempre abundantes- a plazos cortos y a tasas compensadoras del riesgo implícito en la operación. Como consecuencia de esta función de intermediación financiera se produce, por un lado, una reducción de los costos de transacción; por el otro, una reducción de los riesgos

en razón del aumento de la liquidez de los títulos (debido a la existencia de un mercado secundario activo) y a la diversificación de las operaciones. (GURLEY, ps. 50-55).

Naturalmente, para que el entrelazamiento entre la inversión y el ahorro sea estable no basta cualquier organización financiera sino que se requiere una organización más amplia y diversificada.

Según el criterio de la Organización de las Naciones Unidas "...la buena organización financiera no puede, por sí misma, producir desarrollo pero la mala organización financiera puede entorpecerlo.". Esta misma cuestión fue oblicuamente tratada en un reciente seminario internacional sobre políticas tecnológicas y reestructuración industrial que fuera organizado por el Banco Mundial. Allí, el Secretario General del Ministerio de Ciencia y Tecnología de Brasil expresó que en su país la política industrial y la tecnológica se confunden. Reconoció que a la tecnología le cabe un papel clave para superar el problema de la pobreza, pero observó que hace falta una reforma en la estructura financiera para que pueda ésta soportar una ola de inversiones sin necesidad de fomento estatal.

Hay también, en este mismo sentido, un oportuno

comentario de Hicks: "El inicio de un proceso de expansión puede ocurrir en virtud de la incidencia de factores reales (invención u otros de igual naturaleza) que elevan la tasa esperada de ganancia. Pero puede igualmente ocurrir en virtud de los progresos logrados en el ámbito financiero reduciéndose, de esta forma, la brecha... y permitiendo, en consecuencia, tener acceso a los fondos de financiación para mejoras que podrían haberse realizado con anterioridad si se hubiese contado oportunamente con los recursos. No solamente se requiere ahorro sino también los canales de comunicación entre el ahorro y la inversión potenciales."
(HICKS, p.259)

En su indagación sobre los nexos causales entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, Patrick se refiere a dos conceptos que podrían asociarse con las formas pasivas o activas adoptadas por el evolución del sistema financiero de un país. La primera -denominada oferta inducida- es la que se produce cuando los servicios financieros se generan en respuesta al crecimiento de los distintos sectores productivos; esto es, la propia actividad económica real determina la infraestructura financiera correspondiente. La segunda -denominada oferta

En teoría, un mercado de nuevas emisiones debería dedicarse a atraer y canalizar para los sectores más productivos de la economía parte de los ahorros a largo plazo, retenidos al presente bajo la forma de depósitos bancarios, oro, divisas y/o joyas.

En las afirmaciones anteriores están implícitas dos cuestiones preliminares que ahora trataré de explicar, a saber:

1) ¿Cuáles son las funciones relevantes de un mercado de capitales?

2) ¿Qué atributos definen la eficiencia de un mercado de capitales?

Intentando responder al primer interrogante decimos que, por lo general, el mercado de capitales está asociado con la obtención de recursos a largo plazo, a diferencia del mercado de dinero, donde se pueden coleccionar fondos a corto plazo. Los mercados de capitales son necesarios para que crezca el suministro de bienes de capital en la economía. Ellos permiten que aquellos sectores de la economía interesados en invertir en planta o en equipos productivos obtengan fondos de los sectores que practican el ahorro. De la misma

5) Préstamos de fomento;

6) Préstamos al consumidor y otros préstamos bancarios a particulares para financiar la adquisición de automóviles y otros artículos durables.

En el otro lado del mercado de capitales se encuentran los agentes que han reunido recursos para aplicarlos a la adquisición o constitución de instrumentos financieros. Los más destacados son:

1) Los bancos comerciales;

2) Los bancos de inversiones;

3) Los bancos hipotecarios;

4) Las compañías financieras;

5) Las sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda;

6) Las cajas de crédito;

7) Las sociedades de ahorro y préstamo para fines determinados;

8) Los fondos estatales para el fomento de ciertas actividades;

9) Los proveedores de bienes de capital;

10) Los inversionistas y prestamistas extranjeros, (públicos y privados);

- 11) Los particulares;
- 12) Las sociedades de inversión.

Bruce Lloyd describe el papel del mercado de capitales como algo que "...auxilia en la asignación de los limitados recursos de capital de una Nación entre los varios usos alternativos en competencia." (LLOYD, p.73)

Esta función asignativa es usualmente crítica para la consecución del crecimiento y la eficiencia globales dentro de la economía. Si los recursos de capital -capaces de aumentar la producción y la productividad- no fueran dirigidos hacia aquellas actividades que exhiban un poder multiplicador o una demanda interesante, entonces la tasa de expansión de la economía se verá afectada negativamente.

Toca ahora el turno a la cuestión "¿Qué debe entenderse por un mercado de capitales eficiente?". La pregunta es importante no sólo para las personas que operan dentro del mercado sino también para aquéllos que intentan controlar y dirigir el mercado desde un nivel político.

"Un mercado eficiente es aquél en el cual un gran número de compradores y de vendedores reaccionan a través

de un mecanismo sensible y eficaz para que los precios de la negociación reflejen plenamente -y de un modo casi instantáneo- lo que puede ser sabido acerca de las perspectivas de la empresa cuyos valores están siendo transados". (LORIE y HAMILTON, p. 110)

Un mercado de capitales eficiente debe adscribir la mayor parte de un volumen dado de ahorros en aquellas compañías o proyectos que ofrezcan la mayor tasa esperada de retorno, habida cuenta del riesgo involucrado. Un sistema de precios competitivos para el capital -que es la esencia del mercado que nos ocupa- trae como consecuencia la derivación de los recursos financieros hacia las áreas más productivas, contemplando las prioridades de la sociedad como un todo. Una ventaja inherente al mecanismo considerado es que brinda una precisa idea del costo de captación de los fondos.

Hasta aquí se han señalado las características que limitan la noción de mercado eficiente. Sin embargo, algunos economistas han puesto en duda que el mercado de capitales eficiente puede ser asumido como una categoría práctica. Por ejemplo, Baumol es de la opinión que "... en general, no se puede rehuir la impresión de que, en el mejor de los casos, la función asignativa es

desempeñada de una manera bastante imperfecta. La posición oligopólica de los que operan en el mercado (corredores, operadores económicos, especialistas), los patrones aleatorios que caracterizan el comportamiento de los títulos, la aparente insensibilidad de la oferta a las variaciones de los precios, y la actitud de las empresas de soslayar al mercado como fuente de fondos, todo ello suscita varias dudas sobre la efectividad de la fuerza reguladora del mercado." (BAUMOL, p.93)

Muchos de los supuestos sobre los que descansa la teoría del mercado perfectamente competitivo son repudiados por los hechos. Sin embargo, es a través del análisis de las diferencias entre las hipótesis de la teoría y las restricciones que impone la realidad como van surgiendo los modos de lograr grados crecientes de razonabilidad en el funcionamiento del mercado.

En la literatura económica aparecen puntualizados como prerrequisitos para la existencia de un mercado perfectamente competitivo los siguientes:

a) Presencia de un gran número de operadores, de manera que ningún comprador o vendedor individual pueda afectar el precio a través de sus acciones;

b) Perfecta individualización de los productos

comercializados en el mercado;

c) Libertad para la entrada y salida del mercado;

d) Divulgación completa de la información sobre todos los aspectos de las transacciones. (BENSTON Y SMITH, ps. 215-231).

En cuanto a los factores que comprometen el funcionamiento eficiente de un mercado de capitales los señalados como más frecuentes son:

a) Escaso volumen y variedad en la oferta de títulos;

b) El número de compradores y vendedores que operan en el mercado no es significativo y esos roles tienden a concentrarse en grandes inversores institucionales;

c) El mercado acusa una fricción importante derivada de los relativamente altos costos de transacción;

d) El grado de conocimiento de las condiciones del mercado está lejos de ser completo. (KRAINER, ps. 429-439).

Si se enfoca el problema bajo una perspectiva más global aparecen en el escenario factores que -en diferentes combinaciones- conspiran contra el logro de un perfil de eficiencia, como ser la captación de fondos por parte del Estado en desmedro del sector privado, la fuga de capitales, los límites impuestos al crecimiento por las prácticas comerciales de los países centrales, etc..

El punto de arranque para el mejoramiento de la eficiencia de la función asignadora del mercado -incluyendo la de sus instituciones integrantes- está dado por la necesidad de identificar correctamente los factores limitantes.

A raíz de la existencia de esas limitaciones parece inevitable una cierta intervención o regulación -política o pública- para que el mercado de capitales pueda desempeñar cualquier función, útil en el largo plazo, dentro de un programa global de desarrollo económico y social.

En las economías latinoamericanas, se ha dado el caso de que cuando se ha dejado librado a la dinámica del mercado la función de adaptar la estructura de financiación a las necesidades del desarrollo económico,

se han producido serias distorsiones que, en definitiva, se tradujeron en mayores costos de financiación, con claras consecuencias inflacionarias. Las mayores demandas de financiación provenientes de los sectores público y privado no fueron acompañadas de modificaciones importantes de la estructura financiera interna. Por ello faltó capacidad para captar y transferir ahorros voluntarios en la cantidad y formas convenientes para el financiamiento del proceso y para establecer nuevas formas de captación fiscal y parafiscal que sustituyeran a las tradicionales y a las vinculadas con los excedentes del sector exportador.

De este modo, la mayoría de los países comenzaron a utilizar la expansión inflacionaria como medio de equilibrar la presión simultánea de los sectores público y privado sobre el sistema financiero. (CEPAL, p. 157).

Los mercados de capitales pueden realizar -y de hecho realizan- una valiosa contribución para la adecuada aplicación de los recursos de una Nación. Pero para que ello sea posible tórnase imperioso un más amplio conocimiento de sus limitaciones e imperfecciones.

Estas derivan, fundamentalmente, de la naturaleza distorsiva de la estructura social y económica de un país. Tan pronto como esos desajustes sean atacados de

un modo efectivo podremos imaginar un horizonte en el que la vigencia de un mercado de capitales traerá un aporte positivo para el desarrollo del País.

En un país que todavía no ha logrado conformar un sistema financiero en el que existan activos de mediano y largo plazo hay una escasa probabilidad de administrar con amplia independencia las políticas monetaria y fiscal, como ocurre en países con sistemas financieros bien desarrollados. En éstos, ambas políticas son bastante independientes la una de la otra, tanto en el corto plazo como por períodos más largos. Esto significa que puede haber una política fiscal expansiva mientras se mantiene bajo control la creación monetaria, porque el déficit fiscal se financia a través de operaciones que no tienen una repercusión monetaria. Así, puede haber un gran déficit fiscal y una baja en la tasa de inflación, tal como sucedió en los EE.UU. desde 1980 en adelante.

Este tipo de posibilidad no existe en sistemas financieros menos desarrollados. Falta aquí el segmento de mercado de capitales, o sea, los fondos que pueden mantenerse dentro del sistema por un período prolongado y que permiten la colocación de bonos o títulos de deuda por plazos también largos.

El rezago estructural del mercado de capitales no puede superarse a corto plazo. Sin embargo, en beneficio de la consecución de un sistema financiero menos vulnerable -por ser más diversificado- convendría que el Estado realice una política activa de estímulo al desarrollo de esta institución de captación del ahorro mediante la promoción de proyectos empresariales claramente rentables, a fin de garantizar una satisfactoria tasa de rendimiento de la inversión en este sector.

Cerramos el capítulo dedicado a la conceptualización del mercado de capitales para dar paso a otro en el que se consignan los grandes detalles de la institución más reconocida de su red operativa: el mercado de valores.

III. MERCADO DE VALORES

ENCUADRE Y CONTENIDO

La expresión "Mercado de Valores" indica que allí se negocian todo tipo de valores, incluidos los títulos ya que éstos constituyen la mayor parte de los valores que se ofertan.

Los mercados de valores son una especie dentro del género de las bolsas o mercados de comercio, siendo sus principales características las siguientes:

1. Las operaciones se concentran en un lugar físico determinado;
2. Están organizados como un ente ideal con personería jurídica;
3. Tienen un marco normativo explícito que encauza las operaciones;
4. Las operaciones se concretan con la intervención de un intermediario autorizante;
5. Los bienes que se negocian son homogéneos y fungibles dentro de cada tipo de títulos valores;
6. Los precios resultan de la libre acción de

la oferta y la demanda; (CHAPMAN Y VERCHIK, p.93)

El progreso de los mercados nacionales hacia la categoría de "Financial Supermarkets" se presenta como un cuestionamiento a los aspectos que, tradicionalmente, se han utilizado para caracterizar a las bolsas de valores. Su internacionalización (con la diversidad de operaciones en diferentes plazos que ello trae aparejado) ha puesto en duda la utilidad y eficiencia de los actuales recintos de operaciones tornándolos obsoletos. Es posible que en el muy corto plazo la operatoria se limite a contar con un muy eficiente sistema computarizado y que los esfuerzos humanos se concentren en mantener y crear mercados, nuevas modalidades operativas, etc.. Probablemente, esta tendencia conducirá a que lo que se denomina "face to face trading" tienda a desaparecer.

Los diferentes títulos-valores que circulan en el mercado pueden ser agrupados en dos grandes clases:

Valores de renta fija	{	Emitidos por el sector público
		Emitidos por el sector bancario
		Emitidos por el sector empresario

Valores de renta variable	{	Acciones ordinarias
		Acciones privilegiadas

Una base para la clasificación de los mercados de valores consiste en distinguir entre mercados primarios -en los cuales se venden inicialmente los efectos- y mercados secundarios -en los cuales se negocian posteriormente dichos efectos.

Las transacciones sobre valores tienen lugar en bolsas formalmente organizadas o en mercados menos formales. Las operaciones en los mercados de valores proporcionan un sistema dentro del cual puede entenderse la naturaleza de la banca de inversión y del mercado de nuevas emisiones.

Se dice que los mercados de valores formalmente organizados proporcionan a los negocios por lo menos

cuatro beneficios importantes

1. Coadyuvan para la aceptación de las nuevas emisiones, propendiendo al éxito de su lanzamiento;

2. Se estimula el proceso de inversión al brindar un lugar en el cual se pueden llevar a cabo transacciones eficaces y relativamente poco costosas. De este modo, los inversores están seguros de que tendrán un ámbito regular en el que podrán vender sus valores si deciden hacerlo. La creciente liquidez que proporcionan los mercados de valores hace que los inversores estén dispuestos a aceptar una tasa de rendimiento más baja de la que requerirían en otro caso. Esto significa que las bolsas de valores bajan el costo del capital para las inversiones;

3. Al configurarse un verdadero mercado se crea una institución dentro de la cual las continuas transacciones ponen a prueba la tasación de los valores.

Las compras y las ventas de valores manifiestan los juicios de valor y la forma de apreciar el desenvolvimiento de las compañías que de ellas tienen los inversores.

4. Los mercados formalmente organizados mejoran la liquidez al acordar un ámbito de transacciones continuas en las que se dan cambios más frecuentes -pero de menor grado- en el precio de los valores. En ausencia de mercados formalmente organizados los cambios en los precios son menos frecuentes, pero cuando éstos ocurren se dan en forma más pronunciada.

En general, las funciones del mercado de títulos - valores privados eran más preeminentes 100 años atrás que en la actualidad. Por entonces, las inversiones a largo plazo en los mercados industriales que surgían se financiaban, en su mayor parte, con fondos privados (en especial, por medio de acciones). El uso del capital accionario era importante para evitar que una empresa asumiera una deuda excesiva y para ofrecer a los inversores en la empresa la oportunidad de beneficiarse con los aumentos futuros de las ganancias.

Durante la segunda posguerra y hasta la primera mitad de la década del '70, con el crecimiento de la banca comercial y la reducción del ahorro financiero concentrado en unas pocas familias, la financiación

pueden destinarse a satisfacer las necesidades financieras específicas de la entidad que los emite. Luego que se suscriben y se los vende a un amplio mercado de inversores institucionales e individuales (cada uno con diferentes objetivos) es posible ponerles un precio para que atraigan los fondos necesarios. Esto no puede suceder en un grado significativo cuando los ahorros se canalizan a un número limitado de instituciones financieras con objetivos similares.

La institucionalización del Euromercado en los albores de los años '70 con un rasgo de estímulo a la innovación financiera, la creación de los Parallel Markets o segundos mercados como una extensión de las bolsas tradicionales, la aparición de la modalidad del "venture capital" o participación minoritaria en el capital de pequeñas o medianas empresas, la de los "Financial Supermarkets" y las políticas de fomento de los países, han determinado el reencuentro de los mercados de valores con su rol de principal proveedor de fondos de capital y captador del interés del público inversor.

Este proceso de revitalización de los mercados de

valores se ha acentuado en los dos últimos años hasta casi estar en auge por la convergencia de tres factores: la disminución de la inflación, la caída de las tasas de interés y la recuperación de las economías.

El mercado de valores debe ser un vehículo idóneo para la inversión. Entenderlo como un mero instrumento de transferencia es contrariar sustantivamente su esencia. A él deben concurrir las empresas para exponer sus proyectos y esperar del resto de los agentes económicos la aprobación de los mismos a través de la suscripción de títulos-valores.

IV. MERCADO DE CAPITALES EN LA ARGENTINA:

PASADO Y PRESENTE

Si hay algo que define bien desde el punto de vista institucional al mercado de capitales es la existencia del mercado de valores y de la banca de inversión.

El mercado de valores no ha logrado en la Argentina una dimensión y un funcionamiento satisfactorios como para asegurar a las empresas la obtención de los fondos necesarios mediante la emisión de títulos valores. Su área de nuevas emisiones está ocupada por el financiamiento al Tesoro Nacional en una proporción de 50 a 1 (apréciense, si no, los volúmenes de suscripción de Bonex y los de acciones).

El mercado secundario no supera, normalmente, el millón de dólares por día en negocios, cuando en la Bolsa de San Pablo los montos operados se aproximan -en millones de dólares diarios- a los 75 millones ; en las

de Madrid - Barcelona, a los 350 millones; en la de Lagos (Nigeria), a los 45/50 millones.

El grado de desarrollo de un mercado de valores está dado por la capacidad de absorber nuevas emisiones.

En este sentido, el hecho de que acciones de "Petrobrás" por 200 millones de dólares se hayan colocado en 24 horas habla a las claras de la potencia del mercado de valores brasileño.

Las cifras que damos a continuación, referidas a montos negociados en el año 1985, grafican -más que muchas palabras- el abismo que separa a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires tanto de las plazas tradicionales como de las surgidas recientemente.

Millones de u\$s - 1985

Nueva York	970.479,0
Tokio	392.290,0
Zurich	214.595,0
Ginebra	99.630,0
Alemanas	94.211,0
Londres	76.355,0
Osaka	61.810,0
Basilea	40.747,0
Toronto	31.684,0
Amsterdam	19.999,0
París	19.824,0
Brasileñas	16.578,0
Tel Aviv	719,0
Buenos Aires	602,0

Por su parte, la banca de inversión sólo existe como categoría legal, pues en la práctica no puede desempeñar papel alguno. Ello puede colegirse sin necesidad de contrastación empírica, sólo con advertir la ausencia de un segmento de fondos a largo plazo, más la vigencia de un "spread" varias veces mayor que la tasa de retorno de cualquier proyecto. La carencia de una banca de inversión no es, en modo alguno, suplida por los escasos préstamos de fomento que concede el Estado.

Se puede estimar el mercado de capitales -cuantificado en términos de ahorro interno- en no más del 0,15% del PBI para una inversión neta de, al menos, el 10%. Algo así como lo suficiente para pagar el impuesto a los sellos y los gastos notariales de una emisión.

Por lo demás es observable -a partir de la década del '70- una tendencia cada vez mayor a que en el país las empresas se financien con fondos a corto plazo, aumentando así peligrosamente su endeudamiento corriente.

Entre las causas que fomentaron este comportamiento encontramos:

1. La inflación, que al crear incertidumbre desalienta la inversión a largo plazo.

2. La ausencia casi total de políticas claras a largo plazo por parte del Gobierno y la falta de normalidad institucional, lo que determina no sólo la discontinuidad de las orientaciones sino también la volatilidad de la tan necesaria confianza pública para que las empresas acepten encarar inversiones con extensos períodos de maduración.

3. La confianza arraigada en las empresas de que los créditos de corto plazo serán renovados continuamente, transformándose así de hecho en fondos a largo plazo.

4. La actitud del Estado que, en los momentos de crisis, refinancia a varios años de plazo las deudas contraídas por las empresas dentro del sistema financiero (las que, en su mayoría, al inicio eran a corto plazo).

5. La conducta por parte de la mayoría de las empresas que anteponen el propio crecimiento a la rentabilidad de los inversionistas, no pagando dividendos en efectivo o haciéndolo de forma tal que no responden a la retribución mínima esperada por éstos, o reservando el dinero para otras inversiones; o sea: no se le da al inversionista la posibilidad de decidir qué hacer con su rentabilidad, obligándolo a mantenerla dentro de la misma empresa.

En la República Argentina, las empresas han tenido

un comportamiento de ahorro comparable al de los países desarrollados; pero las fuentes de financiamiento externo a largo plazo -en relación a las inversiones por igual período- no han sido adecuadas a lo que deberían serlo según las reglas de juego de esos mismos países. Podría concluirse "prima facie" que no existió deficiencia de recursos autogenerados sino insuficiencia de financiamiento externo a largo plazo.

Esta debilidad del sistema financiero argentino ha planteado recurrentemente la necesidad de incentivar al mercado de valores como la mejor forma de corregir en el corto plazo dicha insuficiencia. Sin embargo, la consecución de los objetivos finales de esas iniciativas se vió reiteradamente frustrada por la presencia de factores distorsivos y de circunstancias condicionantes.

En el orden de las generalizaciones, la gravitación más intensa para impedir el despegue del mercado le corresponde a las vicisitudes políticas, económicas y sociales que ha sobrellevado nuestro país durante largo tiempo.

También ha tenido su parte el mismo desenvolvimiento del mercado, que habla de la preponderancia de un espíritu especulador en desmedro de

la idea de agente canalizador del ahorro desde las unidades superavitarias hacia las deficitarias. Las fuertes fluctuaciones de precios que devienen de esta conducta determinan el alejamiento de una masa de inversores poco propensos a asumir ese tipo de riesgo.

En la lista de factores influyentes no se debe dejar de incluir el hecho de que una gran cantidad de empresas -aún revistiendo la forma jurídica de "sociedad anónima"- mantienen una estructura interna de decisiones de carácter familiar, provocando el desinterés del inversor común.

Bastante es el grado de complicidad del Estado que, por medio de títulos, sale a captar fondos para que subvengan las necesidades de su gigantesca corporación empresarial; las condiciones de emisión y de negociación de estos títulos significan un tratamiento desigual y discriminatorio para los poseedores de títulos privados.

Así, los monumentales requerimientos del presupuesto fiscal llevan al Estado a incurrir en un despropósito cuando proclama insistentemente desde sus órganos políticos y técnicos la necesidad de fomentar un auténtico mercado de capitales capaz de satisfacer las demandas de fondos a largo plazo de los sectores productivos (inclusive ha llegado a dictar medidas de promoción de

la actividad bursátil), pero la realidad más frecuente es que aparece en situación privilegiada compitiendo con la empresa privada por los escasos recursos financieros.

A lo largo del tiempo, la falta de un mercado eficiente y efectivo ha alejado al ahorrista de la inversión en títulos-valores privados, mostrándose en un marcado preferencia por los instrumentos financieros de renta fija y bajo riesgo y por el atesoramiento de moneda extranjera.

Tal como lo revela el siguiente cuadro, la suscripción de acciones por oferta pública -en moneda constante- ha venido declinando paulatinamente a partir de 1974, si tomamos la comparación porcentual respecto del Producto Bruto Interno.

Años	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Relación porcentual de las subscripcio- nes con el P.B.I.	0,1%	0,03%	0,01%	0,005%	0,04%	0,04%

1980	1981	1982	1983	1984
0,05%	0,037%	0,032%	0,014%	0,022%

Elaboración propia en base a datos de la C.N.V. y del
B. C. R. A.

Estos porcentajes expresan con elocuencia lo insignificante que es la oferta pública de títulos-valores como medio de captar ahorros para la inversión en empresas.

Debe puntualizarse, además, que los mejores promedios fueron consecuencia de la vigencia del Rgimen de Desgravación Impositiva para la compra de acciones.

Asimismo, año tras año desde 1970 se ha venido verificando un incesante retiro de empresas del rgimen de oferta pública según lo reflejan estos guarismos:

AÑO	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
-----	------	------	------	------	------	------	------	------

Cantidad

de so-

ciudades	414	370	363	342	327	322	309	303
----------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

AÑO	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
-----	------	------	------	------	------	------	------

Cantidad

de so-

ciudades	296	287	278	263	248	238	236
----------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Las cifras y comparaciones comentadas nos llevan a concluir que a lo largo de los últimos años y en la actualidad no tiene importancia en la economía del país el régimen de la oferta pública de títulos-valores dentro del mercado de capitales como medio de conversión del ahorro del público inversor en capital genuino para el desarrollo empresarial.

De este análisis surge que la inexistencia en la práctica de un mercado de valores por un lado perjudica a las empresas, obligándolas a recurrir al endeudamiento a corto plazo en proporciones y tasas que superan las barreras de lo razonable para no verse compelidas a disminuir su nivel de actividad. Por otro lado, el inversor se dirige a otros sectores buscando mayor seguridad y rentabilidad o, lo que es más grave para la economía del país, esterilizando recursos mediante la

especulación con divisas.

Es indudable que esta situación no es solamente el resultado de factores psicológicos o especulativos, sino que obedece también a razones mucho más complicadas que se relacionan con el estado general de la economía. El proceso inflacionario que aqueja al país desde hace muchísimos años es probablemente el principal factor al que cabe atribuir el estado actual del mercado de valores. Los efectos de este proceso han creado en el público en general un sentido de desconfianza y falta de interés en las inversiones a largo plazo, por lo que prefieren colocar sus ahorros en papeles comerciales o depósitos bancarios a corto plazo con elevado interés nominal, en bienes durables o en moneda extranjera. En cuanto a las empresas, el proceso inflacionario ha convertido en ficticios una parte o la totalidad de los beneficios contables, por lo que el capital circulante se ha deteriorado resultando imposible pagar dividendos en efectivo que son, en última instancia, la base de las inversiones que se llevan a cabo en acciones.

En distintas fechas del año 1987 voceros oficiales hicieron saber de la intención del Poder Ejecutivo de remitir al Congreso proyectos de Ley destinados a desgravar la operatoria bursátil y a estimular, en

consecuencia, el mercado de capitales.

Estos proyectos pueden tener algún efecto positivo sobre el mercado y facilitar el acceso de las empresas a los ahorros del público, pero ello no podrá ser tan solo el fruto de medidas legales.

La suerte del mercado de capitales en la Argentina está, en definitiva, vinculada con la marcha general de la producción. Las políticas recesivas aplicadas sucesivamente en los pasados años estimularon la creación de conductas especulativas y desalentaron los procesos de capitalización física.

La creación de un verdadero mercado de capitales requiere no sólo una legislación adecuada sino una economía en avance, fruto de empresas con planes de inversión y de un público atraído por las inversiones a largo plazo. De otro modo seguiremos asistiendo al apogeo de las conductas cortoplacistas y a esa dañosa descapitalización de las empresas que tanto mal ha causado a la economía nacional.

V. CONDICIONES NECESARIAS PARA LA EXISTENCIA
DE UN MERCADO DE CAPITALES
EN LA REPUBLICA ARGENTINA

Un auténtico mercado de capitales es aquél que trasluce la capacidad de canalizar el ahorro hacia la inversión, convirtiéndolo así en un instrumento de desarrollo económico.

Un mercado de ese tenor no se genera espontáneamente ni se preserva sobre la base exclusiva de su propia operatoria. Hacen falta una deliberada acción en tal dirección y el aval del medio externo, traducible en ciertas condiciones de orden político-institucional y jurídico. Veamos en qué consisten tales condiciones.

El aspecto político-institucional.

El proceso político-institucional debe discurrir por cauces de racionalidad.

En 70 años nuestro país no ha vivido la experiencia de que un partido político sea reemplazado, en la función de gobierno, por otro partido merced al veredicto de la ciudadanía.

Los gobiernos que se sucedieron parecían ser opositores de una manera plena. Ha habido disrupciones institucionales aún dentro de un gobierno en apariencia homogéneo. Aún hoy coexisten funcionarios, normas y procedimientos contradictorios y contrapuestos entre sí.

Hay una sola regla de juego: NO HAY REGLAS DE JUEGO PERMANENTES.

La coherencia del marco político-institucional tiene que ver con la existencia de un acuerdo [implícito o explícito] acerca de los objetivos colectivos. Si se carece de objetivos nacionales superiores, claros y compartidos, no se estará en condiciones de definir objetivos secundarios que sean aprobados por la sociedad en su conjunto, y menos compatibilizar los objetivos presentados por los distintos sectores sociales.

Un tal camino consensual permitiría configurar reglas de juego estables y creíbles y, por añadidura, erradicar el perverso criterio "costos-beneficios

políticos" en el análisis de las decisiones de gobierno para reemplazarlo por el de "costos - beneficios sociales".

Las reglas de juego estables no se dan dentro del siguiente esquema dialéctico:

Autoritarismo vs. Democracia

Democracia formal vs. Democracia real

Plataforma electoral vs. Acción real de gobierno

Continuidad formal vs. Discontinuidad real

Mientras los planteos y acciones sean antitéticos, el horizonte del país no se despejará. Las reglas de juego deben sobrevivir al período vital de la inversión y con total independencia del signo ideológico del gobierno de turno. Caso contrario, las decisiones de inversión enfatizarán el aspecto "liquidez" por sobre el de "rentabilidad", con perjuicio para el bienestar de la comunidad a largo plazo.

Tres décadas atrás, el premio Nobel de economía Paul Samuelson veía en la Argentina el país con más posibilidades de futuro. Sin embargo, en 1980 alertaba a otras naciones sobre las nefastas consecuencias de

caer en lo que llamaba la "enfermedad argentina", caracterizada por la falta de un mínimo de consenso social.

La seguridad jurídica

El valor seguridad jurídica aparece tipificado en las conductas sociopolíticas tendientes a la certidumbre, a la tranquilidad y a la protección que, mancomunadas, arriban en síntesis a la coordinación de tareas comunes. La presencia de dicho valor apunta a la afirmación unitarista de todo conglomerado social. (ENCICLOPEDIA, p. 100).

Se ha señalado ya que en lugar del natural curso de un gobierno a otro, se produce una verdadera disrupción de la actividad gubernamental.

Las normas se van sucediendo no sólo sin solución de continuidad, sino también sin coherencia y hasta con oposiciones evidentes.

Reembolsos, retenciones y aranceles cambian a gran velocidad. Los tipos de cambio reales se unifican o se dispersan bruscamente. Se crean o se eliminan exenciones impositivas sin una dirección lógica.

Se aumenta la alícuota del impuesto a la transferencia de valores mobiliarios con propósitos fiscalistas y, al poco tiempo, se propone su reducción con fines promocionales. Ayer se aplicó la indexación; hoy se pone en práctica el desagio, o se resuelve que no habrá fórmula de ajuste alguno atacando la inmutabilidad del contrato. Las leyes se sancionan para un plazo determinado, pero sin miramiento alguno son extendidas o acortadas en su vigencia.

Actuar de manera tan incoherente no es gratuito. Tiene varios y altos costos; uno de ellos es la aparición de la Argentina en el puesto 71 (detrás de Libia) del ránking sobre las seguridades que brindan a los inversores más de 100 países, realizado por Institutional Investor en noviembre de 1986.

Quienes tienen reponsabilidades de conducción política deberían tener muy presente que todo proyecto de inversión tiene asociado un rendimiento esperado y un riesgo previsto, en un plazo también predeterminado.

Cuando no hay rendimiento mayor a la tasa de costo de capital y cuando el riesgo es inmensurable, no hay inversión alguna. A menos que se contrate un seguro; en nuestro país ese seguro lo da el Estado, por lo que, en definitiva a él se le transfiere todo el riesgo

empresario inherente a proyectos de envergadura.

Los avales, los seguros de cambio, las desgravaciones impositivas, "la teoría de la imprevisión", son fórmulas para acotar el riesgo empresario.

En esas circunstancias el "genio animador" del emprendimiento acude cuando llega la gracia de la "varita mágica" del Estado.

Mientras vivamos en una tesitura de infantilismo mágico, y persistamos en el negarnos a "madurar" no habrá en nuestro País seguridad jurídica. Porque en Argentina la "magia" es, en realidad, inseguridad jurídica.

Inversores institucionales

Un proyecto de recreación, consolidación y ensanchamiento del mercado de capitales no puede soslayar el aporte estimulante que está en condiciones de hacer este tipo de operador.

El adjetivo "institucional" designa una categoría de inversor caracterizable por el rasgo colectivo de su propiedad en valores y por el hecho de estar legalmente

capacitados para otorgar prestaciones dinerarias.

Para algunos de ellos la participación en el mercado de capitales es una específica indicación de su objeto (p.e. compañías de inversión); para los más es una de las alternativas admisibles de colocación de fondos, dentro de una estrategia global de protección de los capitales confiados a su gestión.

Son generalmente presentadas como inversores institucionales las siguientes entidades:

- Compañías de seguros de vida
- Compañías de seguros contra incendio y accidentes
- Cajas estatales de jubilaciones
- Fondos privados de pensiones
- Compañías de inversión
- Bancos comerciales
- Fondos mutuos de ahorro

Las decisiones de inversión de estas entidades tienen restricciones en los deberes que la Ley impone al depositario y por la necesidad de observar conductas propias de un diligente administrador. En el espectro

permisible hay una buena cantidad de posibilidades de inversión, pero son tres las que tienen mayor adhesión, a saber:

- a) Adquisición exclusiva de títulos de deuda de bajo riesgo
- b) Fondos balanceados (inversión en bonos y acciones)
- c) Cartera de fondos comunes (portafolio diversificado)

El poder de participación de dichas instituciones en el mercado de valores está dado por su número y por la cantidad de fondos que potencialmente pueden invertir.

Esto es particularmente visible en el mercado de valores de los EE. UU., a estarse por las cifras del Anexo I referidas a la propiedad de activos financieros de las instituciones de ahorro contractual, radicadas en dicho país.

De todos los inversores colectivos actuantes en EE. UU. sobresalen los fondos de pensiones. Según cifras disponibles para 1980, los activos mobiliarios en manos

de dichos inversores colectivos representaban un 17,62% de la capitalización bursátil de la Bolsa de Nueva York, mientras que los de las compañías de Seguros suponían un 5,2% y los de otros inversores institucionales no llegaban a alcanzar, por grupo, un 5% del total. (BOLSA DE BARCELONA, p. 213). El hecho de que tantas personas posean acciones a través de su participación en fondos de pensiones, condujo a Peter Drucker a la conclusión de que la economía norteamericana es altamente socializada (DRUCKER, p. 104).

Mayor importancia relativa han adquirido éstas en el Reino Unido donde han pasado a representar un 26,7% del mercado bursátil. Resulta superior únicamente la inversión de particulares con un 28,2%. En orden de importancia les siguen las compañías de seguros con un 20,5% de participación (BOLSA DE BARCELONA Ib. Id.)

Durante 1984 las entidades privadas de previsión participaron con el 65% del total de las nuevas emisiones de acciones tomadas por el conjunto de los inversores institucionales.

En los mercados de Brasil y de Chile los inversores institucionales más representativos son los fondos de jubilaciones privados. El Anexo II muestra la composición porcentual de las carteras de las

instituciones de previsión privada en el Brasil. En este país, los planes de jubilación fueron instrumentados en 1977 y en la actualidad su disponibilidad de fondos significa el 30% del valor de los títulos privados que operan en la Bolsa de San Pablo (unos 300 millones de dólares).

Entre nosotros el único inversor institucional virtualmente activo son los Fondos Comunes de Inversión, creados por la Ley 15.885. En su política de inversiones, los Fondos Comunes de Inversión deben ajustarse a las siguientes normas:

a) La cartera se integrará en un 80% a los menos de su fortuna total por valores mobiliarios de empresas privadas o mixtas, que se coticen en un mercado de valores;

b) No podrán proceder a suscripciones de tales valores en una proporción mayor de un 5% de los títulos, aforados a su valor nominal, emitidos por una misma sociedad.

c) No dispondrán de más del 5% de los derechos de voto correspondientes a una sola sociedad;

d) Los valores a que se refiere el punto a) podrán

ser hasta un 30% de origen foráneo siempre y cuando las bolsas o mercados donde se coticen tengan un volumen de operaciones igual o superior al del mercado de valores de Buenos Aires;

e) Las inversiones en una misma sociedad no podrán exceder en el momento que se realicen el 5% de la fortuna del fondo, involucrando dentro de esta limitación a otras sociedades de las cuales aquélla sea holding o que controle;

f) El 10% de la fortuna del fondo debe siempre permanecer en dinero efectivo o títulos del Estado o de sus reparticiones autárquicas.

Sin embargo, venciendo trabas legales y arcaicos prejuicios, podrían ser incorporadas al campo de los inversores institucionales las Cajas de Subsidios Familiares. También podrían tener su participación en el mercado de capitales los fondos que se atesoran con fines previsionales si se permitiera la existencia de entidades privadas que cubran retiros y pensiones.

Respecto de esto último ha tomado estado público la intención oficial de autorizar a las compañías de seguros a otorgar prestaciones jubilatorias. La Asociación

Argentina de Compañías de Seguros ha presentado un proyecto en tal sentido ante la Superintendencia de Seguros.

El proyecto establece un sistema previsional basado en aportes individuales prepagados por sumas jubilatorias futuras fijas a valores constantes con capitalización, que al tiempo de cumplirse la edad reglamentaria se concreta en el retiro total de los aportes realizados o en la suma individual prefijada. La propuesta se basa en la combinatoria de un sistema financiero (que permite capitalizar la masa de dinero proveniente de los aportes particulares) y de uno actuarial (que posibilita ponderar estadísticamente el promedio de vida de los aportantes y las bajas consecuentes antes de llegar a la edad del retiro). La rentabilidad que generen las diversas colocaciones financieras derivadas de la masa de aportes y la medida de los beneficiarios finales posibilitan extraer un promedio para aportantes y pensionados que no descapitalizaría el sistema.

Por mi parte quiero exponer lo que entiendo pueden ser los lineamientos generales de un modelo previsional privado.

La idea central es que los Fondos de Retiros

Privados (así se llamaría la institución) se constituyan con aportes obligatorios mínimos de los interesados y adicionales voluntarios para componer al cese de actividad una renta vitalicia sobre bases actuariales.

Existirían sociedades gerentes de dichos Fondos que los podrían invertir en títulos de renta, públicos o privados, en acciones o en colocaciones transitorias a ser determinadas.

El cuadro que sigue grafica la evolución del sistema en los rubros adherentes, aportes y patrimonio neto.

Año	ADHERENTES	APORTES	PATRIMONIO
1987	50.000	U\$s 20 mill	U\$s 21 mill
1988	102.000	U\$s 93 mill	U\$s 125 mill
1989	160.000	U\$s 156 mill	U\$s 315 mill
1990	221.000	U\$s 236 mill	U\$s 682 mill
1991	285.000	U\$s 334 mill	U\$s 1105 mill

Estos fondos se canalizan hacia títulos públicos en progresión geométrica decreciente para subvenir a las necesidades del sistema previsional estatal.

Ya señalamos que un interesante inversor institucional podría ser el sistema de Subsidios Familiares. Actualmente el sistema es exedentario en aproximadamente 1220 millones de dólares. Si se constituyese con el sobrante un fondo de inversión, la proyección de éste sería:

AÑO	EXCEDENTE	PATRIMONIO
-----	-----------	------------

1987	U\$s 1220 mill	U\$s 1300 mill
------	----------------	----------------

1988	U\$s 1281 mill	U\$s 2846 mill
------	----------------	----------------

1989	U\$s 1345 mill	U\$s 4677 mill
------	----------------	----------------

1990	U\$s 1412 mill	U\$s 6835 mill
------	----------------	----------------

1991	U\$s 1483 mill	U\$s 9372 mill
------	----------------	----------------

El efecto combinado de ambos fondos (previsional y asistencial) sería, hacia 1991, de 10.477 millones de dólares con lo que se crearían 161.000 puestos de trabajo con nivel de eficiencia y productividad internacionales.

Con ésto se quiere significar que un buen uso de los recursos previsionales y asistenciales autogeneraría empleo para el 57% de la mano de obra que se incorporara al sistema de fondos de retiro bajo las hipótesis de trabajo señaladas.

Estas inversiones suponen hacia el año 1991 un incremento del PBI del 5% respecto de 1987 gracias a un uso más eficiente de recursos; o sea, una tasa de crecimiento del PBI del 1,2% por encima de los valores que se podrán alcanzar sin este proyecto.

La innovación financiera

En un contexto de creciente competencia por el capital, de marcadas oscilaciones en su precio y de excesivas regulaciones es comprensible que se resientan y retraigan los mecanismos tradicionales de financiación, por lo que entonces los tomadores de fondos deben pensar en fórmulas nuevas que maximicen la

captación a la vez que minimicen el riesgo financiero.

Más específicamente las innovaciones financieras se producen por el deseo de eludir algunas medidas que claramente restringen la dinámica del sistema financiero o beneficiarse con otras que la estimulan, o bien de reducir los mayores costos que, en general, se derivan del cumplimiento de las nuevas regulaciones aplicadas.

En el primer caso estas innovaciones se expresan, en la creación o mejoramiento del producto financiero; en el segundo, en la incorporación de modernos sistemas de procesamiento de información y comunicación.

De estas consideraciones podría concluirse que, cualquiera que sea el marco de las regulaciones, la innovación permitirá al agente económico adaptarse al contexto financiero. Cuando el marco regulador no se concibe en conexión con los objetivos de la política económica global, los nuevos mecanismos e instrumentos benefician al agente o entidad financiera en particular, pero no concuerdan necesariamente con las prioridades del desarrollo del país (BANCO CENTRAL DE VENEZUELA, p.288).

El juego de la innovación es particularmente palmario en el llamado mercado del Eurobono. Allí, por ejemplo, la creatividad de los banqueros dió lugar a una

serie de monedas "compuestas" o "mixtas" en un intento de reducir los riesgos para ambas puntas del mercado.

Surgieron así la E.C.U. (European Currency Unit) y la EURCO (European Composite Unit). La E.C.U. presentaba en 1985 la siguiente composición: 0,719 marco alemán + 1,31 franco francés + 0,878 franco suizo + 0,256 florín + 140 liras + 3,71 franco belga + 0,219 corona danesa + 1,51 franco luxemburgués + 0,00871 mon. irlandesa

Una modalidad de financiamiento muy deseada por los prestatarios es el bono en moneda opcional. El primer experimento data de 1967 y se hicieron entonces empréstitos en esterlinas con opción a reembolso en marcos alemanes. En 1974 hicieron su aparición (en el momento de las crisis monetarias de principios del año 1973) las opciones franco luxemburgués-dólar americano, dólar australiano-marco alemán o corona danesa-marco alemán.

Otra variante consiste en ligar el capital a la evolución del precio de ciertos bienes o productos. En esta clase se han observado emisiones de bonos a largo plazo, cuyos pagos de intereses y capital son indexados a precio oro, a precio plata y a precio petróleo.

Sin embargo, no hay necesidad de mirar tan lejos para encontrar ejemplos de creatividad en materia financiera.

Para corroborarlo traemos a cuento la experiencia SIDERCA S.A. con su emisión de "acciones preferidas especiales" en el año 1970.

La empresa decidió hacer un esfuerzo para ofrecer condiciones particularmente atractivas al público y apuntar a la colaboración de la C.F.I. y, eventualmente, de otras sociedades financieras para la tarea de estudiar las condiciones de emisión y colocación del valor entre el público inversor.

El estudio conjunto se orientó hacia la emisión de instrumentos (debentures o acciones de tipo especial, con algún tipo de cláusula de ajuste), cuyas características los hicieran atractivos al público en general. De esta manera se esperaba acostumbrar al inversor a operar en la plaza, a tomar confianza, y a percibir las ventajas de este tipo especial de inversiones, y a contribuir, con su propia experiencia, al fortalecimiento del mercado de capitales local.

Como el objetivo principal de la empresa y de la C.F.I. apuntaba a la captación de fondos en el mercado de valores, se optó por la emisión de acciones "especiales".

Esta decisión representó un sacrificio para Siderca, en el corto plazo por lo menos, pues al utilizar este tipo de instrumento no podía deducir impositivamente la remuneración al capital así obtenido, lo que hubiera sido posible de haberse optado por la emisión de debentures. Esto significó un encarecimiento del costo financiero de la operación aproximadamente un 39%. Se emitieron diez millones de acciones "preferidas especiales".

Estas eran rescatables en cuotas a no más de cinco años, y cuyos dividendos variaban en función de un indicador de la evolución de la empresa. Al mismo tiempo se buscaba que su valor no estuviese expuesto al deterioro del poder adquisitivo del dinero.

El parámetro al que se vinculó la magnitud del dividendo (en moneda constante), y sus límites inferior y superior, fue la producción de acero de la empresa. Se acotó el interés entre un mínimo del 8% anual y un máximo del 13% anual (siempre con referencia al valor de rescate, vinculado al dólar).

El caso de la emisión de acciones "preferidas especiales" de SIDERCA (en aquél entonces era DALMINE-SIDERCA) fue expuesto para significar en qué sentido es importante la "innovación" para la vitalidad de un mercado de capitales en un país en vías de

desarrollo. No se trata de "innovar" para sortear regulaciones estatales y "ganar sin producir", sino de una permanente actitud de la empresa para interesar al público en el cofinanciamiento de proyectos de inversión -social y privadamente rentables- mediante la oferta de fórmulas de ahorro que consulten al ahorrista en sus preferencias ya que, lógicamente, éstas pueden ir variando de tiempo en tiempo.

VI. DESCRIPCION DE LOS PROBLEMAS A RESOLVER Y PROGRAMAS DE ACCION

No podríamos abrigar grandes esperanzas de éxito en la resolución de un problema conociendo solamente sus generalidades o algunas de sus facetas parciales. Necesitamos una definición precisa de sus elementos componentes y es ésta la finalidad de los párrafos siguientes.

Los argentinos somos hoy más pobres que en 1970, además de estar soportando una hipoteca externa cuyo importe equivale al 70% del PBI de todo el año. El mismo cuadro dramático se pinta diciendo que Argentina ha necesitado los 86 años de este Siglo para solamente duplicar el nivel de riqueza per cápita, o que se encuentra entre los países que más retrocedieron en el lapso 1973-1983, conforme surge de la información volcada en el Anexo III. Esto explica la generalizada insatisfacción de sus habitantes y la cada vez más aspera puja por los ingresos.

Dos grupos de hechos están -sin duda- entre las causas de las realidades descriptas precedentemente:

1) La no formación de un nivel adecuado de ahorro interno

2) La ineficiencia global de la economía

(La información del Anexo IV referida a la relación capital/producto de varios países en desarrollo es elocuente en este sentido)

Históricamente, Argentina ha gastado más de lo aconsejable. En ciertas ocasiones se ha exacerbado el consumismo, llegándose incluso a afectar el capital acumulado en el país. En algunos casos, se podrá tener una inversión desde el punto de vista de la contabilidad económica; pero, en realidad, son construcciones fijas de dudosa utilización y con baja productividad económica y social.

Hasta aproximadamente el comienzo de la tercera década de este Siglo, el sector de la sociedad argentina ligado a la producción primaria obtenía de ésta una cuasi-renta con la que solventaba la residencia en París

o la construcción en el país de grandes palacios de estilo europeo.

Posteriormente, la burguesía surgente de la industrialización liviana siguió con el modelo. Sólo que esta vez construyó en Mar del Plata o en Punta del Este. Los "country clubs" son la expresión más reciente del mismo fenómeno.

Tales comportamientos evidencian la prevalencia de un tipo de cultura pre-industrial, a la manera de la sociedad musulmana de la India antigua, cuyos valores caracterizantes fueron la construcción del Taj Mahal o de los jardines moriscos (PREBISCH, ps. 211-215).

Por su parte, el Estado argentino realizó muchas obras encuadrables dentro del mismo concepto económico. Las autopistas y la TV Color representan un par de ejemplos del enunciado anterior.

No solo se gastó mucho, sino que aquéllo que se ahorró fue mal invertido.

En muchas oportunidades, las construcciones civiles se llevaron hasta el 80% de la inversión neta interna, recibiendo Maquinarias y Equipo una baja participación en los recursos.

Respecto de las inversiones públicas, la mayor asignación a construcciones no genera el mismo efecto

que en el área privada, puesto que en la mayoría de los casos éstas se vinculan a obras de infraestructura. Sin embargo, aquí incidió notablemente el crecimiento de la inversión orientada a Defensa y Seguridad, además que se sumó a la falta de una adecuada evaluación de los proyectos, la despreocupación de las empresas públicas por mejorar sus tenores de eficiencia y el lento ritmo de ejecución de las obras como consecuencia de una programación insuficiente que no contempló convenientemente las restricciones presupuestarias existentes.

Pero aún hay más: a esas inversiones mal realizadas -porque no tenían la posibilidad de generar bienes- se les sumó el bajo grado de utilización de las nuevas inversiones en máquinas y equipos. Paralelamente, el rendimiento de la nueva inversión verificó un marcado retroceso. En efecto, mientras en la década del '60 un aumento de 100 en la inversión se traducía en un aumento del producto de 23, en los años '70 el incremento se redujo a 9. Este comportamiento contrasta notoriamente con los rendimientos obtenidos por Brasil. En este país, el rendimiento de la nueva inversión en la década del '60 era del 34% anual y logró ampliarlo en la del '70 a nada menos que el 41%.

La Argentina no sólo aparece en desventaja en este plano frente a Brasil sino también en relación a la mayoría de los países latinoamericanos. En tanto la Argentina exhibe, para el período 1971-73/1979-81, una tasa de rendimiento sobre la inversión del 9%, México ostenta un 32% y Colombia un 30%. Más cerca se hallan Chile, con 20% y Venezuela, con el 14%. Los datos del Anexo V se ocupan de revelar la evolución de la productividad de la economía argentina desde el año 1970.

En el caso de las inversiones privadas, su escaso rendimiento debe ser particularmente atribuido (entre otras causas) a los inconsistentes regímenes de promoción industrial pues conceden exagerados subsidios al monto de la inversión, y al uso intensivo de la restricción a la competencia interna y externa como modo de incentivar el emprendimiento de proyectos.

La baja productividad de las inversiones del pasado reciente pone de manifiesto el imperativo de ordenar adecuadamente -tanto en el sector público como en el privado- las asignaciones para la inversión a efectos de potenciar el crecimiento de la economía.

Quizás demasiado ocupados por la evolución de las variables monetarias en la coyuntura (tipos de cambio,

tasas de inflación y de interés) los argentinos solemos dar menos importancia a aquellas factores que, como la inversión, están estrechamente ligados al crecimiento económico del país.

Los datos que publica el Banco Central se refieren a la inversión bruta; es decir, al incremento de stock de capital corporizado en construcciones, maquinarias y equipos, del que no se deduce la amortización debida al desgaste ocasionado por la participación de los bienes de capital en el proceso productivo. Desde luego que la vida útil de los edificios, puentes, equipos de transporte, maquinarias, etc., es muy diferente y por lo tanto las estimaciones de depreciación de grandes valores agregados sólo sirven para observar si realmente se está adicionando algo al stock de capital (inversión neta positiva) o si el monto de las inversiones apenas alcanza para reemplazar los equipos que han cumplido su ciclo productivo (inversión neta igual cero) o si la inversión bruta ni siquiera es suficiente para reponer el material obsoleto (inversión neta negativa o desinversión). (La evolución de la inversión neta entre 1970 y 1985 es presentada en el Anexo VI.)

Para tener una idea cabal de la magnitud del esfuerzo que requiere el impulso inversor basta pensar

que sólo mantener en sus actuales niveles el stock de capital de la economía exige incrementar las inversiones en más de un 40%.

Desde hace casi diez años, la economía argentina gira alrededor de las variables financieras y sufre el impacto del costo crediticio. La elevada tasación de este último, unido a otros elementos desestimulantes de la producción, sumió a la economía en una profunda recesión y redujo la inversión real a una mínima expresión.

Con tales señales en el contexto, no es temerario decir que los deseos de invertir no pueden ser ni muy claros ni muy intensos. Una reciente encuesta realizada por la Universidad Argentina de la Empresa en relación con las intenciones de inversión en el sector industrial durante los próximos años pone de manifiesto un limitado horizonte temporal de decisión, así como también la carencia en la práctica de genuinas fuentes de financiación. Un análisis de los resultados de dicho trabajo permite extraer -entre otras- las siguientes conclusiones:

. Una mayor densidad de inversiones programadas entre 1987 y 1988, comportamiento que, supuestamente,

señalaría un limitado horizonte de decisión.

. Los sectores de "Alimentos y bebidas", "Papel" y "Químicos" concentran el mayor número de empresas con intenciones de invertir.

. En líneas generales, la gran mayoría de las inversiones programadas se canalizan hacia la ampliación de líneas de productos ya existentes y hacia la diversificación de la producción; en menor medida, a reposición.

. Los volúmenes probables de producción serían destinados, en gran medida, al mercado interno.

. Las fuentes de financiamiento requeridas para la realización de las inversiones tendrían prioritariamente origen propio (capitalización de utilidades y aporte de capital), recurriéndose en menor medida al crédito y, en este caso, nucleándose en líneas promocionadas.

. En el caso de empresas que no han programado inversiones, éstas lo atribuyen tanto a la carencia de un financiamiento adecuado como a un elevado grado de capacidad productiva ociosa.

Es necesario recrear conceptos básicos en economía: recursos escasos para lograr una multiplicidad de fines, teniendo en cuenta criterios de costo-ingreso; productividad; ahorro-inversión.

Sin una adecuada productividad no se producen excedentes (ahorro). Argentina exhibe hoy una relación PBI/I de sólo 0,09, mientras que en Brasil, por ejemplo, la misma razón alcanza al 0,42.

Sin una apropiada asignación de los excedentes (inversión productiva) no se genera crecimiento económico.

Sin crecimiento económico no hay estabilidad económica, a menos que la sociedad en su conjunto concuerde en una menor distribución del ingreso para todos. Pero en este caso estaríamos contrariando un principio humano vital: crecer.

Sin acumulación de capital (tangible o intangible) no es posible hablar de un proceso económico.

Para que haya un mercado de capitales en la República Argentina es necesario que haya capitales y éstos se forman sólo en base al ahorro.

Se podrá discutir acerca de las bondades del estructuralismo o del monetarismo. Lo que no se puede discutir es acerca de las bondades del ahorro.

Para promover el ahorro es necesario también contener la inflación o en su defecto brindar tasas de interés suficientemente altas en términos reales como para compensar el riesgo de deterioro del valor de la moneda. Pero detener el proceso inflacionario es una tarea de largo aliento, y las elevadas tasas de interés desincentivan las inversiones productivas.

Aparentemente hemos hilvanado un razonamiento circular, que cerraría el camino a toda acción.

Este lastre está lejos de condenarnos a la impotencia; lo que en realidad debe hacerse es quebrar el círculo en algún punto. Lo que parece imponerse a tal efecto es la reorientación de los recursos escasos hacia las inversiones con potencial productivo o multiplicador.

La relación de hechos precedente nos lleva a concluir que los reclamos de la realidad son por decisiones y acciones que permitan romper los "nudos de estrangulamiento" para iniciar un camino de crecimiento.

Un "nudo" bastante visible y crítico es el desequilibrio externo, por lo que hay acuerdo amplio respecto de que el aumento del volumen de exportaciones debe recibir una atención preferencial.

Sin embargo, con ser el aspecto central de una política de crecimiento no puede tener la estrategia exportadora un desarrollo autónomo.

Para que el esfuerzo exportador se autosostenga y posea un efecto multiplicador significativo se requiere el acompañamiento de una estructura industrial eficiente, dinámica y con capacidad de incorporar alta tecnología.

Discriminando los distintos aspectos que hacen a la cuestión del crecimiento es posible dar forma a las siguientes áreas-problemas:

I) Ordenamiento del sector externo

Con altas tasas reales de interés en el mundo y una deuda externa que representa casi el 70% del PBI, no hay posibilidad de crecimiento mientras pretendan lograrse las divisas necesarias para superar el desequilibrio externo restringiendo el crédito y tratando de que las tasas de interés superen suficientemente a las internacionales.

Solo hay una forma de salir de esa trampa: alentar masiva y generalizadamente los ingresos de divisas por

exportaciones (CAVALLO, p.99).

Un elemento clave de esta estrategia es el descubrimiento de las potenciales fuentes proveedoras de fondos que basamenten la mayor actividad. Buscándolas fuera de los fondos fiscales, aparecen como interesantes estas posibilidades:

1) Captar divisas de tenedores locales fuera del sistema financiero institucionalizado y en poder de particulares

Los cálculos hacen oscilar estos valores entre los 2000 y 6000 millones de dólares. Recientemente, en su paso por la Argentina, Vito Tanzi (autor de una famosa teoría sobre la fiscalidad, conocida como "efecto Tanzi") estimó en 5.000 millones de dólares la cifra atesorada internamente en billetes de dólar norteamericanos. De esta cifra, algo más de 1.000 millones es lo que requieren las transacciones corrientes en moneda extranjera: propiedades, campos, viajes al exterior, etc.. Quedarían disponibles al

menos 1.000 millones de dólares.

Dada la composición que tendría el Comercio Internacional Argentino (exportaciones) y sus necesidades de Pre financiamiento y financiamiento, suponemos necesario un valor de U\$s 0,65/0,75 por cada dólar de exportación anual.

Si se pudieran captar fondos durante 1987 por unos 500 millones de dólares, las exportaciones pasibles de financiación estarían en el orden de los 650 a 780 millones de dólares. Por parte de quienes recibieran este crédito debería existir la obligación de exportar esta cifra en más de lo realizado en 1986.

Para dar más confiabilidad a estas operaciones, sería conveniente que las mismas fueran realizadas por un consorcio de bancos liderado por bancos locales y extranjeros de primera línea (Boston, Chase, América, Galicia, Rio) y empresas también de primera línea (Siderca, Bunge y Born, Alpargatas).

Al BANADE se le reservaría la pre financiación dado que sería necesario contar con un adecuado control del avance de los productos para garantizar la operación. De todos modos, se irían incorporando a la operación aquellas empresas y bancos que normalmente operen con el exterior y por volúmenes de importancia.

Los montos serían:

```
*****
OPERACION   P1    P2    F1    F2    F3    F4    TOTAL
-----
Trimestre
I           20    --    30    10    --    10     70
-----
II          40    10    80    20    20    40    210
-----
III         80    20   120    30   400    70    360
-----
IV         100   30  1100    40    60   150    500
-----
*****
```

De esta manera, no habría necesidad de endeudarse ya que sería captación de fondos de residentes locales que obtendrían un rédito de 50 millones de dólares anuales y, a la vez, permitiría aumentar en un 1% el PBI.

Los montos asignados a cada línea corresponden en un 62% a operaciones de corto plazo (con lo cual el

riesgo es menor) dotándose a los instrumentos de una liquidez secundaria adecuada, aunque restringida.

2) Captar activos financieros en el exterior de residentes locales

Diversos cálculos señalan que los activos financieros de residentes locales depositados en el exterior suman entre 20.000 y 30.000 millones de dólares. Un estudio de la Reserva Federal de EE.UU. de fines de 1984 indicaba que los activos pertenecientes a ciudadanos argentinos no residentes en dicho país totalizaban 31.500 millones de dólares, por lo que se puede presumir que, adicionados los intereses desde entonces, el monto actual asciende a unos 35.000 millones de dólares, o sea, el equivalente a la mitad del P.B.I. argentino. Avalando estas estimaciones, un estudio del Banco Mundial computa para el período 1979-82 una salida de divisas del orden de los 19.200 millones de dólares.

Para reconquistar algo de estos capitales, el Poder Ejecutivo Nacional remitió al Congreso en

setiembre de 1986 un proyecto de ley propiciando el establecimiento de un régimen de normalización impositiva de patrimonios en el país y en el exterior. El régimen de normalización produce efectos sobre los Impuestos a las Ganancias, los Beneficios Eventuales, los Capitales y Patrimonio Neto, los gravámenes de emergencia referidos a los tributos mencionados, el revalúo de hacienda, los activos financieros, las ventas, compras, cambio o permuta de divisas y la transferencia de títulos valores, y las operaciones alcanzadas por el IVA o Impuestos Internos. Finalmente, para promover una amplia normalización, se propone levantar las restricciones establecidas por las normas legales de emisión de BONOD y las obligaciones en dólares estadounidenses del gobierno nacional, en cuanto a que las mismas / los activos sean transferidos en favor de personas domiciliadas o residentes en el país, exclusivamente para quienes los incorporen a su declaración patrimonial de normalización y declaren su tenencia ante el Banco Central.

Fuera de las objeciones de orden ético que suscitan estos regímenes, lo cierto es que los analistas coinciden en destacar que en la actual coyuntura, signada por una marcada tendencia recesiva en la

economía, una perspectiva declinante del mercado interno y una inestabilidad en el mercado cambiario, las posibilidades de repatriación de capitales son reducidas.

De allí que esos mismos expertos digan que el blanqueo resulta particularmente atractivo para empresarios que tienen bienes o activos en el interior del país todavía no declarados y que los pueden exteriorizar por un reducido tributo.

Ello aporta recursos que permiten satisfacer las necesidades de un Fisco que se enfrenta a un crecimiento del gasto superior al previsto y que ya ha prácticamente agotado los fondos provenientes del ahorro forzoso. En cambio, es difícil que quien tiene activos en el exterior se vea impulsado a blanquear. Más que un movimiento súbito y esporádico de dinero "negro" lo que en realidad debe procurarse es un financiamiento posible a largo plazo y un amplio mercado de capitales de cierta envergadura que funcione como apoyo empresario y no como foco de especulación.

Un mercado de capitales de cierta envergadura permitirá a las empresas un acceso a fondos de maniobra y permanentes con bajo costo financiero para su aplicación a activos reales, a la vez que reformulará una

conciencia distinta entre los inversores del país, desjerarquizando la tenencia de divisas y otras colocaciones transitorias.

Dentro de esta perspectiva podría meditararse sobre la alternativa de internacionalizar la plaza de Buenos Aires como vehículo efectivo para atraer -al menos- parte de los intereses que los fondos en cuestión reeditúan.

En una posición de mínima: con que durante el primer año se vaya volcando a la plaza local el 30% de la cifra que se paga por intereses, tendríamos unos 500 millones adicionales incorporados al sistema. De esta manera, otros 660 o 780 millones de dólares de exportaciones incrementales podrían ser financiados. Dadas las garantías ofrecidas (pago en divisas, seguro de crédito de exportación, aval del banco emisor y del corresponsal) el riesgo es casi nulo.

Se trata de consentir el funcionamiento de una suerte de franja "offshore" dentro del mercado de valores para la transacción con títulos específicos y la percepción de sus servicios periódicos. Lo corriente en centros "offshore" es que operen sobre el mercado de dinero, tal como sucede en Londres, Nueva York, Singapur, Hong Kong y Bahrain.

No se ignora la necesidad de pensar en fórmulas para evitar un gran trasvasamiento de fondos desde el circuito fiscalizado, pero que paralelamente no impidan el flujo de dinero desde las zonas "marginales" para dotar de liquidez al mercado. A tal efecto las condiciones de emisión de los títulos podrían incluir términos que desalienten su venta antes de los tres años de la fecha de la compra. La enajenación anticipada implicará para las partes intervinientes la obligación de exteriorizar la operación en sus respectivos balances impositivos.

La preocupación por la expansión monetaria hace que sea inevitable algún tipo de regulación. En tal sentido la entidad interviniente deberá transferir las divisas recogidas al BCRA, quien abrirá cuentas a favor de las empresas emisoras y entregará los Australes o divisas que sean necesarios para atender los requerimientos

concretos de la marcha de los proyectos.

La propuesta esbozada no podría ser rotulada de desproporcionada desde el punto de vista axiológico ya que nuestras necesidades financieras son gigantescas y debemos competir con países que tienen regímenes permisivos para la entrada y salida de capitales y que tienden a liberalizarlos aún más. Un ejemplo de ello es el famoso "Big Bang" de la Bolsa de Londres. El Anexo VII ilustra acerca de las características del régimen de entrada y salida de capitales vigente en varios países.

II) Modernización productiva

La función de producción globalmente considerada debe ser sometida a un reajuste modernizador para ponerla en situación de producir a costo y calidad de excelencia definidos. Sin aparato productivo en esas condiciones, una estrategia exportadora ambiciosa no tiene la menor probabilidad de éxito.

"La tarea de transformación del aparato industrial es titánica, ya que en ello van comprendidos tanto el

reordenamiento de las industrias "viejas" -fusiones de plantas, cierres organizados de los establecimientos menos competitivos, programas de especialización por "líneas" de productos, etc.- como la gradual implantación de ramas más modernas de industria y de procesos productivos más acordes con la evolución reciente de la frontera tecnológica mundial". (KATZ, Revista Techint Nro.238).

No se trata simplemente de continuar más o menos como estamos, agregando una cierta cuota de exportaciones hecha a costos marginales. Lo realmente necesario es una verdadera transformación de la estructura industrial que afecte tanto a las fuentes de acumulación como al tipo de actividades a expandir (o a reducir) y al tipo y fuente de la tecnología a introducir ." (DI TELLA, p.60).

En un contexto de extrema escasez de capital es obligada la racionalización de las inversiones, haciendo sólo aquellas que superen una alta rentabilidad real anual. Un capital usado parsimoniosamente y en los proyectos más rentables, públicos y privados, con la introducción adaptativa de tecnologías conocidas, puede cambiar la tendencia de la productividad del capital.

Para esta área, dados los montos exigidos, el

período de maduración demandado por las inversiones y la alta productividad de las mismas, se ha pensado que una financiación adecuada estaría conformada por una mezcla de títulos de deuda y títulos de riesgo, cuya aceptación pública sería estimulada por ciertos resortes fiscales de los cuales se dan detalles en el capítulo de "Política Fiscal".

El calendario de inversiones podría tener este desarrollo.

SEMESTRE	TIT de DEUDA	TIT de RIESGO	ACUMULADO
----------	--------------	---------------	-----------

I 1987	130	70	200
--------	-----	----	-----

II 1987	400	200	600
---------	-----	-----	-----

I 1988	800	400	1200
--------	-----	-----	------

II 1988	1400	700	2100
---------	------	-----	------

Los títulos de deuda serían a 7-12 años de plazo con 2 años de gracia y rescatables por sistema francés.

Podrán ser emitidos con la cláusula de conversión en acciones.

El inversor tiene garantizada una renta fija y, adicionalmente, cuenta con la posibilidad de transformar el crédito en una inversión de riesgo si aprecia que los beneficios pueden ser mayores en este último caso. En el Apéndice I se brindan explicaciones acerca de las modalidades operativas de las obligaciones convertibles en acciones.

Como un apoyo especial al mercado primario de títulos se podría establecer que un determinado porcentaje de los montos negociados en el mercado secundario de valores privados (por ejemplo 5-10%) sea destinado a formar un fondo de inversión con el siguiente orden de aplicaciones:

a) suscribir títulos de capital de la empresa cuyas obligaciones se han vendido;

b) suscribir acciones de cualquier otra compañía si la primera decide no efectuar capitalizaciones;

Se debe tener en cuenta que las transacciones en el mercado secundario pueden alcanzar valores de 500 millones de dólares en 1987 y podrían llegar a los 800 millones en 1988. De esta manera, se lograría un adicional de 50 millones con destino a la inversión, y la negociación de la compra-venta contaría con un objetivo económico adicional: CAPITALIZAR PARA EL CRECIMIENTO.

La consistencia que iría ganando el mercado viabilizaría el ejercicio de la opción de convertir las obligaciones en acciones ordinarias y el proceso de emitir acciones ordinarias para rescatar pasivos.

III) Dinamización de las PYME.

Si las grandes unidades de producción fueron los motores de la revolución industrial a principios de siglo, hay hoy una conciencia generalizada de que las pequeñas y medianas empresas tienen el más brillante porvenir dentro de las economías mundiales.

Las PYME constituyen, incluso en los mayores países industriales, el segmento más dinámico y rentable de la

actividad productiva.

El sector con más futuro de la siderurgia norteamericana ha pasado a ser el de las minifábricas (minimills). A pesar de la intensidad de la crisis siderúrgica que amenaza con hacer desaparecer algunas grandes empresas en los próximos años esas "minimills" independientes se multiplican en los EE.UU.. Se calcula que en el futuro inmediato ellas captarán el 30% del mercado, donde ahora tienen una participación del 18 al 20%. (LE MONDE, octubre/86).

Las tendencias de la tecnología actual y la versatilidad de las PYME para responder a los cambios en la composición de la demanda, requieren la adopción de medidas específicas para el desarrollo tecnológico, la capitalización y la proyección a los mercados internacionales (FERRER, p. 129).

Si lo que interesa enfatizar de la PYME es su rasgo pionero e innovador debe comprenderse que ello requiere un importante aprovisionamiento de capital. Sea cual fuere la magnitud del capital necesario, una innovación siempre implica en su origen comprometerse a desembolsos de diversa naturaleza cuyos resultados presuntos son a priori aleatorios y diferidos a un futuro más o menos lejano. En otras palabras: nos

encontramos ante un problema de financiación de inversiones en condiciones de incertidumbre.

Este problema reviste un carácter tanto más agudo si consideramos que los riesgos de un fracaso y la esperanza de un beneficio son difíciles de establecer a la vez que el carácter intangible de las inversiones intelectuales en investigación y desarrollo produce vértigo en los banqueros; ordinariamente, éstos se muestran reacios a financiar la aventura. En esta lógica se inscriben las medidas adoptadas en la mayoría de los países europeos y en los EE.UU., creando mercados e instrumentos financieros al alcance de las empresas pequeñas y medianas.

Las PYME son generalmente unipersonales o familiares; no basta en ellas administrar las operaciones sino que hay que administrar, además, el sistema empresa-familia.

Las consecuencias financieras de esta dependencia recíproca entre empresa y familia son múltiples. Una de las más evidentes es la dificultad para acceder directamente al mercado de valores debido a los efectos patrimoniales que ello podría acarrearles.

De allí que las necesidades financieras de las PYME en expansión impongan, por lo común, un fuerte

endeudamiento. En caso de llegarse al límite de la capacidad de endeudamiento a largo plazo o de que directamente no exista el crédito de esa naturaleza, el bloqueo financiero resultante sólo podrá ser superado a través del préstamo a corto plazo o con la incorporación de nuevos accionistas.

Desde hace algunos años los responsables de la economía son conscientes del problema que plantea la insuficiencia de fondos propios en las PYME en expansión. En general, no es común que una PYME expanda sensiblemente su explotación sin un aporte importante de fondos propios. Sin embargo, como esta necesidad de fondos propios no siempre puede ser satisfecha por los mismos socios, éstos se ven obligados a buscar capitales externos de riesgo. Precisamente para facilitar esta búsqueda es que algunas bolsas de valores en el mundo han habilitado una "sección especial" destinada a la negociación de títulos valores emitidos por PYME.

El tema de la financiación de capital para las PYME de países centrales tiene variables contextuales positivas tales como la alta propensión al ahorro y la existencia de mecanismos financieros específicos. En cambio, las PYME de nuestro medio encuentran un entorno caracterizado por una deficiente oferta de capital. La

insuficiencia de la capacidad de autofinanciación y la imposibilidad de acudir al ahorro público, combinado además con las dificultades de obtener préstamos adecuados, son las causas señaladas que impiden o retardan la materialización de muchas ideas innovadoras.

No es sólo el problema de que las PYME típicamente se resisten a recoger dinero del público debido a la amenaza que ello implica para el control de la propiedad. Es que, si por un momento olvidaran esa prevención, sin duda tropezarían con grandes obstáculos para conseguir fondos que permitieran la introducción de innovaciones tecnológicas.

En nuestro medio debe citarse al programa Argentec como un intento de respuesta a las dificultades descriptas. Se trata de un sistema interbancario formado por el Banco de la Nación Argentina, el Banco Nacional de Desarrollo, el Banco de la Provincia de Buenos Aires, el Banco de Córdoba y el Banco de Mendoza, que canaliza el crédito y otros servicios financieros especialmente hacia las empresas pequeñas y medianas para apoyar la investigación y el desarrollo de productos y procesos que contengan una discernible innovación tecnológica.

También se inscribe en el mismo orden de ideas el paquete crediticio de 600 millones de Australes anunciado en marzo del corriente año por la Secretaría de Industria, formado con recursos provistos básicamente por el Banco Mundial y el Banco Central de la República Argentina. Los préstamos estarán destinados a las pequeñas y medianas industrias que decidan encarar proyectos referidos a:

- a) La compra o producción de bienes de capital;
- b) La construcción de inmuebles para hotelería;
- c) La modernización del equipamiento industrial.

El aspecto débil que siempre se le ha encontrado a estas líneas oficiales o semioficiales de crédito es la ausencia de un mecanismo transparente y equitativo para la adjudicación de los fondos.

El fomento estatal directo, como parte de una política industrial, es un instrumento apreciable pero al mismo tiempo debería crearse un marco jurídico y operativo donde las empresas que así lo desearan pudieran presentar sus proyectos y fuera el público quien discerniera acerca de la bondad de los mismos. Esto se conseguiría con reglamentaciones bursátiles que

instrumentaran un mercado especial para las PYME. Al participar en el juego de estas instituciones financieras, las PYME tendrían no sólo la oportunidad de solicitar dinero fresco para afrontar el proceso de innovación tecnológica sino también -y como consecuencia del control público- una incitación a adoptar métodos racionales de gestión, todo lo cual reforzará su competitividad.

VII. FACTORES INTERNACIONALES QUE CONDICIONAN LA VIABILIDAD DE LOS PLANES

Los teóricos de la dirección estratégica reconocen en el medio externo a un factor proveedor de limitaciones pero también de oportunidades dignas de ser inteligentemente aprovechadas.

Como ninguna organización funciona en el vacío, cualquier formulación estratégica que aprecie el éxito no puede obviar el análisis del contexto sobre el que se operará.

En el caso de un país, la decisión acerca de su estrategia de crecimiento debe reparar -entre otras cosas- en las condiciones presentes y futuras probables de los escenarios económicos y financieros internacionales. Estos aspectos ocuparán los párrafos siguientes en un intento de discernir las probabilidades de resultados satisfactorios de un plan de capitalización de la economía argentina en lo que hace al flujo externo de fondos.

Las políticas fiscal, monetaria y comercial de los

países industriales determinan en gran parte el clima externo para los países en desarrollo. La conexión no se hace simplemente mediante crecimiento y proteccionismo. Los vínculos son cada vez más financieros por intermedio de los cambios en la disponibilidad del financiamiento y los movimientos en las tasas de interés y en los tipos de cambio. Es lo que quedó claro en 1979-80, por ejemplo, cuando la política monetaria de EE.UU. dejó de dirigirse hacia las tasas de interés para orientarse hacia las masas monetarias. Las tasas de interés se hicieron más volátiles. Estas políticas, junto con los crecientes déficits fiscales en los países industriales, contribuyeron a las elevadas tasas de interés reales. El resultado fueron los bruscos aumentos en los pagos del servicio de las respectivas deudas externas. La América Latina, con una proporción más alta de deuda a tasa flotante, se vió más afectada por este cambio que el Asia Oriental o el Africa. Los países en desarrollo encuentran difícil ajustarse a incrementos súbitos y considerables en los pagos de servicio de sus deudas. En los primeros años del '80, la recesión en los países industriales redujo los volúmenes de exportación y debilitó los precios de los productos primarios en un momento en que las tasas de interés estaban aumentando,

lo que hizo difícil para muchos países el servicio de sus deudas.

Desde entonces, la recuperación en los países industriales ha contribuido a aliviar algunas de las presiones por liquidez en los países en desarrollo. Las tasas reales de interés se han suavizado un tanto pero siguen a niveles históricamente altos. El comercio mundial se expandió rápidamente, pero la recuperación mundial en 1983-84 no condujo al alza cíclica normal en los precios de los productos primarios en términos de dólares. Ello se debió en parte a la mayor apreciación del dólar en EE.UU., así como también a factores tecnológicos y de otra índole que afectaron y afectan a la demanda de productos primarios. Además, todos los países en desarrollo se siguen viendo perjudicados por las medidas proteccionistas en las economías industriales.

Para el futuro, los efectos que los países industriales producen en los países en desarrollo, van a depender ante todo de lo que suceda en dos campos de la política económica: las tasas reales de interés y el proteccionismo. (COLACO, p. 3).

Según estimaciones de los operadores financieros de los principales mercados internacionales, en el mediano plazo no se podrá mantener elevada la tasa de interés en

el mercado del dólar. Diversos factores estarían avalando tal pronóstico, entre los que cabría señalar la menor actividad económica que afecta a parte del mundo occidental y la actual situación de varios países subdesarrollados cuya posibilidad de toma de fondos genuina es prácticamente nula en el presente esquema financiero mundial. Por otra parte, la tasa de beneficio de las empresas multinacionales ha experimentado descenso y por lo tanto las corporaciones ya no son tan proclives a convalidar la toma de capitales con tasas fuertemente positivas. Lo concreto es que la Libor, que es representativa del mercado de dinero internacional, pasó de 10,6% anual como promedio del año 1984 al 8,2% en 1985 y de allí al 5,9% a comienzos de septiembre de 1986, para ubicarse en niveles próximos al 9% hacia septiembre de 1987.

La red financiera internacional se caracteriza en la actualidad por un alto grado de interrelación y fragilidad; consecuentemente, inconvenientes aparentemente pequeños pueden conducir a la desarticulación del sistema.

La magnitud del déficit comercial externo de EE.UU. y la de sus desequilibrios fiscales son claras señales de alarma. Hasta el presente, la política de la tesorería

Podrían encontrarse los orígenes de tamaños y reiterados déficit en la actitud de los norteamericanos de lanzarse en el último lustro a una importación masiva. Los mercados de capitales han permitido a los norteamericanos tener una economía que simultáneamente incurre en enormes déficit fiscales, posibilita préstamos sin precedentes para el consumo y ha anotado cifras inigualables de endeudamiento de las corporaciones para pagar por "mergers" (fusiones) y "takeovers" (captación de la mayoría accionaria). Todo esto combinado con índices de ahorro en declinación.

Frente a tales circunstancias, las alternativas actuales de EE.UU. consisten en iniciar un programa de ajuste, buscando alcanzar un presupuesto equilibrado con niveles decrecientes de consumo interno de mercaderías importadas, o puede, por el contrario, buscar formas de incrementar sus exportaciones.

Al presente, existen fuertes indicios en el sentido de que para el corriente ejercicio fiscal la "premiere" de la reforma tributaria mantendrá altos los requerimientos de fondos de la Tesorería sin señales claras de una efectiva voluntad de reestructuración del gasto público.

En definitiva ello significa que cabrá esperar la

solución por el lado de un incremento de las exportaciones. Si la depreciación del dólar resulta inconducente a tal efecto deberemos acostumbrarnos a escenarios internacionales de altos subsidios e intenso proteccionismo. Las presiones en esta última dirección van "in crescendo", especialmente en cuanto a la mercadería japonesa que pese a la revaluación del yen, sigue ingresando masivamente al mercado estadounidense.

Es que la nación nipona prefirió disminuir sus márgenes de ganancia en vez de incrementar los precios de los artículos que vende en los EE.UU.. Nada más lógico para permanecer dentro de un mercado poderoso.

En materia financiera internacional, mientras que el Plan Baker no ha logrado que se canalicen hacia los países deudores los recursos financieros indispensables, los mercados de las naciones desarrolladas se caracterizan por un elevadísimo grado de liquidez.

En la actualidad, importantes recursos monetarios se derivan hacia el mercado cambiario y las colocaciones transitorias antes que al incremento de las facilidades productivas. Esto ha significado una importante valorización de los activos financieros y, a su vez, un temor de que este proceso continúe por un

lapso prolongado.

Las características del escenario financiero internacional, juntamente con el actual funcionamiento del sistema monetario internacional generan grandes asimetrías en los reajustes, especialmente para los países en desarrollo. Las tendencias al proteccionismo en los países industrializados y la selectividad de las inversiones que realizan en el exterior originan restricciones adicionales para naciones que luchan por normalizar su actividad productiva, estableciendo bases firmes para la acumulación de capital.

Sin resolver problemas de estructura productiva que restablezcan un panorama favorable a la inversión, no se podrá cerrar la brecha por la que fuga el capital nacional hacia el exterior. Pero ello requiere determinar prioridades y desarrollar una política de apoyo consecuente por parte del Estado que regenere la confianza del productor y estimule el retorno de capitales que han salido del País.

Las perspectivas financieras internacionales permiten inferir que nuestro País puede lograr una corriente razonable de recursos financieros que incrementen la actividad productiva si en el marco de una política económica global coherente presenta un

conjunto de alternativas positivas.

Por otra parte es un secreto a voces en los mercados financieros internacionales la presión de los EE.UU. ante Alemania y Japón para que ambos países destinen una porción considerable de sus formidables excedentes financieros a la adquisición de la deuda latinoamericana.

VIII. LOS INSTRUMENTOS

En el capítulo precedente hemos creído descubrir las áreas-problema de nuestra realidad que deberían recibir primerísima atención.

Corresponde en el presente especificar los instrumentos que pueden hacer un aporte significativo para la resolución de las cuestiones puntualizadas , considerando las amenazas y oportunidades que el medio externo plantea .

Tales instrumentos se agrupan en los siguientes ítems:

- a) Títulos de deuda
- b) Financiación especial para PYME
- c) Política fiscal de promoción de inversiones

Directa o indirectamente, todos ellos hincan sus raíces en el mercado de capitales, procurando el afloramiento de una oferta de fondos a largo plazo. Estos pueden ser los pasos iniciales de un enfoque estructural del problema de la insuficiencia de

capital, que se dará por exitoso cuando este sector de la economía sea distinguido por su "profundidad, largueza y elasticidad".

Títulos de deuda.

Básicamente, un título de deuda es un pagaré contractual mediante el cual la empresa creadora de la obligación conviene en pagar al acreedor determinada cantidad anual en concepto de intereses, en fechas específicas dentro del año, para luego devolver el importe original del préstamo en las épocas estipuladas.

En los mercados financieros internacionales se ha difundido para ellos la denominación de bono. Nuestra legislación de Sociedades Comerciales (Ley 19.550, t.o. 1984) reserva el nombre de bono para los títulos emitidos a favor de tenedores de acciones totalmente amortizadas ("bonos de goce", art. 228) o por prestaciones que no sean aportes de capital ("bonos de participación", art. 229); en cambio a los empréstitos de que trata este capítulo los designa "debentures u obligaciones negociables". (art. 327).

Esta forma de financiamiento es más aplicable a programas de inversión de empresas medianas y grandes y

de entes públicos.

El ente emisor establece unilateralmente las condiciones del título, que comprenden: moneda de emisión y pago, intereses, plazos, periodicidad de los pagos de intereses y amortizaciones, monto total de la emisión, identificación del ente emisor, garantías, convertibilidad en acciones, bancos y entidades fiduciarias, y toda otra información exigida por la Ley o de interés para el adquirente .

Por lo general, este tipo de financiación es a largo plazo. La devolución del capital se puede convenir íntegramente al vencimiento del título, o mediante amortizaciones escalonadas cuyo pago se realiza contra la entrega de cada uno de los cupones adheridos al título.

Se pueden emitir las obligaciones con una cláusula de convertibilidad en acciones ordinarias. Hay diversas alternativas posibles según cómo se convenga la razón de conversión y según el derecho que asista al tenedor o al emisor a requerir la conversión.

La emisión de obligaciones puede ser hecha en el mercado interno o nacional, o en el mercado internacional. En este último caso, el mercado más ampliamente desarrollado es el denominado del eurodólar,

al que acceden gran parte de los países del mundo. Además de existir un amplio mercado de préstamos, se ofrecen continuamente bonos emitidos por gobiernos, empresas públicas y privadas. Estos eurobonos son nominados en dólares estadounidenses o en otras monedas fuertes. Los bonos son garantizados por el ente emisor, sea una empresa o un gobierno -incluso, por ambos- y son ofrecidos a través de los bancos líderes (que pueden ser uno o varios asociados) los que, a su vez, pueden asumir la garantía del título emitido. La tasa de interés es publicitada como también el precio de suscripción establecido en un porcentaje algo menor al 100% del valor nominal, o sin descuento alguno. (SOLANET, p.164).

Conviene ya pasar revista a los tipos de obligaciones que son corrientes en los mercados financieros más desarrollados. Se podrá así tener una idea de la gama de alternativas que es posible ensayar a cambio de que el marco jurídico favorezca la "creatividad" financiera.

a) Bonos hipotecarios o prendarios: La emisión se garantiza con una hipoteca o prenda sobre

determinados activos físicos de la empresa. El gravamen puede ser abierto o cerrado. Cuando es abierto, la firma puede lanzar nuevos bonos con la misma garantía y prioridad, lo que no es factible cuando el gravamen es cerrado.

b) Bonos seculares: Son obligaciones que no están garantizadas por la afectación de activo alguno. Desde el punto de vista del emisor, la ventaja de los bonos seculares, está en que las propiedades no son alcanzadas por un gravamen específico y por lo tanto pueden ser utilizadas para afirmar posteriores lanzamientos. La parte de endeudamiento del vasto programa de financiamiento que adoptó la American Telephone & Telegraph desde fines de la Segunda Guerra Mundial fue principalmente a través de bonos seculares. (WESTON y BRIGHAM, p. 859)

c) Bonos seculares subordinados: Una obligación subordinada tiene derecho sobre los activos sólo después de que se hayan satisfecho los "pasivos superiores", tal como se describen en el contrato de préstamo. A menudo, los bonos seculares subordinados también son convertibles en acciones comunes de la compañía emisora.

La ventaja de los bonos seculares subordinados con respecto a otros títulos de deuda es que no restringen la capacidad de la empresa emisora de obtener "pasivos superiores" y con relación a las acciones preferidas es la deducibilidad fiscal de los intereses que abona.

d) Bonos sobre ingresos: La principal característica y ventaja de los bonos sobre ingresos es que el interés es pagadero sólo cuando la empresa emisora logra obtener utilidades, cuyo concepto viene definido en el contrato de emisión. Por lo general, los bonos sobre ingresos contienen cláusulas de fondos de amortización en las que se prevé su retiro. En ocasiones son convertibles en acciones ordinarias.

e) Bonos con caución de valores: Los bonos están garantizados por acciones y/u obligaciones que se prendan a favor del fideicomisario. En caso de incumplimiento, está la posibilidad de ejecutar la garantía vendiendo los valores caucionados.

f) Bonos convertibles en acciones: Prevé la opción a favor del tenedor de los bonos de solicitar la conversión de los mismos en acciones, en los plazos y

demás condiciones que se establecen en el contrato de emisión. La obligación convertible es un excelente recurso para lograr, mediante un paso intermedio, una ampliación del capital social, especialmente cuando las acciones de la empresa aún no se negocian o porque se estima que el rendimiento actual de la firma no es suficiente para atraer nuevos accionistas. Existen también ventajas fiscales para la empresa emisora, por cuanto durante la vigencia de la obligación pagará intereses deducibles en el balance impositivo, situación que se invertirá al producirse el canje.

g) Bonos avalados: Son aquellos cuyo pago de intereses y capital está garantizado por la casa matriz del emisor o por otra empresa más acreditada.

h) Notas con tasas flotantes: Es una modalidad prolijada en el ámbito del euromercado. Son bonos a mediano plazo, ofrecidos públicamente y negociables en las bolsas de valores, con una tasa por cupón consistente en un margen por encima de la LIBOR para seis meses, ajustable normalmente cada 180 días, pero que asegura un valor mínimo. (BASAGANA, p. 280).

En general, pueden computarse a favor del financiamiento mediante la emisión de bonos las siguientes circunstancias:

1) El costo del pasivo se encuentra limitado en forma definida, y, de ordinario, es menor que el rendimiento esperado sobre las acciones comunes.

2) Los propietarios de la empresa no se ven en la obligación de compartir el control.

3) Los pagos de intereses sobre los bonos son partidas deducibles impositivamente.

4) Se puede obtener flexibilidad en la estructura financiera de la empresa, insertando en el contrato de préstamo una cláusula de rescate anticipado.

Las plazas financieras internacionales están marcando un auge de la emisión de bonos en moneda fuerte. Estos títulos representan una competencia cierta para los depósitos a plazo fijo. Entre las últimas novedades se destaca una emisión por parte de la American Medical Association por 50 millones de libras, amortizable en 25 años, a un precio del 88%.

Los lanzamientos, sin embargo, no se limitan a las monedas de cuenta más habituales. Por caso, en Milán se

viene negociando un título emitido por Pepsico Inc. por 100.000 millones de liras, con una renta del 10,5% a cinco años y a una paridad de 100,25%. Sobre la misma plaza y en la misma moneda, Olivetti Int. lanzó una emisión de 70 billones.

En dólares norteamericanos merecen mencionarse el ofrecimiento de Phillip Morris por 100 millones a 3 años de plazo y un interés del 7%; la emisión de Toyota por 150 millones, 3 años, 7% de interés y a un precio de 101% y los bonos de Ford a 5 años, 7,5-8% de renta y 100 y al 75% del valor nominal.

Así también en las bolsas de valores de EE.UU. y Europa se está cotizando un bono en dólares de Nueva Zelanda, emitido por el Banco San Paolo di Torino, a tres años, con un interés del 19% y a una paridad del 100,63%. Un caso poco usual es la emisión de la Universidad de Quebec, por 50 millones de dólares canadienses amortizables en 7 años y con una renta del 10% anual.

Las operaciones de crédito tradicionales, especialmente las que se concretan entre corporaciones o las internacionales, están cediendo lugar en importancia a la financiación mediante bonos. Las empresas y los gobiernos tienden a financiarse emitiendo obligaciones -en lugar de pedir prestado a

los bancos- y las instituciones financieras bancarias y no bancarias se encargan de la colocación de esos papeles en el mercado, cobrando por ello una comisión. El mismo esquema de capitalización de la deuda externa -al menos el que está siendo ensayado para México- responde a los lineamientos de una emisión de bonos convertibles en acciones ordinarias.

En la práctica del Mercado de Valores de la Argentina, la "obligación" a largo plazo es una especie extinguida a comienzos de la década del '60. Esta peculiaridad de nuestro mercado contrasta significativamente con la realidad de otros países, en los que la emisión de títulos de deuda es un recurso normal de financiamiento a mediano y largo plazo (ver Anexo VII b). El contraste es apreciable no sólo en la comparación con países del hemisferio norte sino también en relación con naciones del subcontinente sudamericano.

(En el Apéndice I se dan detalles de los títulos de deuda que circulan en tres países sudamericanos.)

Tal situación no es atribuible a omisión legal. En efecto, ya el Código de Comercio de 1857 (reformado en 1889) era portador de una reglamentación del título. En

1912, la Ley 8875 adoptó un conjunto completo de normas inspiradas en el derecho inglés. Basándose justamente en esta Ley, la Compañía Italo-Argentina de Electricidad utilizó títulos de debentures a los cuales agregó una cláusula de convertibilidad. No obstante la inexistencia de disposición expresa de la Ley que previese los debentures convertibles, la emisión pudo hacerse fundándose en el principio de la autonomía de la voluntad. (YOMHA, p.13)

El artículo 325 de la Ley 19.550 faculta a las sociedades anónimas y a las en comandita por acciones, si sus estatutos lo autorizan, a contraer empréstitos, en forma pública o privada, mediante la emisión de debentures u obligaciones negociables. Los siguientes artículos de la misma Ley hasta el 360, reglan lo atinente a condiciones de emisión, clases de garantía, convertibilidad, fideicomiso, etc.

En especial, la emisión de bonos de obligación convertibles en acciones aparece reglamentada por las Leyes 19060 y 20643.

Luego vinieron a completar la estructura jurídica estas otras normas:

- 1) Resolución General No. 85 de la Comisión Nacional

de Valores del 1/12/83, que reglamenta la oferta pública de las obligaciones negociables, determinando las sociedades autorizadas a emitirlas, las características de los títulos (vencimientos, tasas de interés, sistema de reembolsos del principal) y los requisitos de publicidad.

2) Comunicación "A" 419 del Banco Central de la República Argentina del 5/12/83 que faculta a los bancos inscriptos como agentes del mercado abierto para:

- a) intervenir en la colocación de obligaciones negociables siempre que fueran en moneda argentina y a plazos no inferiores a 3 años;
- b) garantizar esas obligaciones;
- c) prefinanciar sus emisiones;
- d) intervenir en el mercado secundario.

Varios factores concurrieron para determinar la desaparición de los títulos de deuda en nuestro medio, entre ellos:

- a) el costo de lanzamiento y de administración de las emisiones;

b) la disponibilidad para las empresas de créditos bancarios "rotativos" a tasa subsidiada;

c) la persistencia y acentuación del fenómeno inflacionario, provocando la erosión y hasta la anulación de la renta fija.

La Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, han elaborado conjuntamente un proyecto de Ley que permitirá a las empresas acudir al mercado procurando captar fondos de inversores interesados en obtener renta fija y ciertas garantías para el retorno del capital. Es buena iniciativa proponerse la remoción de los obstáculos que traban el surgimiento de estos títulos, pues con lograr ello se habrá creado una base importante para la recreación del Mercado de Valores y, por ende, para el aumento de la oferta de fondos de capital.

Las alternativas de emisión de obligaciones que tendrán las empresas a partir del proyecto actualmente en manos del Ejecutivo son realmente amplias. El objetivo principal es el de cambiar el perfil de los pasivos empresarios, del corto al largo plazo, a través de la colocación de bonos simples o convertibles.

La decisión de lanzar la emisión, que puede ser pública o privada, estará a cargo de la asamblea

extraordinaria de accionistas de la empresa. Pero las condiciones de la emisión las fija el directorio.

Estas condiciones son varias y dependerán de la necesidad de cada firma. Por ejemplo, los bonos u obligaciones, como se dijo, pueden ser simples o convertibles en acciones, devengando una tasa de interés fija o variable.

Pueden ser emitidos en moneda nacional (con ajuste de capital) o extranjera y, en todo caso, tienen libre entrada y salida del territorio nacional. Los bonos en moneda extranjera recibirán el mismo tratamiento cambiario que los préstamos del exterior -caso BONEX-, cuyo servicio de renta y amortización se efectúa en divisas y puede el acreedor elegir si el pago se le realiza aquí, en el país, o en una de las plazas cambiarias del exterior. La garantía sería flotante o de entidades financieras.

El ajuste de capital o actualización de los bonos está exento del Impuesto a las Ganancias, pero los intereses, renta y la transferencia de los títulos están sujetos a las mismas condiciones que rigen para los plazos fijos en entidades financieras. En el proyecto también están exentos de Ganancias, pero anualmente decide sobre este punto el Poder Ejecutivo.

Para los títulos rige el régimen de nominatividad, al igual que para las acciones, aunque los cupones pueden ser al portador, indicando el número de lámina a que corresponden.

Cualquier análisis acerca de la conveniencia del financiamiento mediante capital ajeno no puede omitir la ponderación de estos dos elementos:

- a) El riesgo financiero
- b) Las condiciones del mercado financiero

El riesgo financiero se presenta cuando la empresa incorpora endeudamiento a su estructura de financiación. Cuando asumimos pasivo, contraemos dos compromisos fijos: en primer término estamos obligados a pagar intereses sobre la deuda, y en segundo, estamos obligados a pagar el capital. Nuestro riesgo está en función de la posibilidad de que las fluctuaciones en las ventas nos conduzcan a una situación de poca liquidez, de modo tal que no podamos cubrir los intereses y la amortización del capital insoluto de la deuda.

Definido de una manera amplia, el riesgo financiero involucra la probabilidad de insolvencia y la

fluctuación de la ganancia neta distribuible.

La cesación de pagos es una hipótesis que consideran especialmente los prestamistas, mientras que la variabilidad de la utilidad neta es una preocupación de los dueños de la empresa.

El estudio del mercado financiero es inevitable para formarse una idea de la elasticidad del mismo y de las curvas de preferencia del público ahorrista.

En este sentido, encontramos -por un lado- una situación de severo racionamiento del crédito institucionalizado.

En un trabajo presentado ante la convención de ADEBA del año 1986, González Fraga puntualiza que "Nunca antes en 45 años, hemos tenido una relación tan baja de crédito sobre PBI". En 1984 esa misma relación fue del 9,5% para la Argentina.

La decadencia financiera es notoria no sólo respecto de países desarrollados -en Alemania la razón fue del 85,4%- sino también en relación con naciones latinoamericanas si se toman como referente a Colombia, Costa Rica y Brasil, tal cual surge de la información transcripta en Anexo VIII.

La exigüidad de la oferta de crédito se explica -sobre todo- por la existencia de altas tasas de

inmovilización que gravan los recursos captados por las entidades financieras, y por la formidable succión de fondos que practica el sector público. Ambos hechos no son producto del azar sino que están respondiendo a necesidades específicas de la política económica prevaleciente.

Con esos datos, si el interés de las empresas es recoger verdaderos capitales y en montos apreciables, podría decirse que tienen escasas probabilidades dentro de la organización financiera vigente, por lo cual deberían pensar en apelar a fuentes marginales ofreciendo fórmulas de ahorro aún no suficientemente exploradas.

Sobre este particular, en el capítulo anterior fue planteada la idea de dirigir la batería de instrumentos hacia los tenedores de divisas fuera del circuito financiero institucionalizado y los poseedores de activos financieros fuera de nuestras fronteras.

Lógicamente, para el diseño de las fórmulas de ahorro a instrumentar deben ser consultadas las preferencias de los potenciales proveedores de fondos.

Con la reforma financiera de 1977 el ahorrista se ha sensibilizado a las ventajas de una renta fija pero disponible en contraposición a expectativas de

valorización de bienes inmuebles o de acciones ordinarias. En este clima, hay que considerar que las nuevas alternativas de inversión serán juzgadas con primordial referencia a la calidad del riesgo. En esto tienen que ver las características del instrumento de ahorro, la bondad de los proyectos a ser financiados, y la reputación de la empresa emisora y de su eventual garante.

En cuanto a las características del instrumento -y dadas las prioridades exhibidas por el público en general- éstas serían las propias de un título de deuda negociable. Pero como además los capitales a interesar han buscado en el pasado refugio en monedas fuertes, es razonable pensar que se sentirán atraídos sólo si los títulos en cuestión son también denominados en una moneda fuerte.

Desde el punto de vista legal no puede haber objeciones al respecto, pues el artículo 326 de la Ley 19.550 (t.o. 1984) autoriza la emisión de debentures en moneda extranjera. En el marco del proyecto de Ley sobre obligaciones convertibles pergeñado por la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Valores está contemplada la posibilidad de emitirlas en moneda

extranjera.

Messuti ha juzgado que la emisión de obligaciones en moneda extranjera es un recurso positivo, no solamente para atraer inversiones del exterior sino también para repatriar capitales, pero que si las disposiciones en materia cambiaria, sujetas a vaivenes permanentes, no aclaran el tratamiento a dar a las remesas correspondientes a servicios de interés y amortizaciones, así como tampoco cuál sería la situación de los tenedores locales de valores emitidos en moneda extranjera en cuanto al modo de percibir sus acreencias frente a la vigencia de restricciones cambiarias, la posibilidad de emisión se transforma en nada más que una alternativa no realista y, consecuentemente, inaplicable. (MESSUTI, p. 454)

En la otra punta del mismo tema está el nivel de endeudamiento incremental que puede tolerar la estructura financiera de las empresas sin magnificar el riesgo financiero. El índice de endeudamiento no es una magnitud que vaya a ser ignorada por los prestamistas. La pregunta que surge a renglón seguido se refiere a la factibilidad de conocer un índice de endeudamiento

promedio para el conjunto de las empresas. Sin embargo, es conveniente aclarar que el nivel de endeudamiento óptimo no suele ser uniforme para toda clase de empresa, dependiendo de la calidad de sus inversiones y de la estabilidad de sus ganancias operativas. Así, por ejemplo, una compañía que explota un servicio público en condiciones monopólicas, mostrará una mayor predisposición hacia el endeudamiento, que otra dedicada a un negocio de alto riesgo comercial.

Para el caso de la economía norteamericana, la aserción anterior tiene evidencia empírica en un trabajo del U.S. Treasure Department, citado por Robert Johnson en su obra "Administración Financiera", cuyos datos relevantes se exponen a continuación:

Composición de pasivos y capital contable por grupos de las industrias principales

1. Agricultura, silvicultura y piscicultura:

XXXXXXXXXXXXXXXXXX|XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|
XXXXXXXXXXXXXXXXXX|XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|

2. Minería y Canteras:

XXXXXXXXXXX|XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|
XXXXXXXXXXX|XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|

3. Construcción:

XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|

4. Fabricación:

XXXXXXXXXXX|XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|
XXXXXXXXXXX|XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|

5. Servicios Públicos:

XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|

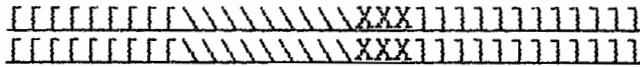
6. Comercio al mayoreo:

XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|

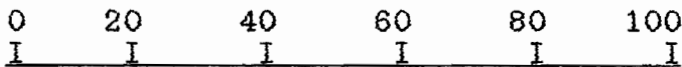
7. Comercio al menudeo:

XXXXXXXXXXXXXXXXXX|XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|
XXXXXXXXXXXXXXXXXX|XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX|

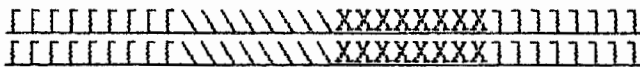
8. Servicios:



9. Porcentaje:



- 10. [[[Pasivo circulante
- \\ Pasivo a largo plazo
- XXX Otros pasivos
-]]] Capital contable



 Fuente: JOHNSON, p. 283

Se puede apreciar que mientras las empresas de servicios públicos componen su estructura financiera con un 60% de endeudamiento, las firmas del sector minero establecen la participación del pasivo en un 40%. En la disimilitud de los guarismos tienen que ver los diferenciales de riesgo de negocio.

Debemos ser conscientes de que la premisa de las conclusiones anteriores es una economía avanzada con un mercado financiero sumamente desarrollado. La teoría articulada al calor de ese ambiente dice que dado un

un tipo de riesgo y, dentro de éste, una tasa de remuneración a un activo financiero, no existen limitaciones para la oferta del mismo.

Cuando ese contexto se troca por otro con las características de una economía desarticulada, las decisiones de endeudamiento ya no están acotadas exclusivamente por el tipo de negocio. Aquí, las empresas que analizan su financiamiento deben enfrentarse a mercados financieros excesivamente imperfectos, donde los instrumentos y las instituciones operan en formas limitadas y tiene lugar la formación de "segmentos" con tasas de interés nominales para cada uno de ellos, que -frecuentemente- no guardan ninguna relación entre sí. Por lo común es dable distinguir allí estos "segmentos":

a) Fuentes que subsidian deliberadamente a determinadas actividades;

b) Fuentes de préstamo a tasas controladas, y que pueden resultar un subsidio general en la medida que haya acceso a las mismas;

c) Fuentes de préstamo a tasas libres;

d) Operaciones en moneda extranjera;

e) Operaciones en moneda local con cláusula de ajuste;

f) Operaciones marginales.

La disponibilidad de las fuentes puntualizadas -y con ella, el costo del endeudamiento marginal- muchas veces no es tanto función del nivel prevaleciente de pasivos como del tamaño de las firmas y de su nacionalidad.

Esta alta "fragmentación" del mercado financiero y la existencia de ostensibles barreras para el acceso a determinados "segmentos", hacen verosímil asumir que empresas ubicadas en la misma categoría de riesgo económico- pueden mostrar, no obstante, una notoria dispersión en cuanto a sus índices de endeudamiento.

Sin embargo, el aspecto que nos interesa subrayar se refiere a la capacidad de endeudamiento de las empresas, porque si en la actualidad ésta se encuentra saturada, es evidente que no habrá espacio para la implementación de instrumentos de financiación que en su base impliquen la contratación de nuevos pasivos. Para medir esta capacidad los textos clásicos de finanzas recomiendan utilizar la siguiente expresión:

$$\frac{\text{PN}}{\text{AT} - \text{PC}}$$

donde: AT= Activo Total
 PC= Pasivo Corto Plazo
 PN= Patrimonio Neto

Al coeficiente resultante se lo llama índice de capitalización estable.

Se considera que una empresa posee capacidad de ulterior endeudamiento mientras este índice no baje de 0,50 (patrimonio neto no inferior al pasivo a largo plazo), siendo esta capacidad tanto mayor cuanto más cercano a la unidad se encuentre el índice. (HORRIGAN, ps. 44-62)

Si el índice intenta reflejar la independencia financiera de la empresa no se ve cómo en la práctica puede contribuirse a su maximización con semejante política.

Si nos atenemos exclusivamente al número del índice podemos dar por sólidas situaciones que, en realidad,

son precarias. En efecto: adviértase que bastaría con aumentar la deuda en el corto plazo (reemplazando una cantidad equivalente de largo plazo) para que el índice exhiba un valor más elevado.

Como las empresas argentinas muestran una concentración del pasivo en el corto plazo, me inclino por medir su capacidad de admitir nuevos pasivos a través del índice de endeudamiento. El ratio de endeudamiento se expresa por la relación entre el total de compromisos y el patrimonio neto.

El cuadro que se presenta a continuación expone el índice de endeudamiento para siete sectores de la economía. El índice sectorial es un promedio de los coeficientes individuales de las 10 empresas tomadas como muestra del ramo de actividad, ponderado por el peso relativo de los pasivos de cada una de ellas, en el endeudamiento total del sector. Finalmente, se pretende generalizar un índice de endeudamiento promedio ponderado para toda la economía.

Los datos utilizados para la confección del cuadro corresponden a los balances cerrados hasta el 30/6/86.

Rubro	Indice sectorial	Peso relativo de los pasivos del sector	Indice General
-------	---------------------	--	-------------------

Primario	1,88	0,14	0,263
Extractivo	0,272	0,10	0,027
Alimentación	1,053	0,03	0,031
Metalúrgico	0,88	0,39	0,343
Químico	1,38	0,06	0,083
Textil	1,187	0,24	0,285
Editorial	0,478	0,03	0,014

			1,046

El cuadro muestra que, fuera de los sectores primarios y químicos, en el resto hay margen para financiar nuevas actividades con la emisión de títulos de deuda.

La misma conclusión nos sugiere el valor del índice general, que está indicando una participación casi igual del capital ajeno y del capital propio en las estructuras de financiación.

Para relevar información sobre la mezcla de financiamiento de las empresas, el Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas realizó una encuesta entre diversas compañías las que fueron agrupadas de acuerdo a su nivel de patrimonio neto. Los resultados más importantes del trabajo fueron publicados en el No. 33 de la revista de dicho Instituto, mereciendo destacarse:

- El endeudamiento hacia terceros no llega, en ningún grupo de empresas, a cubrir la mitad del financiamiento.

- El endeudamiento a corto plazo representa cerca del 86% del total.

- Los pasivos en divisas de corto plazo representan un 17,5% del pasivo total.

A ratificar las conclusiones anteriores, se trae la siguiente opinión de Carlos Borgonovo, titular del Departamento de Economía de la Unión Industrial Argentina: "El gran endeudamiento se trata de casos manifiestos e individualizables. En general, la tendencia del empresario fue la de tratar de sanear sus finanzas, incluso de una manera inadmisibile para el normal desarrollo de la economía. En países donde la economía funciona, las empresas tienen un endeudamiento mayor que el que existe en la Argentina". (CLARIN, Suplemento Económico, p. 2).

Pero recordemos que estaba planteada la posibilidad de denominar los títulos de deuda en moneda extranjera.

En ese caso, la decisión de endeudamiento se torna sensible al riesgo cambiario.

La exposición al riesgo cambiario viene dada por la

posibilidad de incurrir en pérdidas o de obtener ganancias, originadas en alteraciones de la paridad cambiaria. Así, en caso de devaluación, los créditos expresados en moneda devaluada se reducen, pero por la misma razón se reducen las deudas expresadas en moneda devaluada. Por tanto, devaluación o revaluación pueden ser una y otra, positiva o negativa para una empresa, según la relación entre el activo y el pasivo expuestos.

En la necesidad de ubicar técnicas adecuadas de protección frente al riesgo de cambio, se reconocen tres tipos diferenciados de exposición, a saber:

- exposición contable
- exposición transaccional
- exposición económica

La exposición por conversión contable mide el efecto de las variaciones de la paridad cambiaria sobre los estados contables de una empresa. Si bien este tipo de exposición no afecta el flujo de fondos, su posterior tratamiento a los fines impositivos puede dar lugar a adelantos o atrasos en la erogación para tal fin.

La exposición transaccional se refiere a las ganancias o pérdidas que se originan al completarse

operaciones ya iniciadas, cuyos términos han sido convenidos en una moneda extranjera.

Como ejemplo de transacción que da lugar a este tipo de exposición puede mencionarse la adquisición de obligaciones denominadas "en moneda extranjera".

La exposición económica tiene que ver, sobre todo, con la incertidumbre acerca del flujo de fondos esperado "en moneda extranjera".

A la luz de los conceptos expresados precedentemente si el tema en análisis es el riesgo de endeudarse "en moneda extranjera", la exposición más inherente al caso es la de tipo transaccional o sea, aquélla en la que se conoce el flujo de fondos "en moneda extranjera" pero existe incertidumbre respecto de la paridad cambiaria que regirá en el momento de efectivizarse la transacción.

Deviene ahora natural preguntarse acerca de los cursos de acción que permitirán diluir o acotar el riesgo cambiario por transacciones.

En general, se obtiene la cobertura compensatoria de la exposición transaccional concertando una operación de igual monto e igual plazo, pero de signo contrario a la que genera el riesgo cambiario.

En particular, pueden especificarse tres técnicas

de cobertura:

a) Cobertura en el mercado de cambios futuros que consiste en una operación de compra-venta futura por un monto y tipo de cambio acordados en el presente.

b) Cobertura en el mercado financiero, recurriendo a un contrato de préstamo y en el que los fondos para el repago de la obligación pueden provenir de las operaciones ya pactadas por la empresa en la moneda del préstamo.

c) Cobertura a través del estado patrimonial, que se logra igualando activos y pasivos expuestos al riesgo cambiario

La cobertura compensatoria sería perfectamente accesible para los proyectos financiados que importan ventas al exterior, a condición de que la autoridad monetaria admita el derecho de la empresa que provoca el ingreso de divisas de contar con cierta porción de las mismas para aplicarla a la atención de los servicios de la deuda.

Propuesta de títulos de deuda

Los títulos en cuestión pueden ser:

- a) Convertibles en acciones ordinarias;
- b) No convertibles en acciones ordinarias.

Y sus rentas:

- a) Fijas;
- b) Básicas más el premio.

Fundamentalmente, se requiere una tramitación ágil de la operación. Las empresas deberían tener autorizaciones "stand by" para hacerlas efectivas en el momento que consideren más oportuno.

La emisión de estos títulos no debería demorar más de 45 días.

Para hacer esta inversión más atractiva para el público, sería necesario contar con la garantía adicional de una entidad financiera, la que actuaría como

Fideicomisario de la operación.

Prefinanciación

P.1.) Bienes intermedios o finales

OBJETO: Facilitar el proceso productivo de los bienes destinados a exportación. Comprenderá los bienes intermedios o productos finales.

EMISION: BANADE.

PLAZO: 180 días. Amortización única.

MONEDA: Divisa de la operación.

TASA: LIBOR + 1-1/4%.

MERCADO SECUNDARIO: Transferible hasta 2 veces.

MONTO U\$S: 1.000 o equivalente.

IMPUESTOS: exento.

COMISION DE EMISION: 1/4% a cargo emisor.

COMISION TRANSFERENCIA: 1/8% a cargo vendedor.

P.2.) Bienes de Capital

OBJETO: Favorecer el proceso productivo de bienes de capital para exportación.

EMISION: BANADE.

PLAZO: Hasta 5 años, más uno de gracia. Amortizable al vencimiento.

MONEDA: Divisa de la operación.

TASA: LIBOR + 2-3/4% o un equivalente.

MERCADO SECUNDARIO: Transferible trimestralmente Bolsa de Comercio Bs.As..

MONTO: U\$S 5.000 o equivalente.

IMPUESTOS: exento.

COMISION DE EMISION: 3/8% a cargo del emisor.

COMISION TRANSFERENCIA: 1/8% a cargo vendedor.

Financiación

F.1.) Bienes intermedios o finales

OBJETO: Facilitar la colocación en el exterior de la producción nacional.

EMISION: Banco autorizado o empresa líder cotizante.
REQUISITO: Aval Banco Corresponsal y Seguro de Crédito a la Exportación.
PLAZO: 180 días, amortización única.
MONEDA: Divisa de la operación.
TASA: LIBOR + 3/8% o equivalente.
MERCADO SECUNDARIO: Transferible hasta tres veces en Bolsa de Comercio Bs.As..
MONTO: U\$S 1.000 o equivalente.
IMPUESTOS: exento.
COMISION EMISION: 1/4% a cargo emisor.
COMISION TRANSFERENCIA: 1/8% a cargo del vendedor.

F.2.) Bienes primarios o exportaciones tradicionales

OBJETO: Facilitar la colocación de la producción primaria nacional en nuevos mercados del exterior.
EMISION: Banco autorizado o empresa líder cotizante.
REQUISITO: Aval Banco Corresponsal y Seguro de Crédito a la Exportación.

PLAZO: 180 días, amortización única.

MONEDA: Divisa de la operación.

TASA: LIBOR o equivalente.

MERCADO SECUNDARIO: Transferible una vez.

MONTO: U\$S 1.000 o equivalente.

IMPUESTOS: Exento.

COMISION EMISION: 1/4% a cargo emisor.

COMISION TRANSFERENCIA: 1/8% a cargo vendedor.

F.3.) Bienes de Capital

OBJETO: Facilitar la colocación de Bienes de Capital nacionales en el exterior.

EMISION: Banco autorizado o empresa líder cotizante.

PLAZO: Hasta 7 años; amortización en dos cuotas de capital iguales.

MONEDA: Divisa de la operación.

TASA: LIBOR + 1 1/2% o equivalente.

MERCADO SECUNDARIO: Transferible trimestralmente Bolsa de Comercio Bs.As..

MONTO: U\$S 5.000 o equivalente.

IMPUESTOS: Exento.

COMISION EMISION: 3/8% a cargo emisor.

COMISION TRANSFERENCIA: 1/8% a cargo vendedor.

El monto mínimo de las emisiones será de U\$S 1.000.000 o equivalente.

Aquellas emisiones superiores a U\$S 50.000.000 se colocarían en Bolsa de Valores del exterior.

F.4.) Créditos rotativos

OBJETO: Financiar operaciones con continuidad de venta al exterior de bienes finales o intermedios, tales como los provenientes de economías regionales.

EMISION: Banco autorizado o empresa líder cotizante.

PLAZO: 5 años; amortización al vencimiento.

MONEDA: Divisa de la operación.

TASA: LIBOR + 3/8%.

MERCADO SECUNDARIO: Transferencia trimestral Bolsa de Comercio Bs.As..

MONTO: U\$S 5.000 o equivalente.

IMPUESTOS: Exento.

COMISION EMISION: 3/8% a cargo emisor.

COMISION TRANSFERENCIA: 1/8% a cargo vendedor.

Nota: en caso de tener registrado durante un período trimestral exportaciones menores a la emisión se deberá proceder al rescate del excedente dentro de los 60 días.

La idea es lograr una participación creciente en el comercio mundial. Se debe salir a competir. Competir es crecer. Crecer es superarse.

Se debe captar financiamiento genuino y volcarlo al comercio exterior. Los saldos deben reflejar el crecimiento proporcional entre importaciones y exportaciones y no una reducción nominal de las importaciones.

R E S U M E N

	P.1	P.2	F.1	F.2	F.3	F.4
PLAZO	180 d	5 a	180 d	180 d	7 a	5 a
TASAS-						
LIBOR [1-1/4%	2-3/4%	3/8%	LIBOR	1-1/2%	3/8%
COM.						
EMIS.	1/4%	3/8%	1/4%	1/4%	3/8%	3/8%
MONTO						
u\$s	1.000	5.000	1.000	1.000	5.000	5.000

Bono a mediano plazo amortizable en cuotas con premio

OBJETO: Reconstrucción del capital de trabajo de las empresas para poder así alcanzar niveles operativos tales que les permitan aprovechar su capacidad instalada ociosa. A este fin se considera apropiada la emisión de títulos con aval bancario, bajo las siguientes condiciones:

- 1) amortizables en 16 cuotas trimestrales casi iguales, con

capitalización básica, corrección del capital según índice de precios al consumidor y mayoristas del INDEC. A esto se sumaría un interés nominal adicional que estaría entre el 0,5 y el 1,5% por prima de producción de planta (o al 100% de la actual más el 0,1% por cada 10% de expansión adicional);

2) los ajustes serán anuales;

3) la liquidación de los ajustes se hará un mes antes de las amortizaciones;

4) las mismas se pagarán en el banco que avale la operación;

5) los emisores se harán cargo de la comisión de emisión, la que será del 1%;

6) serán cotizables en Bolsa de Comercio de Bs.As.;

7) la comisión será del 0,5% para la venta;

8) el banco cobrará al emisor el 2% de gastos administrativos por cada pago de renta, más una comisión de entre el 1,5% y el 3% anual por riesgo crediticio;

9) los impuestos serán los que se apaliquen a las imposiciones en caja de ahorro común.

Títulos de reconversión productiva

OBJETO: Inversión en maquinaria y equipo que hagan más eficiente el proceso productivo; o inversión en reordenamientos que aumenten la productividad.

EMISION: a) Sociedad Anónima comercial o industrial cotizante en Bolsa de Comercio de Bs.As. o a incorporarse a la misma con aval bancario; b) banco de primera línea con cartera de inversiones.

PLAZO: 15 años con amortización por sorteo entre el año décimo y el decimoquinto.

MONEDA: dólares o divisa equivalente.

TASA: LIBOR + 2-9/8% o equivalente.

MERCADO SECUNDARIO: Negociables en la Bolsa de Comercio de Bs.As. luego de transcurridos tres años desde la emisión.

MONTO: U\$S 1.000 o equivalente

IMPUESTOS: los mismos que rigen para depósitos en caja de ahorro común.

COMISION EMISION: 3/8% a cargo del emisor.

COMISION TRANSFERENCIA: 1/8% a cargo del vendedor.

Nota: Pueden ser convertibles en acciones ordinarias a

opción del tenedor.

Títulos de deuda para el incremento de la producción

OBJETO: Acortamiento de la brecha tecnológica en lo que respecta a industrias de punta y usuarios intermedios de la misma, como también a los servicios relacionados con aquélla.

EMISOR: sociedad anónima comercial o industrial cotizante en Bolsa de Comercio de Bs.As. o a incorporarse a la misma, con aval bancario.

PLAZO: de 7 a 12 años, con dos años de gracia, rescatables por sistema francés.

MONEDA: En dólares o divisa equivalente y/o contraprestación en australes por compras locales.

TASA: LIBOR + 2-7/8% o equivalente.

MERCADO SECUNDARIO: Negociables en la Bolsa de Comercio de Bs.As. luego de transcurridos tres años desde la emisión.

MONTO: U\$S 1.000 o equivalente.

IMPUESTOS: los mismos que rigen para depósitos en caja de ahorro común.

COMISION EMISION: 3/8% a cargo emisor.

COMISION TRANSFERENCIA: 1/8% a cargo del vendedor.

Nota: Pueden ser convertibles en acciones ordinarias a opción del tenedor.

Financiación especial para la pequeña y mediana empresa

Para definir una empresa de este tipo, se acepta en general un máximo de 59 trabajadores para las firmas pequeñas y 500 en las medianas.

En la metodología del Banco Mundial, industria pequeña es aquella que tiene un activo total (excluyendo edificios y otros inmuebles) no superior a los U\$S 300.000 en tanto considera mediana a aquella que por el mismo concepto no sobrepase los U\$S 3.000.000.

Las características cualitativas que la distinguen son:

- a) Independencia respecto de grupos económicos y financieros;
- b) No ejercer dominio en el mercado;
- c) Mayor integración en el mercado interno que en el externo;

- d) Coincidencia personal o familiar entre propiedad y gestión;
- e) Poca especialización del personal jerarquizado;
- f) Concentración en determinados sectores de actividad.

La atención que se le presta a este tipo de empresa está justificada por el importante papel que ella cumple en lo económico, lo social y lo regional.

Suele suplir falencias propias de la producción industrial a gran escala, por cuanto ciertas necesidades requieren de una fabricación descentralizada. Otro rol que también cumple frecuentemente es como subcontratista de grandes empresas.

En los países industrializados se observa una creciente participación de la empresa pequeña en los sectores productores de innovación tecnológica.

La presencia de la pequeña y mediana empresa favorece las condiciones de competitividad, estabilidad y eficiencia.

En Argentina tienen un papel destacado, ya que el 90% de los establecimientos industriales responden a esta

categoría; ocupa el 40% de la mano de obra industrial y genera el 30% del valor total de la producción industrial.

La señalada importancia económica y social de la pequeña y mediana empresa es lo que llevó a distintas Bolsas de Valores a concretar la apertura de un "segundo mercado" para que aquélla ofrezca sus títulos y lograr así una financiación genuina.

Tradicionalmente, la Bolsa ha sido una vía de captación de capitales reservada a las empresas de gran tamaño. La crisis económica -sumada a la búsqueda de fuentes alternativas al costoso crédito bancario- hicieron tornar la mirada hacia la Bolsa.

Como consecuencia se desarrollaron los llamados "mercados bursátiles especiales", con reglas más simples y con menores exigencias formales para la admisión de oferta pública.

Su implantación en las principales Bolsas responde a la creciente necesidad de dinamizar el funcionamiento de la pequeña y mediana empresa y de que ésta se financie a través del ahorro público. En especial, la firma vinculada a sectores tecnológicos de avanzada, vio en ellos una posibilidad de concretar alguna apertura de sus capitales al público para afrontar nuevas etapas de

su evolución.

En esa clase de mercado las empresas tienen la oportunidad de emitir títulos de renta fija a menor costo que el préstamo bancario, liquidez para la negociación de sus valores y obtener capital de riesgo mediante el lanzamiento de acciones.

Existen mercados bursátiles especiales en Londres, París, Lyon, Barcelona, Milán, Osaka, etc. En los EE.UU. el mercado fuera de Bolsa, altamente tecnificado, es el paso inicial de apertura.

El "mercado de títulos no inscriptos" de Londres (Unlisted Securities Market) se constituyó en noviembre de 1980. Desde entonces, un total de 406 empresas han sido admitidas en dicho mercado, las que, en su conjunto, colectaron 1.239 millones de libras esterlinas.

Para acceder a este mercado debe ponerse a disposición del público no menos del 10% del capital societario. Se debe ofrecer a los especialistas (jobbers) como mínimo un 25% del monto a colocar para asegurar, a su vez, una mayor oferta de acciones al público. Se estima que los gastos de introducción son un 50% menores a los del mercado general. El expediente a completar para la admisión es simple. El inversor le

asigna gran importancia a un par de factores: el informe firmado por el auditor y el prestigio profesional de los directores de la sociedad.

El mercado especial que funciona en la Bolsa de París es distinguido con el nombre de Segundo Mercado (Second Marché). Comenzó a operar en febrero de 1983 y desde entonces son 130 las sociedades francesas que han conseguido entrar al mismo.

Las condiciones de admisión son parecidas a las que rigen en el U.S.M. de Londres. A diferencia de la reglamentación inglesa, en el Segundo Mercado de París existen restricciones sobre variaciones máximas posibles en las cotizaciones. (STOLL y CURLEY, ps. 309-322)

Sin crear propiamente un mercado especial, la Bolsa de Toronto ha introducido modificaciones en sus normas de cotización disminuyendo los requisitos sobre monto mínimo de capital admisible y distribución de acciones entre el público.

Por su parte, la Bolsa de Tokio, cuenta con dos secciones para las sociedades japonesas. La primera contiene requerimientos ciertamente exigentes en cuanto a capital social, número de acciones a cotizar, cantidad de accionistas, dividendos, etc.. La segunda sección incluye a empresas que no satisfacen los estándares

anteriores.

El mercado "fuera de bolsa" (over-the-counter) y las bolsas regionales de los EE.UU. pueden ser considerados el equivalente de los "Segundos mercados" europeos. En los EE.UU. el propósito de sostener y dinamizar a la pequeña empresa ha conducido al desarrollo de fuentes de financiación específicas. Algunas firmas especializadas en la financiación de negocios pequeños son personas físicas; otras, son personas jurídicas que se denominan Compañías de Inversión en Desarrollo.

Los títulos de la American Research and Development Corporation -una de las primeras compañías de desarrollo de inversiones- son ampliamente negociados en los mercados financieros; ésta y otras sociedades de inversión permiten a los individuos y a las instituciones, tales como las compañías de seguros, participar en el mercado de capitales para la empresa pequeña.

Las entidades de financiación de pequeños negocios asumen generalmente una posición dentro del capital de las empresas que apoyan; pero también pueden proporcionar los fondos mediante un contrato de endeudamiento. Sin embargo, cuando se hacen préstamos, éstos por lo común

involucran valores convertibles, o certificiados de depósito, o están asociados con la compra de acciones por parte de la sociedad de inversión.

Tales entidades desempeñan un papel continuo y activo en la empresa financiada. Por lo regular no insisten en el control de la votación pero tienen por lo menos un miembro en la conducción de la firma. El aspecto relativo al control no ha sido crítico en las decisiones de las compañías de inversión. Sin embargo, las compañías de inversiones de hecho desean mantener un contacto permanente, brindar asesorías administrativas e informarse acerca del progreso de sus inversiones. En años recientes se ha organizado otra fuente de financiación para la empresa pequeña, a la que se la conoce bajo la denominación de "venture capital". El "venture capital" es una participación en acciones como socio minoritario.

Muchas grandes corporaciones han invertido dinero y aportado varios tipos de tecnología para el desarrollo de pequeños negocios.

Las operaciones de esta clase son ya frecuentes en Malasia, India, Taiwan y Corea, y han comenzado a realizarse en Brasil. Su extensión se explica por la declinación de las oportunidades de inversión en los

países centrales. (MORRISON, ps. 96-99)

Otra fuente importante de financiación para empresas pequeñas en los EE.UU. es la Small Business Investment Company (SBIC). Una ley promulgada en 1958 facultó a la Small Business Administration (SBA) para regular y autorizar el funcionamiento de SBIC y proporcionar ayuda financiera a esta organización. Se requiere un capital privado mínimo de U\$S 150.000 para la aceptación de una SBIC, y esta cantidad puede duplicarse si se venden bonos seculares subordinados a la SBA (WESTON y BRIGHAM , p. 1077). Para sus operaciones, las SBIC han seguido políticas similares a las de las compañías de desarrollo de inversiones. Por lo general sus inversiones se hacen mediante la compra de bonos convertibles en acciones o de bonos acompañados de certificados de depósito.

A finales de la década del '70 había más de 300 organizaciones SBIC con recursos totales por más de 1.100 millones de dólares. Además, durante el año 1971, la Ley 92-213 modificó la Ley de las SBIC y fundamentó la autoridad de la SBA para garantizar los bonos a largo plazo expedidos por las organizaciones SBIC, proporcionando con ello a la industria SBIC una amplia fuente de financiamiento a tasas de interés un tanto

inferiores a las prevalecientes en el mercado. (ib.id, p. 1078).

Las empresas pequeñas y medianas pero con potencial de crecimiento se enfrentan a mayores riesgos que casi cualquier otro tipo de negocio, y estos altos riesgos requieren tipos especiales de financiación.

Para esta clase de necesidad puede resultar idónea la idea de constituir Fondos PYME, los que estarían administrados exclusiva o compartidamente por las siguientes entidades:

a) Bancos de primera línea en calidad de emisores-gerentes;

b) Sociedades de inversión cuyos gerentes sean asociaciones de tres a cinco comisionistas de Bolsa;

c) Bancos provinciales como emisores-gerentes.

Serán consideradas PYME aquellas empresas que:

a) ocupen menos de 500 personas; o

b) su patrimonio sea menor a u\$s 5 millones;

Los requisitos a cumplimentar serán:

- a) $D \text{ PBI} / I$ mayor o igual que 0,30;
- b) $I / \text{beneficios (reversión)}$ mayor o igual que 0,80;

Las empresas beneficiarias deben emitir para el financiamiento:

- a) 100% de títulos de deuda con privilegio si ocupan menos de 50 personas o si su patrimonio neto es menor de U\$S 1 millón;
- b) al menos 50% de títulos de deuda con privilegio si superan las cifras anteriores.

Las entidades emisoras podrán convenir con las PYME el aporte de:

- a) asesoramiento técnico-económico;
- b) personal gerencial;
- c) dirección.

Cuando la PYME llegue a un estado en que supere las 500 personas ocupadas o los 5 millones de dólares de patrimonio, deberá incorporarse al régimen de oferta pública actuando como "underwriter" su entidad soporte. Los fondos PYME deben propender al surgimiento o fortalecimiento de:

- a) consorcios de exportación;
- b) industrias que utilicen nuevas tecnologías;
- c) economías regionales;
- d) sectores industriales novedosos o de escasa oferta.

Las cuotas parte de los Fondos PYME serán negociadas en el Mercado de Valores. En la medida que venzan las deudas de las PYME con el Fondo, se procederá a distribuir el dividendo del mismo. Los títulos PYME pueden ser emitidos en divisas fuertes o en "moneda local" y gozarán de las mismas exenciones y franquicias fiscales que los títulos públicos del gobierno nacional.

Política Fiscal.

Debe reconocerse que gran parte del éxito de una estrategia de crecimiento basada en las actividades y medios financieros considerados en los capítulos VI y VIII, supone la adopción de una política fiscal determinada. Asumimos que ella debe acordar un tratamiento impositivo favorable a instrumentos de financiación que sirvan para subvenir la realización de proyectos socialmente prioritarios.

En este capítulo se intentarán una explicación del proceso por el cual se origina este tipo de medidas y una explicitación de los efectos que sostienen su aplicación en este caso concreto.

El aspecto práctico más significativo de la política fiscal está dado por el empleo de un conjunto de instrumentos a través del cual el Estado procura el control de la inversión privada en cuanto a volumen y composición. Más allá de la consumación de este hecho está la intención de lograr algún fin superior, como ser:

- Estabilidad económica
- Desarrollo económico

- Pleno empleo
- Asignación de recursos
- Distribución adecuada de la renta y la riqueza

Así, la política fiscal es parte activa de la política económica. Con ella se puede estimular o desalentar el desarrollo de regiones, sectores, productos, etc..

En este tiempo, las preocupaciones más específicas de la política fiscal en varios países parecen ser:

- a) Aumentar la tasa de formación de capital
- b) Promover el cambio tecnológico
- c) Crear nuevos empleos.

Por ejemplo, la drástica reforma fiscal norteamericana de junio de 1986 tiene en vista los tres objetivos recién puntualizados. Los dispositivos legales sancionados deberían estimular la ejecución de proyectos de equipamiento empresario, debido a que la tasa máxima de imposición para las firmas de negocios bajará del 50% al 27/33%. Por el lado de los contribuyentes individuales la reforma significa que el 85% de los mismos no pagará más del 15% de impuestos sobre sus

ingresos. Como resultado de ambas medidas es dable esperar que una formidable masa de capitales -que actualmente se dirige a los refugios fiscales- estará disponible para las inversiones productivas. Los efectos concretos aguardados son una tasa de crecimiento económico en torno del 10% a lo largo de 10 años , y la creación de 4 millones de empleos suplementarios.

Entre el bagaje de instrumentos fiscales dirigidos hacia el objetivo de aumentar la tasa de formación de capital son insistentemente colocadas las desgravaciones impositivas a favor de la emisión, suscripción y adquisición de títulos valores de empresas privadas por conducto del mercado de valores.

Esta es una característica de la política fiscal en la mayoría de los países de la Europa Occidental, y el curso que en nuestra región latinoamericana ha seguido también el Brasil.

Es muy del propósito del tema de este capítulo conocer los detalles de esas experiencias.

EUROPA.

Las medidas de tipo fiscal adoptadas en algunos países europeos para favorecer la creación de capital de riesgo y promover la inversión empresarial como mecanismo de salida de la crisis, se iniciaron en Francia en 1978 con la Ley Monory, promulgada siendo René Monory, Ministro de Economía.

Dicha Ley (78-741) implantó un régimen de incentivos fiscales tendiente a fomentar la inversión mobiliaria y a mejorar las posibilidades de captación de las empresas locales. En las sesiones de discusión del proyecto en el Senado, el Presidente de la Comisión de Finanzas señaló que por primera vez después de mucho tiempo, el gobierno enviaba un proyecto de Ley referido solamente a medidas de estímulo al ahorro, en tanto que en el pasado se había contentado con insertar disposiciones especiales en las Leyes tributarias. De tal manera, entendía remarcar la importancia asignada a lograr un financiamiento sano de las inversiones industriales.

Al fundamentar las medidas propuestas, explicó que en los últimos 15 años el autofinanciamiento de las

empresas francesas había decaído notoriamente, desde un 80% que era la proporción calculada en 1960 al 58% en 1976, y al 57,7% en 1977.

Los incentivos fiscales a la inversión mobiliaria iban acompañados de una serie de medidas complementarias que buscaban en su conjunto introducir adecuadas correcciones en la disciplina del Mercado de Capitales, tales como:

a) Prórroga del régimen de deducción (de la renta de la sociedad) de los dividendos pagados por las sociedades emisoras que cotizaban en Bolsa siempre que los pagos no excediesen del 7,5% del capital. El beneficio se otorgaba durante los 7 primeros ejercicios (o 10 si se trataba de acciones de dividendos prioritarios).

b) Reducción de los impuestos que gravaban la capitalización de utilidades y reservas (del 12% al 6%).

c) Elevación de la tasa de impuesto aplicable al producido de colocaciones de renta fija, del 33,3% al 40% (excepto los títulos públicos, cuya tasa se mantenía en el 25%).

d) Modificación del impuesto a la plusvalía resultante de la venta de valores mobiliarios, así como también a los regímenes de revaluación de activos, de imposición a las cuentas de ahorro a largo plazo y de operatividad de los clubes de inversión.

e) Creación de la categoría de acciones de dividendo preferido, sin derecho a voto.

En síntesis, el paquete de medidas sancionado en Francia tendía a dar soluciones a los diversos órdenes de problemas que afectaban al Mercado de Capitales de aquel país, sin limitarse a la concesión de estímulos fiscales para la compra de valores mobiliarios, si bien a tal medida se la consideraba fundamental.

El resultado inmediato de esas disposiciones fue -según datos del anuario de la Bolsa de París- un aumento del 33,8% en las emisiones de acciones, sin perjuicio de haberse incrementado también las emisiones de obligaciones que tienen mayor volumen y cuyos montos totales sobrepasaron cuatro veces el monto de las primeras.

En 1982, al vencer el plazo de la Ley Monory, el Gobierno formó una Comisión, presidida por M. Dautresme, a la cual encargó el estudio de los factores que influían sobre el desarrollo y la protección del ahorro, así como también la propuesta de diversas medidas tendientes a favorecer la canalización productiva del mismo.

Las recomendaciones del Informe Dautresme abrieron el camino para la sanción de los arts. 6 y 66 de la Ley de Finanzas para 1983, No. 82-1126 del 29/12/82, de acuerdo a los cuales los contribuyentes en Francia pueden beneficiarse anualmente de una reducción del impuesto a las ganancias igual al 25% de las compras netas de títulos valores franceses realizadas entre 1/1/83 y el 31/12/87 en el marco de una cuenta de ahorro en acciones abiertas con un intermediario autorizado. El beneficio de la reducción se aplica sólo a los contribuyentes no sujetos al impuesto a las grandes fortunas para el año en que se solicita la reducción.

Desde que fue promulgada la Ley Monory en 1978, varios países se han sumado a la política francesa de estímulos fiscales a la inversión en acciones, dirigidos principalmente al inversor particular: Suecia, en 1979; Bélgica y Noruega en 1982. Los resultados de estas medidas han sido en general satisfactorios para la

reanimación de los mercados bursátiles, no sólo por la evolución de las cotizaciones y el nivel de actividad sino también por el volumen de emisiones de las sociedades cotizadas, cuyo crecimiento ha sido realmente significativo en Bélgica especialmente.

Las fórmulas utilizadas para ofrecer incentivos fiscales al inversor individual han adquirido diversas modalidades en los países anteriormente mencionados, si bien presentan algunos puntos en común:

- La inversión puede realizarse en acciones de empresas nacionales, directamente a través de la Bolsa o en participaciones en determinados fondos de inversión en acciones.

- El inversor obtiene una desgravación en su impuesto sobre la renta por las compras netas en acciones hasta un nivel máximo. La inversión debe ser mantenida durante un período mínimo (normalmente, cinco años).

- Los dividendos percibidos pueden llegar a estar exentos del impuesto sobre la renta de las personas físicas en caso de nuevas emisiones de acciones

- Las desgravaciones fiscales se incrementan por matrimonio y, en algunos casos, por familiares dependientes (BOLSA DE BARCELONA, ps. 228/9)

Las medidas fiscales no se limitaron a incentivar la inversión bursátil individual, sino que también han buscado favorecer la imagen de la empresa en el mercado de valores.

El estímulo más claro en ese sentido se ha dado en Bélgica. Allí las disposiciones Declerq-Cooreman concedieron desgravaciones fiscales para las emisiones de sociedades que efectuaran ampliaciones de capital durante el período comprendido desde marzo de 1982 hasta fin de 1983.

Los beneficios fiscales adornan a estas emisiones durante los nueve o diez años siguientes a la ampliación de capital y son:

a) Durante los tres primeros años, exención del impuesto a los dividendos distribuidos para las nuevas acciones y del impuesto de las sociedades equivalentes al 13% de los aumentos de capital.

b) Durante los siete años siguientes, los beneficios que se obtengan de la exención del impuesto a las sociedades sobre un equivalente del 13% de los aumentos de capital deben destinarse a mejorar el dividendo de las nuevas acciones.

c) La retención del 20% sobre los dividendos pagados a las nuevas acciones entre los años 3 y 10 es liberatoria en relación con el impuesto personal sobre la renta. (BOLSAS DE BARCELONA y VALENCIA, p. 19)

BRASIL: A partir de 1964, el Mercado de Capitales fue objeto de un esfuerzo gubernamental en el sentido de buscar fortalecerlo, pretendiendo no sólo ampliar el suministro de capital de riesgo a las empresas sino también lograr la democratización de su capital mediante la dilución de segmentos crecientes del mismo entre el público en general. En mayor o menor escala, este esfuerzo continúa hasta hoy. En este sentido, el Gobierno comenzó a orientar recursos institucionales al mercado, con la creación incluso de nuevos tipos de inversores institucionales (principalmente después de 1974). Permitted aumentar la rentabilidad de las empresas, eliminándose los efectos de la inflación en la

determinación de sus ganancias sujetas a impuestos. Modificó, asimismo, la legislación fiscal de modo de favorecer a los accionistas de empresas abiertas, amén de buscar estimular la participación de los inversores individuales en el mercado y en el capital de las empresas, por medio de la concesión de incentivos fiscales.

Las medidas tributarias adoptadas fueron dirigidas hacia las empresas y los accionistas e inversores en el mercado.

Las ventajas fiscales consistieron tanto en la concesión explícita de incentivos fiscales como en el tratamiento fiscal diferenciado, en beneficio del mercado.

La Ley 4506 del 30/11/64 creó el concepto de Sociedad Anónima de Capital Abierto (SACA), a fin de permitir que se concediese a estas empresas un tratamiento fiscal diferenciado.

La definición de SACA fue hecha en función de los siguientes parámetros:

- 1) Negociación efectiva en las Bolsas de valores;
- 2) Índices mínimos de dilución del Capital con Derecho a Voto.

La propia Ley 4506 eximió a los dividendos distribuidos entre personas físicas por las SACA del impuesto a la renta bruta del contribuyente el 15% del valor invertido. Ese incentivo fue siendo sucesivamente ampliado con el aumento de la alícuota de deducción. La alteración del sistema de deducciones -que pasó a ser el reintegro impositivo- fue hecha para reducir el grado de regresividad del incentivo que beneficiaba más a los contribuyentes con mayor alícuota de impuesto.

Los dividendos recibidos por los accionistas de las SACA se beneficiaron con la reducción de los niveles de imposición para el impuesto a la renta. Así, para aquellos accionistas que optaron por no identificarse y, en consecuencia, pagaban sólo el impuesto a la renta en la fuente del ingreso, la Ley 4728/64 fijó en el 25% el nivel de imposición en el caso de las SACA, y en el 40% en los demás casos.

Posteriormente tal imposición fue reducida al 15% (accionista de SACA) y al 25% (en los demás casos). Otra ventaja fiscal para los accionistas de SACA fue la posibilidad de incluir los dividendos recibidos como rendimientos sujetos a tributación, descontándose del reintegro impositivo 2,5 veces el valor del impuesto retenido en la fuente (en la práctica, equivalía a un

crédito de 1,5 el reintegro impositivo retenido en la fuente, sobre una base del 15%). Esta alternativa sólo interesaba a los contribuyentes con alicuotas marginales inferiores al 37,5%. Además, los dividendos recibidos de SACA estaban exentos de imposición hasta cierto límite.

La exención del pago del impuesto sobre las ganancias de capital realizadas en Bolsa constituyóse en un tratamiento altamente favorable al mercado. Los Fondos Fiscales 157, que se originaron en deducciones del reintegro del impuesto a la renta para las empresas y para las personas físicas vinieron a reforzar la demanda de títulos de emisión de las empresas (originariamente en el Mercado Primario y posteriormente también en Bolsa). El patrimonio líquido de esos Fondos llegaba al final de 1980 a 53.000 millones de Cruzeiros. El mercado se beneficiaba por el mayor volumen de transacciones y por el consecuente aumento de cotizaciones, liquidez y volumen de corretaje. La gran ventaja de los Fondos 157 es la estabilidad de sus recursos, pues no dependen de la coyuntura por la que pasa el mercado.

Las empresas se beneficiaban tanto indirectamente -vía reducción del costo del capital propiciada por el

aumento de las cotizaciones en Bolsa- como directamente, toda vez que los Fondos también participaban de la suscripción de sus emisiones. La actuación de los Fondos Fiscales se dirige, preferencialmente, hacia los títulos de empresas privadas nacionales.

El mecanismo de los Fondos 157 sufrió constantes perfeccionamientos.

En materia de estímulos directos a los inversores, se instituyeron incentivos fiscales para la adquisición de cuotas de fondos comunes, debentures y acciones en Bolsa. En todos los casos era exigido el mantenimiento durante los dos años de las inversiones realizadas.

La adquisición de una cuota de fondo común permitía la disminución de la renta sujeta a imposición (y, posteriormente, del reintegro impositivo) de parte de los recursos colocados. Este incentivo fue eliminado en 1980.

La experiencia de los "fondos fiscales" puso en evidencia que el expediente de las desgravaciones fue un sacrificio aparente por parte del Estado, ya que el ensanchamiento de la base de imposición por el mayor número de operaciones determinó un aumento de la recaudación a una tasa media anual del 25%.

En el desarrollo del mercado brasileño fue menos utilizado el mecanismo crediticio que el fiscal.

A fines de 1971 fue creado el FUNCAP -Fondo de Desarrollo del Mercado de Capitales- cuyo objetivo principal era financiar operaciones de lanzamiento de acciones y debentures. El financiamiento era concedido a los "underwriters", tanto para respaldar el lanzamiento como para constituir un fondo de liquidez.

Los recursos originariamente previstos para el FUNCAP alcanzaban los 59 millones de dólares, de los cuales apenas una pequeña parte fue utilizada en la financiación de un lanzamiento de acciones y dos de debentures. El Banco Nacional de Desarrollo Económico (BNDE) fue la única institución que actuó como agente principal, operando por medio de bancos de inversión. Agotado el FUNCAP, el BNDE -con la experiencia adquirida- instituyó dos líneas de crédito dirigidas a facilitar la colocación de nuevas emisiones. (TEIXEIRA DA COSTA, p.108)

PROPUESTA DE POLITICA FISCAL

El fomento fiscal basado en el empleo de la herramienta impositiva es un planteo aceptado de la

política económica. (En el Apéndice II de este trabajo se ofrece una reseña de antecedentes de incentivos fiscales en nuestro país).

Nada hay de censurable en este esquema si los fines perseguidos representan una necesidad colectivamente apreciable en el momento (mayor nivel de actividad económica, incorporación de adelantos tecnológicos, etc.).

Sin embargo, desde cierto enfoque totalizador es posible marcar una suboptimización del bienestar de la comunidad en su conjunto, cuando el fomento fiscal recae en empresas con estructuras cerradas de capital.

Independientemente de que el objetivo especificado de política sea alcanzado, lo cierto es que en esos casos el beneficio económico final generado por la explotación promocionada es retenido enteramente por los propietarios del capital empresario sin que llegue entonces parte alguna del mismo a la comunidad, que también ha hecho su contribución en términos de menores servicios públicos por las franquicias tributarias acordadas. Por lo que las empresas apoyadas le deben a su comunidad y por la conveniencia de sumarla a una alianza de intereses para la preservación del sector privado es preciso que la asimilen en la composición de

sus capitales.

Para dirigir ese proceso, la autoridad pública dispone del resorte de exigir a las empresas la apertura de sus capitales a través de la oferta pública, como condición previa a la adjudicación del fomento fiscal. Tal requisito puede en modo alguno ser tomado como una obstrucción o penalización sino como un aporte al fortalecimiento de la acumulación de capitales.

La promoción oficial de empresas en nuestro País no repara en las argumentaciones antedichas. Tampoco en la aplicación del régimen parece haberse puesto el debido acento en el aspecto de la contribución de los proyectos fomentados al cambio de escala de la economía argentina.

En un intento de que el fomento estatal conjugue las cuestiones antes puntualizadas se propone:

a) que la ventaja tributaria opere a favor de suscriptores de títulos valores ofrecidos públicamente;

b) que los fondos recogidos de esa manera se apliquen a la realización de inversiones que mejoren ostensiblemente el nivel de productividad de la estructura económica.

Con tal política, a la par que se promueve la democratización del capital, se crea en los ahorristas una conciencia inversora en valores a largo plazo.

Como parte del contexto de las inversiones en nuestro país se advierte una Hacienda Pública mucho más preocupada por maximizar el ingreso fiscal ante un gasto público en constante crecimiento que por aplicar una política fiscal adecuada a las prioridades de la economía.

El ejercicio de la función financiera estatal -por el lado de los recursos- se hace hoy con un enfoque netamente cortoplacista y fiscalista. Al parecer no tendría cabida en la decisión acerca de la estructura de financiación ninguna clase de análisis marginalista.

El diseño del sistema impositivo está orientado por las necesidades fiscales de corto plazo, ingnorándose los efectos de la estructura tributaria adoptada sobre el bienestar de la comunidad toda. Por ello, la esencia de un programa de ingresos públicos no debería consistir en una mayor presión sobre una base estática o reducida, sino en contener medidas que -aunque inicialmente comporten un sacrificio fiscal- conduzcan a un ensanchamiento de la base de imposición por un impulsado aumento del ingreso nacional.

Modelo simple global de estímulo

En el orden de ideas recién expuesto se inscribe el modelo que presento a continuación, cuyos supuestos iniciales son:

- a) desgravación impositiva para la inversión;
- b) períodos anuales.

Las magnitudes componentes del modelo son:

$I(t) = 1$ Es la "contribución" estatal. Monto no
ingresado por desgravación

$t = 0,3$ Presión fiscal total

d FBI(P)

----- = 0,25

I Productividad marginal de la inversión privada
respecto de la estatal

PMA = 0,2 Propensión marginal a ahorrar

FBI.t ==> Impuestos ingresados

Por cada Austral que aporte el Estado tendremos:

$$I(b) = \frac{I(t)}{t} = \frac{1 \text{ A}}{0,3} = 3,33 \text{ A}$$

que será la inversión base a desgravar, I (b).

En el Período 2 sucederá:

a)

$$Y(B) = I(b) \frac{d \text{ FBI}(p)}{I} = 3,33 \cdot 0,25 = 0,8325$$

que son ingresos del sector privado.

b) Los impuestos recaudados por el fisco serán:

$$T=Y(B) \times t = 0,8325 \times 0,3 = 0,25$$

c) El ingreso, neto de impuestos, del sector privado será:

$$\begin{aligned} Y(N) &= Y(B) - T \\ &= 0,8325 - 0,25 = 0,5825 \end{aligned}$$

d) El ingreso disponible para la nueva inversión:

$$\begin{aligned} Y(D) &= Y(N) \times PMA \\ &= 0,5825 \times 0,2 = 0,1165 \end{aligned}$$

lo que indica que tendremos 0,1165 de Austral para llevar a cabo la inversión del Período 2, que madurará en el Período 3.

Consideremos lo anteriormente expuesto en un cuadro, tomando para el análisis ocho períodos.

Período	Impuesto		Y(B)		Inversión	
	Periód.	Acumul.	Periód.	Acumul.	Periód.	Acumul.
	(1)	(1)	--	--	3,33	--
I	0,25	(0,750)	0,8325	0,8325	0,1165	0,1165
II	0,258	(0,492)	0,0291	0,8616	0,1206	0,2371
V	0,268	(0,224)	0,0301	0,8917	0,1248	0,3619
	0,277	0,053	0,0312	0,9229	0,1291	0,4910
I	0,287	0,340	0,3229	0,9552	0,1336	0,6246
II	0,297	0,637	0,3342	0,9886	0,1383	0,7629
III	0,307	0,944	0,3459	1,0232	0,1431	0,8060

Al examinar el cuadro advertimos que el Estado recuperó su inversión en cuatro años, a la vez que el FBI creció un 100% del aporte estatal al cabo de siete años, superando la inversión autónoma al Austral al cabo de los ocho años.

Por cada punto del FBI que deja de percibir el Estado para dedicarlo a inversión privada durante un año hasta aproximadamente ocho, cada argentino tendría un adicional de un punto a los diez años, con una tasa vegetativa del 1,5% anual. Si se transfieren ocho puntos anuales del sector público al sector privado con

fines de estimular la inversión tendríamos un adicional del PBI del 51,80% al cabo de siete años, lo que indica una tasa anual acumulada per cápita del 5% adicional.

Argentina tiene un problema de productividad global. La capacidad de ahorro interno cayó en aproximadamente un 40%. A medida que aumenta la deuda externa hacemos uso del ahorro externo, lo cual no es conveniente en demasía. Dados los bajos valores de ahorro e inversión y la baja productividad marginal de ésta, deben recrearse el ahorro nacional y la inversión productiva.

Si nos guiamos por la calidad global de sus inversiones podríamos decir que está en una etapa de economía pre-industrial. Toda la economía debe apuntar a ser más eficiente. Premiando a quienes contribuyan a ello y castigando a quienes no. Una buena oportunidad de crecimiento es disminuir el gasto público en un 8% respecto del PBI y destinar ésto a sostener la inversión.

Hay que "concertar el crecimiento", no la distribución del ingreso hoy tan menguado. Se deben asignar recursos a quienes permitan hacer crecer más al País.

Por supuesto que la contrapartida de una exoneración impositiva es un gasto público sin financiación genuina -actual o futura-.

No estaría completa la propuesta si no se indicaran los sectores del presupuesto público sobre los que deberían operarse

para conjugar el mentado ahorro.

Deviene natural la pregunta de si es posible resignar ingresos fiscales frente a concretas realidades que se le presentan hoy al Estado, traducidas en crecientes demandas por mejores prestaciones y/o retribuciones o en presiones por la conservación de los empleos.

La propuesta de desgravación fiscal debería incluir, pues, las medidas de política presupuestaria que conduzcan a una disminución de la corriente de egresos compatible con las restricciones señaladas, o a un aumento del flujo de ingresos que no sea producto de mayor presión impositiva .

Al examinarse en diversos foros o trabajos académicos el problema de la eficiencia, el rol y/o el tamaño del Estado Argentino, las conclusiones en general de todos ellos son consejos de operar sobre el holding de empresas públicas o sobre la dimensión de su burocracia. Sin embargo y pese a representar un gasto equivalente al 8% del PBI, casi ningún comentario recibe la "maquinaria" de la contratación pública de bienes, servicios y obras.

El sistema actual es tan anárquico y desplanificado que lleva a pagar por las cosas adquiridas valores muy superiores a los de su costo corriente en plaza. De manera que haciéndolo funcionar con niveles razonables podrían lograrse economías considerables.

Otro tanto de ahorros e ingresos adicionales es espectable de la aplicación de un enérgico programa de privatización de empresas públicas y de venta de bienes muebles e inmuebles sin destino útil en la estructura estatal.

Ya no parece haber dudas en cuanto a que el inicio de una fase de desarrollo sostenido debe contar con herramientas tributarias que coadyuven al retorno de los capitales emigrados y a la captación de capitales del exterior que, por ser escasos, son tentados por distintos países y con los cuales, mal que nos pese, debemos competir si los queremos formando parte de nuestro propio proceso.

En el mismo sentido resultará necesario conocer los sistemas tributarios vigentes en países con estadios de desarrollo parecidos al nuestro, análisis que debe incluir a los respectivos sistemas de seguridad social, con el objeto de establecer políticas tributarias parecidas que, contemplando las particularidades que deben respetarse, propongan actitudes similares frente a un problema de captación de capitales que es común a todos estos países.

Quien lea con detenimiento el capítulo de gestión de negocios internacionales que, invariablemente, traen los textos clásicos de Finanzas, podrá darse cuenta de la importancia que se le asigna al tema fiscal en los centros económicos a la hora de distribuir las inversiones planetarias.

Tales inversiones no se producirán sólo en función del tema tributario, pero es indudable que este ítem influirá notoriamente en la decisión final. En definitiva, podemos concluir que es mejor contar con una tasa atenuada aplicada sobre algo y no con una tasa progresiva aplicada sobre nada.

IX. CONCLUSIONES

1) Hay un extendido consenso acerca de la necesidad de establecer un Programa de Desarrollo.

2) Una de las piezas clave de éste es el financiamiento de la inversión.

3) En las circunstancias internas y externas actuales, no es dable esperar una gran afluencia de capitales en la forma tradicional de préstamos de la banca internacional y, menos, para asumir posiciones de riesgo. El Plan Baker es una nebulosa en la que no obstante puede delinearse la intención de crear una corriente de demanda hacia los productos norteamericanos con el objeto de disminuir el abrumador déficit de balanza comercial que exhibe el país del Norte.

La idea de capitalización de la deuda, por lo menos en la forma en que la plantean los bancos acreedores,

no es más que un cambio de propietarios sobre activos ya existentes.

4) A la luz de esta situación, se impone entonces dar los pasos necesarios para favorecer la captación de capitales directamente por las empresas interesadas.

5) Algunos -quizás los primeros- pueden estar dirigidos a rescatar los capitales argentinos "refugiados" y otros, a crear fuentes internas proveedoras de capital.

6) Las decisiones en tal respecto corren por cuenta de las empresas y del Gobierno y atañen al mercado de valores.

7) Obviamente, cualquier clase de actitud no provocará los efectos buscados. Las decisiones a adoptar deben tender a convertir al mercado de valores en un ámbito donde puedan equilibrarse los deseos y necesidades del público, las empresas y el País.

8) La estrategia de captación de capitales supone el discernimiento del "blanco de mercado" a atacar, lo

que a su vez implica el examen de los hábitos y preferencias del inversor ubicado en el segmento elegido. A tono con ello se determinarán las características del título a lanzar.

9) La emisión de esos títulos tendrá para el inversionista la atracción de la garantía, la renta y/o las franquicias impositivas ofrecidas, pero para el país y las empresas emisoras debe significar la oportunidad de reunir fondos para aplicarlos a la financiación de actividades y proyectos consecuentes con un programa de desarrollo colectivamente aprobado.

10) Residentes en el país poseen activos financieros en el exterior por cerca de 35.000 millones de dólares, una cifra varias veces superior al valor de mercado de todas las empresas que cotizan en Bolsa. Sólo los intereses de estos activos representan alrededor de 2.000 millones de dólares anuales, algo así como el doble del superávit comercial que presumiblemente tendrá el País en 1987.

11) La sensatez en las actuales condiciones impone -antes que las reacciones- una convocatoria

racional a esos capitales "extraviados". Dentro de esta línea de razonamiento se inserta la habilitación de una plaza sobre el mercado de valores para la colocación de títulos cuyo producido debe destinarse a:

- a) financiar programas de exportaciones
- b) financiar la reconversión productiva de los recursos existentes.

12) El impulso a las actividades designadas en el punto anterior sería complementado con un cierto incentivo fiscal. En esencia, se está proponiendo un ahorro forzoso del Estado y una inversión adicional de los particulares. El modelo de estímulo esbozado le permitiría al fisco reembolsar al cabo de cinco años su inversión inicial.

13) Las pequeñas y medianas empresas son un elemento básico de la economía. No tanto por ser cuantitativamente mayoritarias sino porque, a menudo, funcionan como vehículo a través del cual pasan las ideas de nuevos productos y servicios. Con tal cualidad, un

exhortación a vivir austeramente por propia voluntad (que no quiere decir monacalmente), para que las generaciones futuras no se vean compelidas a hacerlo en un sentido drástico por estar inmersas en el círculo de la pobreza y la desesperanza.

16) Básicamente debe explicarse que la justicia social no es posible sin crecimiento económico; que éste no es realizable sin acumulación de capital; que la acumulación de capital requiere de oportunidades de inversión rentables y que éstas se hacen patentes cuando existe un coherente marco institucional, jurídico y económico.

17) Por supuesto, es un discurso que no luce por lo original, pero esto no amedrentaría al prestigioso jurista Oliver Wendell Holmes Jr., para quien "Tan importante como desentrañar lo ignoto es iluminar lo evidente".

APENDICE I

OBLIGACIONES CONVERTIBLES

La emisión de obligaciones convertibles en acciones es un hecho cada vez más frecuente en las finanzas internacionales.

La conversión es un derecho que tiene incluido el contrato de suscripción de las obligaciones a favor del tenedor de las mismas, cuyo ejercicio le permitirá hacerse de un determinado número de acciones de la empresa obligada.

La obligación convertible puede ser calificada como un instrumento de naturaleza intermedia, ya que reúne ciertas características de la obligación clásica y algunas otras de la acción ordinaria. En efecto: por un lado es obligación puesto que es emitida como tal y conserva esta naturaleza hasta que es totalmente amortizada o convertida. Pero por el otro, la opción de convertir que tiene asociada le confiere un valor y

emisora. La calificación crediticia de una firma puede mejorar o deteriorarse con el tiempo y ésto, a su vez, provocar, respectivamente, el aumento o la disminución del valor como obligación simple de una convertible, permaneciendo iguales todos los demás factores.

2. Valor de conversión: El valor de conversión refleja el valor de la obligación como si hubiera sido cambiada por las acciones ordinarias correspondientes. Se establece multiplicando el precio de mercado que la acción tenga en el momento de la valuación por el número de acciones en que se puede convertir la obligación, de acuerdo a la manera siguiente:

$$VC = P_o \times N \quad [2]$$

donde:

VC = valor de conversión

P_o = precio actual de la acción ordinaria

N = número de acciones en que se puede
convertir la obligación.

Puesto que el número de acciones en que se puede
convertir la obligación (N) permanece constante, el
valor de conversión (VC) variará en la misma dirección
en que lo haga el precio de las acciones ordinarias
(Po), aumentando si éste aumenta y disminuyendo si ese
es el caso de P_0 .

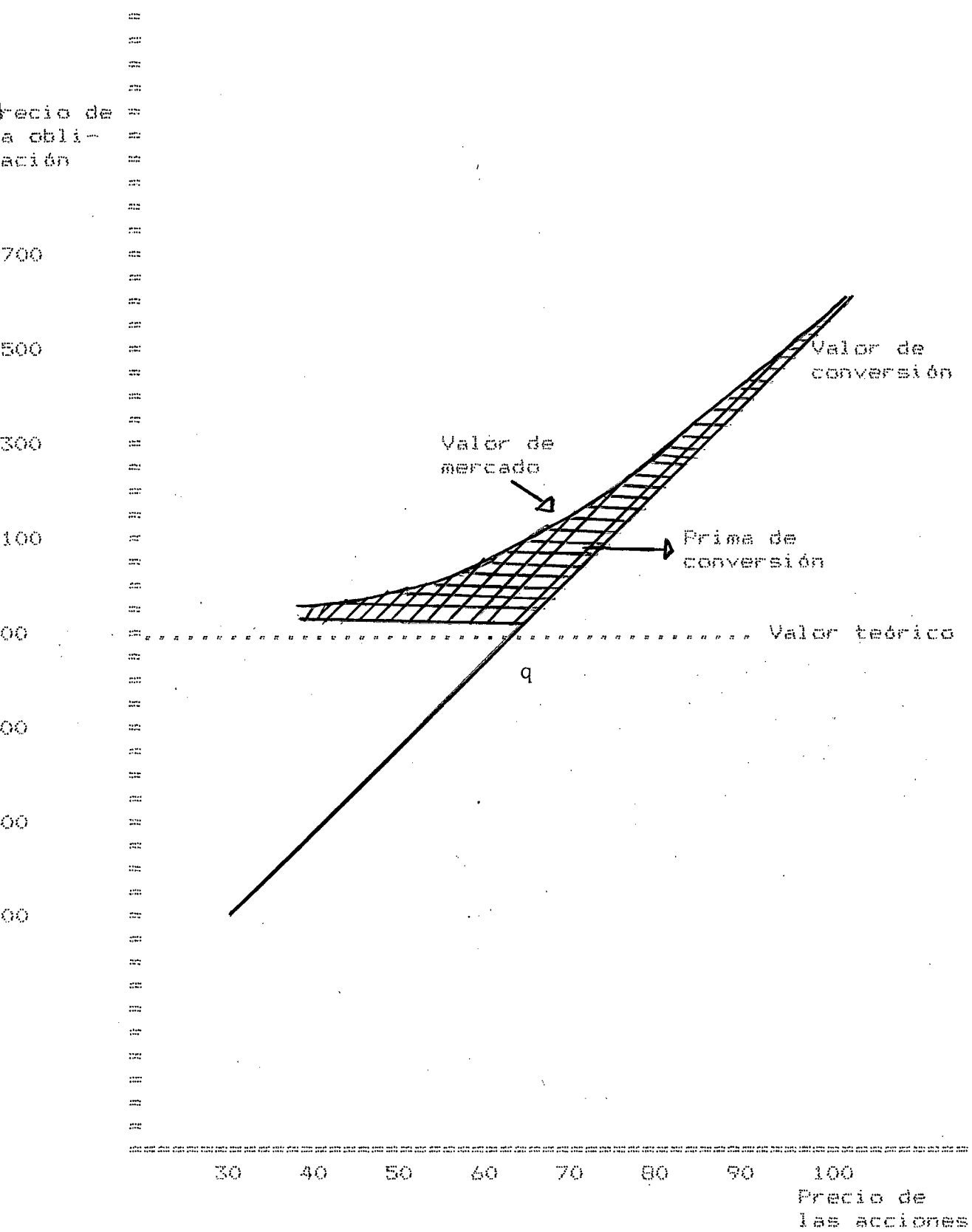
6-11-71.

3. Valor de mercado: Es el precio que la
obligación convertible tiene actualmente en el mercado.
Este precio tiene que ser por lo menos igual al valor
de conversión o al valor teórico (el que sea más alto).
Si el precio de mercado quedara temporalmente por
debajo del valor de conversión, los inversionistas
interesados en acciones comprarían obligaciones, las
convertirían y, entonces, obtendrían acciones a un precio
de oferta pero elevarían el valor de mercado de las
obligaciones convertibles. Si eventualmente el precio

de mercado de la obligación convertible se ubicara por debajo de su valor teórico, los "arbitrageurs" verían esto como una oferta, comenzarían a comprar obligaciones y harían subir su precio.

Ordinariamente, las obligaciones convertibles se venden a primas por encima de sus valores de conversión y teórico. Esto se debe en parte a que la posesión de la obligación convertible ofrece un riesgo relativamente menor que la tenencia directa de las acciones ordinarias. Aún cuando el precio de las acciones baje mucho con respecto al valor de conversión, el precio de mercado de la obligación no descenderá en igual proporción porque el valor teórico actuará como piso para sostener el precio. Al mismo tiempo que los inversionistas logran este apoyo para el valor de la obligación, obtienen también un potencial de aumento que equivale al de las acciones ordinarias cuando su precio supera al de conversión. Este potencial de aumento, sumado a la limitación del riesgo de disminución, es lo que determina que los inversionistas se muestren dispuestos a pagar la prima de conversión.

En la figura siguiente se puede ver la relación que guardan entre sí las tres clases de valores ya analizados.



El precio de mercado excede a los valores de conversión y teórico en una cantidad igual al importe de la prima de conversión, representada por el área sombreada de la gráfica.

Adviértase que la prima por conversión no es constante. Aumenta primero para disminuir después a medida que sube el precio de las acciones. El aumento de la prima se puede atribuir al potencial creciente de utilidades que acompaña el precio ascendente de las acciones. A medida que este último se aproxima y luego excede al valor de conversión, el precio de mercado de la obligación tiene que subir.

Sin embargo, pasado cierto punto, cuando el nivel marcado por el valor de conversión ha hecho subir el precio de la obligación simple (valor teórico) y del precio de rescate, la prima por conversión disminuye. En el caso de la gráfica la prima disminuye a medida que el precio de las acciones se aproxima y excede al precio de conversión \$ 60 por acción. Esta disminución ocurre principalmente porque la protección contra el riesgo de disminución que proporciona el valor de la

obligación simple disminuye según aumenta el precio de las acciones. El precio de mercado y el valor de conversión aumentan debido al mayor precio de las acciones, y el nivel teórico se aparta de ellos cada vez más. Esto significa que si el precio de las acciones llega a disminuir, el valor de mercado de la obligación podrá tener un descenso considerable antes de que sea detenido por el apoyo que presta el nivel marcado por el valor de la obligación simple.

El dividendo por acciones comunes puede haber aumentado desde que se compró la obligación, mientras que los intereses de ésta habrán quedado contractualmente fijos. El ingreso anual por dividendos pudo haber excedido realmente al que reciben los prestamistas por concepto de intereses y ya éstos no estarán tan dispuestos a pagar la prima por conversión. La ventaja que ofrece la obligación al proporcionar un ingreso mayor mientras se espera el aumento de precio previsto, se habrá desvanecido.

El temor de un reembolso obligado a un precio inferior al que predomina en el mercado hace también que los inversionistas no estén dispuestos a pagar una prima

por conversión, dando lugar a la disminución que se observa en dicha prima a medida que el precio de mercado de la obligación excede al precio de reembolso. Si por ejemplo el bono se retira a opción de la empresa por A 1300 cuando su precio de mercado es de A 1500, el inversionista puede hacer una de dos cosas: entregar la obligación y sufrir una pérdida de A 200, o convertirlo en acciones a su valor de conversión. Si este último es menor que el precio de mercado de la obligación, como ocurrirá si existe una prima, el inversionista perderá la diferencia, que es la prima por conversión. Como la posibilidad de retiro aumenta a medida que sube el precio de las acciones, los inversionistas ya no están dispuestos a pagar una prima, debido a su temor de experimentar una pérdida. Esto se indica en la gráfica por el estrechamiento de la prima a medida que suben los precios de las acciones.

La proximidad del reembolso se puede juzgar por el grado en que el valor de conversión excede al precio de reembolso, junto con la necesidad que tiene la empresa de capital adicional. Cuando una empresa que tiene obligaciones convertibles en vigor desea aumentar su capital común para poder vender pasivo adicional, puede

optar por rescatar la obligación convertible. Si el valor de conversión es mayor que el precio de reembolso, los tenedores de obligaciones se verán obligados a convertirlos en acciones comunes, o sufrirán una pérdida.

Esta conversión obligada disminuye el pasivo de la empresa y aumenta el número de acciones vigentes, y con ello el capital social. Por supuesto, si el valor de conversión es menor que el precio de reembolso, la empresa no ganará nada rescatando las obligaciones convertibles, ya que ninguno de los inversionistas hará la conversión. Por el contrario, todos ellos presentarán sus obligaciones para que sean rescatadas. A medida que aumenta la posibilidad de una conversión obligada, los inversionistas están menos dispuestos a pagar la prima, por temor a perder su importe al ser emplazados para el reembolso.

4. Tasa de rendimiento esperada. El inversor en una obligación convertible generalmente espera que el precio de las acciones se eleve, que el valor de conversión suba con el de la acción, y que la conversión se lleve a cabo después de algún tiempo, digamos n años.

De tal forma, el inversor espera recibir primero una serie de pagos de intereses a razón de Australes [I] por año durante [n] años y posteriormente tener una acción con un valor igual $C_n = p_0 (1+g)^n$, donde [p₀] es el precio actual de la acción y [g] es la tasa de crecimiento en el valor de la acción. La tasa esperada de rendimiento [k_c] se obtiene despejándola en la siguiente ecuación:

$$O_c = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+k_c)^t} + \frac{C_n}{(1+k_c)^n}$$

O_c es el precio que debería pagar el inversionista en el mercado para hacerse de una obligación convertible. Dados el valor de esta variable el correspondiente a los intereses (I) y la expectativa de valorización de las acciones que se recibirán en el momento de la conversión (C_n), k_c es la tasa de rendimiento que podría esperar un inversor de la compra de obligaciones convertibles.

La variable C_n, que interviene en la definición de [k_c], tiene componentes aleatorios, por ejemplo [g] -la tasa de crecimiento de las acciones- y ello determina que [k_c] deba ser considerada también en la variable aleatoria.

Al considerarse el aspecto valor de mercado, se puso de relieve que, de ordinario, las obligaciones convertibles se venden a primas por encima de sus valores de conversión y teórico. Parece muy adecuado ofrecer algunas referencias empíricas de este concepto. Al respecto señala Van Horne que, para la mayoría de las emisiones de obligaciones convertibles, aquellas varían entre un 10% y un 20%, dependiendo finalmente el guarismo de la evolución que hayan tenido las acciones de la compañía de emisión. Así, si las acciones de la empresa en cuestión han experimentado un crecimiento importante es posible que la cuantía porcentual de la prima se ubique en la parte superior del rango 10% - 20%. Por el contrario, para acciones con un crecimiento más moderado la prima puede establecerse en un valor muy cercano al 10%. Como la prima de conversión es una función del crecimiento esperado y los inversionistas probablemente no esperan un crecimiento cuando las acciones están bajas en precio, pero que sí esperan cuando están sólidas, la prima de conversión ser normalmente menor en un mercado deprimido. Estos factores resultarán en una mayor dilución cuanto más deprimido esté el precio de las acciones en el mercado.

Se advierte entonces que el momento oportuno para la emisión de obligaciones convertibles tiene mucho que ver con el comportamiento de las acciones de la forma interesada en el mercado. (VAN HORNE, p. 521 - 524).

Cuadra ahora ofrecer algunas explicaciones acerca de cómo debe analizarse un valor convertible.

Debido a que un valor convertible es una obligación simple en el momento de su emisión pero que un poco más tarde será una ordinaria, se hace un poco difícil para el análisis examinar la situación financiera de la compañía emisora. Un pasivo subordinado convertible puede ser tratado por un acreedor, cuando esté evaluando la condición financiera del emisor, como una parte de la base patrimonial. El enfoque será diferente en el caso de obligaciones convertibles no subordinados. En la medida en que la obligación no ha sido convertida aún, su tenedor será considerado en caso de liquidación como un acreedor general. Consecuentemente, los acreedores tienen la tendencia a considerar las obligaciones convertibles como pasivos hasta que la conversión tenga lugar. Por esta razón la compañía tiene especiales incentivos para que la emisión sea subordinada.

Los inversionistas en acciones ordinarias de una compañía reconocen la dilución potencial en su posición antes de que se lleve a cabo la conversión. Para ilustrar el efecto de la dilución, supóngase que una compañía emite A. 20 millones en títulos de deuda del 6%, convertibles y que el precio de conversión es de A. 20 por acción. El número total de acciones adicionales después de la conversión sería de $A. 20 \text{ millones} / A. 20 = 1$ millón de acciones. Supóngase, aún más, que la compañía tiene 3 millones de acciones ordinarias en circulación y ningún pasivo, que espera utilidades antes de gastos financieros e impuestos de A. 10 millones, durante dos años a partir de ahora, y que la tasa de impuesto a las ganancias es del 50%. Las utilidades por acción bajo las dos alternativas serían:

	Situación antes de la conversión	Situación después de la conversión
Utilidades antes de gastos finan- cieros e impues- tos	10.000.000	10.000.000
Títulos al 6% de interés	1.200.000	---
Utilidades antes de impuestos	8.800.000	10.000.000
Impuestos	4.400.000	5.000.000
Utilidades des- pués de impuestos	4.400.000	5.000.000
Acciones en cir- culación	3.000.000	4.000.000
Utilidades por acción	1,47	1,25

Vemos que con motivo de la futura conversión, hay una dilución en las utilidades por acción. Es importante que el inversionista en acciones ordinarias considere el impacto de esta dilución sobre el precio de las acciones en el mercado. Notaremos también que después de la conversión la compañía no tiene que pagar más intereses sobre los títulos de deuda, aspecto que tiene una influencia favorable sobre las utilidades por acción. Si las utilidades fueran demasiado bajas, naturalmente que la eliminación de los gastos de intereses podría generar un aumento en las utilidades por acción. Sin embargo, se trata de la excepción y no de la regla.

Debe decirse que es necesario ahora que las compañías informen las utilidades por acción sobre una base totalmente diluida. El Accounting Principles Board del American Institute of Certified Public Accountants exigió, en mayo de 1969, que las utilidades "totalmente diluidas" por acción aparecieran en el estado de ingresos con claridad, igual a aquella de las utilidades "primarias", o "no diluidas" por acción. Una dilución total significa el máximo posible de dilución cuando todos los valores convertibles fueran convertidos en acciones ordinarias y fueran ejercidos todos los

certificados de opción para comprar acciones ordinarias.

Como resultado de esta opinión del Accounting Principles Board -exigida a los contadores públicos al certificar los estados financieros- es posible que el inversionista en acciones ordinarias no deje de observar cuidadosamente la dilución potencial inherente a la financiación de una compañía con valores convertibles y certificados de opción. (VAN HORNE, ib.id.)

No podría concluirse esta sección sin antes presentar una fórmula general para derivar el costo del capital de la financiación mediante obligaciones convertibles. La ecuación de la que puede extraerse la tasa pertinente tendría esta forma:

$$P = \sum_{t=1}^{j-m} \frac{i \text{ VN } (1-tg) + [(P-VN) / (n-m)] tg}{(1 + ki)^t} + \frac{VF}{(1+ki)^{j-m}}$$

donde:

P : cotización de la obligación en el mercado
 i : tasa de interés contractual
 VN: valor nominal
 m : número de períodos transcurridos desde
 que se emitió la obligación
 j : número pronosticado de períodos transcurridos
 hasta que la obligación se convierta
 en acción ordinaria
 tg: tasa de impuesto a las ganancias
 n: duración de la operación
 VF: valor de mercado de la obligación en la
 época de conversión
 ki: costo efectivo de la obligación.

El valor de j depende de la política de conversión de la empresa en cuanto a la relación que deben guardar el valor nominal de la obligación y su valor de mercado, del precio actual de la acción en el mercado, de la tasa a la cual se espera que aumente este precio y del índice

de conversión. El valor de j debe despejarse de la siguiente ecuación:

$$\alpha \text{ VN} = A (1 + c)^{j-m}$$

donde:

- α : coeficiente de aumento del valor nominal de la obligación a partir del cual la empresa impondrá la conversión
- A : precio actual de las acciones de la empresa en el mercado
- c : tasa esperada de aumento del precio de la acción
- R : índice de conversión.

A P E N D I C E III

Incentivos fiscales

Desde el punto de vista fiscal, el tratamiento otorgado, a las acciones, títulos, debentures y demás valores mobiliarios y a las operaciones de distinto tipo que se efectúan con esos mismos valores han estado sujetos a distintos regímenes cuyas formas han variado con el tiempo, a veces, sustancialmente.

Dichos cambios han constituido un elemento de incentivo o de retracción de la demanda en el mercado de capitales, más o menos importante según la naturaleza y las circunstancias en que estos cambios se producen.

Tal como lo refleja el orden en que se han venido sucediendo las distintas normas sobre el tema que nos ocupa, su tratamiento se ha ido desarrollando a través de sucesivas idas y venidas.

Es evidente que la continuidad de las disposiciones legales y la constancia en la política económica son elementos fundamentales para el desarrollo

ordenado de las actividades productivas y financieras. En este sentido, es útil examinar someramente algunos de los regímenes que tuvieron vigencia en el ámbito impositivo con respecto a los títulos públicos, acciones, debentures y otros papeles al portador.

Antecedentes

En cuanto al régimen de imposición sobre las utilidades de las sociedades anónimas y sus dividendos han existido distintos sistemas a través de los años. Desde 1932 hasta 1943 fueron sólo instrumentos de recaudación en la fuente del entonces impuesto a los réditos. En 1943, por Decreto 18229 se estableció una distinción entre las ganancias de la sociedad -que se incluyeron en la tercera categoría- y las utilidades percibidas por el accionista que, hasta el presente, figura en la segunda categoría.

En 1946, por Decreto 14.338 se creó el impuesto sobre las utilidades de la sociedad, distinto del impuesto personal del accionista. En este caso, la sociedad debería pagar el impuesto por sus ganancias

(las distribuyera o no) y el accionista debía incluir los dividendos percibidos en su propia declaración jurada del impuesto a los réditos que así se agregaban a los ingresos de otras fuentes para determinar el impuesto progresivo que correspondiera. Sobre el impuesto del accionista se reconocía como pago a cuenta, parte de lo que obló la sociedad sobre sus ganancias.

En el año 1950, por Decreto 13.925 se suprimió el carácter personal del impuesto. La sociedad debía abonar el impuesto sobre sus ganancias y al distribuir los dividendos debía retener un porcentaje (6%) sobre el importe de los mismos. En este caso los accionistas no debían incluir ya los dividendos percibidos en sus declaraciones personales del impuesto a los réditos.

En el año 1954, por Decreto 14.393 se fijó una tasa única (30%) sobre las utilidades de las sociedades, fueran éstas distribuidas o no, eliminándose la tasa que se debía retener en la fuente al abonar los dividendos al accionista.

En 1956, por Decreto-Ley 4.073 se vuelve al régimen anterior de individualización del accionista, aunque en este caso con carácter opcional, pues si éste no deseaba hacerlo, la sociedad debía retenerle una suma equivalente a la tasa máxima del impuesto a los réditos.

En el año 1959, mediante la Ley 14.789, se volvió a modificar nuevamente el sistema para adoptar otro que con ligeras variantes, era muy similar al que se aplicó entre los años 1950 y 1956.

En el año 1962, por Decreto 11.452, se suprimió para el accionista la opción de individualizarse o no, reponsabilizando a las sociedades de pagar con carácter definitivo el 8% sobre los dividendos que distribuyeran.

El Decreto-Ley 6701/63 cambió algunos aspectos del régimen vigente anteriormente, pero su aplicación quedó suspendida por el Decreto-Ley No. 7.254 del mismo año, siendo finalmente derogado por la Ley 16.656.

A partir del año 1969 por las leyes Nos. 18032 y 18326 que introdujeron modificaciones en el artículo 56 de la ley del impuesto a los réditos se fijó un nuevo régimen aplicable sobre esta materia que, fundamentalmente, estableció la exención del pago o de la retención a los beneficiarios de dividendos que fueran residentes en el país. Por esta norma se disponía que las sociedades de capital que distribuyeran dividendos o utilidades a beneficiarios del exterior deberían retener e ingresar al ente recaudador el 12% sobre el importe distribuido. Por otra parte, fueron incluidos en el

capítulo de exenciones del impuesto a los réditos los dividendos o utilidades en dinero o en especie a accionistas residentes en el país como así también las rentas de debentures y demás valores al portador distribuidas también a residentes en el país.

En el año 1970 mediante la Ley No. 18.527 se introducen nuevas modificaciones al sistema vigente en esta materia. Las sociedades de capital que cotizaban sus acciones en el mercado de valores -oferta pública de valores autorizada por la Ley No. 17.811- estaban totalmente eximidas del pago en concepto de impuesto a los réditos, sea en forma de ingreso directo o de retención al beneficiario sobre los dividendos o utilidades abonados a sus accionistas residentes en el país, debiendo retener el 12% de las utilidades distribuidas solamente cuando los beneficiarios eran residentes en el exterior.

En cambio, para las entidades de capital que no hacían oferta pública de sus valores se establecía un régimen distinto por el cual en el caso de beneficiarios residentes en el exterior debían efectuar la retención de ingreso del 12% sobre los dividendos o utilidades pagados o acreditados. Para los beneficiarios residentes en el país que se identificaran ante la

entidad emisora no les correspondía que se les practicara retención alguna, pero a los que no cumplieran con ese requisito de identificación se les debía practicar una retención del 15% sobre los beneficios percibidos con carácter de pago definitivo.

Como puede apreciarse, en el caso de las sociedades que no hacían oferta pública de sus valores existía, desde el punto de vista fiscal, un tratamiento más beneficioso para los dividendos obtenidos por un accionista no identificado residente en el exterior que para un accionista en análoga situación pero residente en el país.

No obstante debe destacarse el incentivo fiscal creado para los accionistas de sociedades autorizadas a operar en los mercados de valores.

En el año 1974, con el dictado de la Ley No. 20.628, esta vez denominada de "impuesto a las ganancias" se introducen nuevas modificaciones al régimen de imposición a los dividendos.

En la actualidad, de acuerdo a lo establecido por dicha Ley 20.628, las sociedades de capital deben oblar el 33% de sus ganancias netas. En cuanto al pago de dividendos, cuando el mismo se efectúe a beneficiarios residentes en el país que se identifiquen ante la

entidad emisora, no se les debe practicar retención alguna, excepto acciones liberadas. Si en cambio los beneficiarios no cumplieran con el requisito de identificación se les deberá retener con carácter definitivo el 17,50% de la suma percibida, según lo establecen las modificaciones introducidas por la ley 21.481. Los accionistas no deben computar dichos dividendos para la determinación de sus ganancias gravadas.

En cuanto al régimen de imposición sobre las ganancias obtenidas con la compra-venta de títulos, acciones y otros valores al portador, también han existido distintos regímenes para su tratamiento fiscal. En líneas generales el sistema tributario argentino grava las ganancias de capital obtenidas con la compra-venta de bienes que no constituyan profesión habitual. Ello se efectiviza mediante la aplicación del ahora denominado impuesto a los beneficios eventuales.

En algunos períodos ha existido un régimen especial para las ganancias obtenidas por la venta de acciones; en otros, en cambio, el resultado de estas operaciones ha estado sujeto a la norma general que se aplica a cualesquiera otras utilidades.

Hasta el año 1951 se debía oblar el impuesto

mencionado cuando los réditos obtenidos no correspondían a operaciones habituales, aún tratándose de la venta de valores mobiliarios. Desde el año 1951 por ley 14.060 se estableció específicamente la exención de este impuesto sobre las ganancias obtenidas por la venta de acciones y otros valores mobiliarios.

Durante el año 1956 se suprimió la exención establecida anteriormente y se derogó el régimen de anonimato de los accionistas, volviendo a regir el sistema vigente hasta 1951.

En el año 1959 por Ley 14.789 se restableció la exención al impuesto sobre las ganancias eventuales derivadas de la compra-venta de acciones, títulos y otros valores mobiliarios.

Por Decreto-Ley 11.452 del año 1963, se dispuso que las utilidades obtenidas por la compraventa de títulos, bonos, letras de tesorería, acciones y demás papeles mobiliarios estuvieron exentas del entonces denominado impuesto a los réditos, estando dicha norma incorporada a la Ley 11.682, en el artículo 19, inc. f).

Régimen Actual

En la actualidad no existe dentro de la norma que rige el impuesto a las ganancias (Ley 20.628, t.o. 1977 y sus modif.) imposición alguna sobre las utilidades derivadas de la compra-venta de valores mobiliarios para accionistas particulares. A tal respecto debemos remitirnos al "Impuesto sobre las Transferencias de Títulos - Valores" regido por la Ley 21.280 que establece un gravamen del 0,5 por ciento sobre las transferencias de dominio a título oneroso de acciones, títulos, debentures y demás títulos valores. En esta norma no se establece un sujeto pasivo del impuesto, sino que en el artículo 2o. se indica que será soportado por las partes según lo que las mismas acuerden al respecto.

Más adelante, en su artículo 9o., la misma Ley 21.280 establece que las ganancias, utilidades o beneficios derivados de las transferencias sujetas a dicho impuesto quedan exceptuados de todo impuesto que recaiga sobre los mismos, excluyendo de tal beneficio a las sociedades y empresas aunque éstas últimas sean unipersonales.

Ello implica un verdadero incentivo impositivo para que los particulares puedan intervenir sin restricciones fiscales en la negociación de los valores

mobiliarios, permitiendo así una ampliación del mercado.

Ley 19.061: Desgravación por adquisición de acciones

Mediante esta ley promulgada en mayo de 1971 se instrumentó un régimen de desgravaciones en el entonces denominado impuesto a los réditos para aquellos contribuyentes del mismo que adquirieran valores mobiliarios de empresas nacionales que cumplan con determinadas condiciones y con intervención de mercados de valores del país.

En la exposición de motivos que acompañaba el proyecto de dicha ley se mencionaba el objetivo de tomar medidas especiales para reactivar el Mercado de Valores en un plazo relativamente breve, suficiente para modificar su situación y obtener el despegue con la expectativa de que un conjunto de incentivos iniciales le permitirá alcanzar condiciones de expansión autosostenida.

En este caso, es indudable el aporte realizado por el Estado para posibilitar la reactivación de los mercados bursátiles, mediante esta nueva forma creada

COLOMBIA

BONOS OBLIGATORIAMENTE CONVERTIBLES
EN ACCIONES

- a) *Nombre del Instrumento:* Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acciones.
- b) *Institución que capta el Ahorro:* Sociedades Anónimas.
- c) *Agentes Colocadores:* Las sociedades emisoras o corredores de Bolsa.
- d) *Costo de la Inversión para el Ahorrador:* En adquisición primaria de las sociedades, ninguno. De los corredores de Bolsa, el 2% en el mercado primario y del 1% en el mercado secundario, en cuyo caso el vendedor del Bono también paga un 1%.
- e) *Endoso:* Son nominativos por lo que el tenedor tendrá que estar siempre registrado en el libro de inscripciones de la sociedad emisora.
- f) *Garantía:* Sociedad emisora.
- g) *Denominación:* Varía de sociedad a sociedad y de tiempo en tiempo.
- b) *Monto de la Emisión:* Varía de sociedad a sociedad.
- i) *Rendimiento:* Varía de sociedad a sociedad y de tiempo en tiempo. Oscila entre el 27% y el 30%.
- j) *Plazos de Vencimiento:* Varía de sociedad a sociedad y de tiempo en tiempo.

k) Liquidez: Primaria no tiene y a su vencimiento obligatoriamente se convierte en acciones a un precio que fija cada sociedad al emitir el Bono.

Secundaria en las Bolsas de Valores.

l) Tratamiento Tributario:

Gravables, pero un porcentaje que fija anualmente el Gobierno no constituye renta ni ganancia ocasional. En 1985 es del 23%. Tienen retención del 6%.

m) Destino:

Sustitución de pasivos, capital de trabajo o ampliaciones de plantas realizadas mediante la sustitución de pasivos por capitalización de la sociedad.

n) Disposiciones legales que los autorizan:

Código de Comercio, Decretos números 1998/72, 3227/82 y 1914/83.

ñ) Otros beneficios:

La adquisición de estos Bonos puede ser financiada con cargo a recursos del Banco de la República, así:

— Bonos de entidades financieras, a 5 años de plazo, 2 de gracia y 18% anual de intereses (Resolución número 81/84).

— Bonos de otras empresas que sean sociedades anónimas abiertas, a 5 años de plazo, uno de gracia y 19.5% anual de interés (Resoluciones Junta Monetaria Nº 42/83 y 55/83).

ECUADOR

OBLIGACION

- a) *Nombre del Instrumento:* Obligación.
- b) *Institución que capta el Ahorro:* Compañías anónimas.
- c) *Agentes Colocadores:* Directamente, la entidad emisora.
- d) *Costo de la Inversión para el Ahorrador:* Colocación privada, no tiene costo.
- Mercado bursátil: Su negociación en las Bolsas de Valores causa una comisión del 1% sobre el monto de la operación.
- e) *Transferencia:* Pueden ser nominativas, al portador o nominativas con cupones al portador. Las primeras son transferibles mediante cesión, las segundas por la entrega del título. En las nominativas, sus cupones son transferibles por simple entrega.
- f) *Garantía:* Hipotecaria o prendaria.
- g) *Denominación:* Variable: 100 sucres o sus múltiplos.
- h) *Intereses:* Fijados por la compañía emisora, en cada emisión, de acuerdo con las condiciones del mercado. Actualmente general hasta el 23% anual.
- i) *Plazo de Vencimiento:* Son títulos de mediano y largo plazo.
- j) *Liquidez:* Vencido el plazo. Se amortizan por sorteo, según el plan aprobado por la

Superintendencia de Compañías. Tienen liquidez inmediata en las Bolsas de Valores, con descuento.

- k) *Embargabilidad:* Son embargables.
- l) *Tratamiento Tributario:* Sus rendimientos causan el Impuesto a la Renta único, no acumulable a renta global, del 8% de su monto total, sin rebajas ni deducciones.
- m) *Destino del Ahorro:* La inversión, la capitalización o la cobertura de un crédito existente en contra de la compañía emisora.
- n) *Disposición legal que lo autoriza:* Ley de Compañías, Art. 243.

PAPELES COMERCIALES

- a) *Nombre del Instrumento:* Papel Comercial.
- b) *Institución que capta el Ahorro:* Sociedades.
- c) *Agentes Colocadores:* Sociedad que capta el ahorro, pero puede convertirse la colocación primaria a través de comisionistas de Bolsa o mediante un convenio de "underwriting".
En el mercado secundario, corredores de Bolsa.
- d) *Costo de la Inversión para el Ahorrador:* Ninguno en adquisición primaria en la sociedad que capta el ahorro. En caso de adquisición a través de comisionistas de Bolsa puede cobrarse un 1.2% sobre el valor nominal. En el mercado secundario, 1.2% sobre el valor nominal en proporción a los días que falten para el vencimiento.
- e) *Endoso:* Depende de cada emisión.
- f) *Garantía:* De la sociedad que capta el ahorro.
- g) *Denominación:* Depende de cada emisión.
- h) *Monto de la Emisión:* Depende de cada caso.
- i) *Rendimiento:* Varía de sociedad a sociedad y de tiempo en tiempo. Generalmente se usa la venta primaria con descuento.

- j) *Plazo de Vencimiento:* Varía de sociedad a sociedad y de tiempo en tiempo. Generalmente son a corto plazo.
- k) *Liquidez:* Primaria no tienen. Secundaria en las Bolsas de Valores.
- l) *Tratamiento Tributario:* Gravables y sujetos a retención en la fuente del 6% sobre los rendimientos, porcentaje que fija anualmente el Gobierno en función del mercado de valores; no constituye renta ni ganancia ocasional.
- m) *Destino:* Depende de cada emisión, pero generalmente se utilizan los recursos en financiar el capital de trabajo de la sociedad emisora.
- n) *Disposiciones legales que los autorizan:* Ley 32/79. Decreto 1169/80. Resoluciones de la Comisión Nacional de Valores —Sala General— números 001/81 y 030/82.

BONOS DE GARANTIA GENERAL

- a) *Nombre del Instrumento:* Bonos de Garantía General.
- b) *Institución que capta el Ahorro:* Sociedades anónimas, incluidas financieras, del sector privado o mixtas.
- c) *Agentes Colocadores:* Sociedad que capta el ahorro. Puede convertirse un manejo de "underwriting". En colocación secundaria, Bolsas de Valores.
- d) *Costo de la Inversión para el Ahorrador:* Ninguno en la adquisición primaria a la sociedad que capta el ahorro. Si es a través de un corredor de Bolsa, el 1.2% sobre el valor nominal. En el mercado secundario, el 1.2% sobre el valor nominal.
- e) *Endoso:* Depende de cada emisión.
- f) *Garantía:* En principio, de la sociedad que capta el ahorro. En ciertos casos se exigen y en todo caso se pueden otorgar garantías de compañías aseguradoras o reales.
- g) *Denominación:* Varía de tiempo en tiempo y de sociedad a sociedad.
- h) *Monto de la Emisión:* Varía de sociedad a sociedad y de tiempo en tiempo. Por disposición legal, no puede ser superior al capital pagado y las reservas de cada sociedad.

- i) *Rendimiento:* Varía de sociedad a sociedad y de tiempo en tiempo. En algunos casos se reconocen sólo intereses y en otros una combinación de intereses y venta primaria con descuento.
- j) *Plazos de Vencimiento:* Varía de sociedad a sociedad y de tiempo en tiempo, pero por disposición legal no pueden emitirse a menos de un año ni a más de diez.
- k) *Liquidez:* En general no tienen liquidez primaria, pero algunos Bonos emitidos por Corporaciones Financieras la tienen en un Fondo de la Sustentación que maneja el Banco de la República.
- l) *Tratamiento Tributario:* Gravables. Una parte no constituye renta ni ganancia ocasional, que es fijada anualmente por el Gobierno. Para 1985 es del 23%.
- m) *Destino del Ahorro:* Desarrollo de la actividad propia de la sociedad emisora, pero en el prospecto de emisión puede restringirse.
- n) *Disposiciones legales que los autorizan:* Decretos 2369/60, 399/75, 2461 y 3277/80 para las Corporaciones Financieras. Para toda sociedad: Decretos 1998/72 y 1914/83. Para cada emisión se requiere previa y expresa autorización de la Comisión Nacional de Valores.

— Bonos de otras empresas que no sean sociedades anónimas abiertas, a 5 años de plazo, uno de gracia y 26% anual de interés (Resoluciones Junta Monetaria N° 42/83 y 55/85).

VENEZUELA

III. OBLIGACIONES

- a) *Nombre del Instrumento:* Obligaciones.
- b) *Institución que capta el Ahorro:* Sociedades Anónimas.
- c) *Agentes Colocadores:* Puede colocarse directamente por la propia entidad emisora, o a través de agentes colocadores.
- d) *Costo de la Inversión para el Ahorrador:* Colocación primaria: si es en forma privada, no tiene costo; si se realiza a través del procedimiento de Oferta Pública, el ente emisor corre con los gastos de comisiones de colocación.
- Mercado Secundario: la negociación en la Bolsa de Valores está sujeta a comisión de corretaje, variable, de acuerdo al monto de la operación, siendo la máxima del 6,30 por mil y la mínima del 4,90 por mil en operaciones cuyo monto sea mayor de Bs. 80.000,00 pero menor o igual a Bs. 100.000,00; al excedente sobre esta cifra se le aplica una comisión del 3,50 por mil. En el caso de que los bonos tengan vencimiento menor a un año, así como los comprados o vendidos por el Banco Central de Venezuela, se les aplicará una tarifa del tres (3) por mil.
- e) *Endoso:* Pueden emitirse títulos al portador o nominativos.

- f) *Garantía:* De la respectiva empresa. Pueden emitirse obligaciones quirografarias garantizadas por medio de hipotecas constituidas sobre bienes de la Sociedad situadas en Venezuela, o con garantía prendaria sobre títulos valores emitidos o garantizados por la Nación, o con la garantía de entidades de derecho público.
- g) *Denominación:* Variable.
- h) *Intereses:* Fijados de acuerdo a condiciones de mercado.
- i) *Amortización:* Establecida en cada emisión. Frecuentemente se amortiza la emisión a través de un mecanismo de sorteos calendarizados, o un esquema de redenciones parciales. En su conjunto, los sorteos o las redenciones deben igualar el monto total de la emisión. A veces ocurre que se establece la posibilidad de la prima por redención anticipada, esto es, por ejemplo, que el emisor conviene en pagar el 104% del valor de la emisión si la redime en su totalidad cinco años antes de su vencimiento. Los sorteos son supervisados por la Comisión Nacional de Valores.
- j) *Plazo de Vencimiento:* Variable. Plazo mínimo 2 años (son títulos de mediano y largo plazo).

- k) *Liquidez:* Si están inscritas en la Bolsa de Valores, inmediata, dependiendo de las condiciones del mercado.
- l) *Embargabilidad:* Son embargables.
- m) *Tratamiento Tributario:* Además de las exoneraciones indicadas en 4.1. Acciones, los intereses devengados por las obligaciones objeto de oferta pública, conforme a la Ley de Mercado de Capitales, emitidas por las Sociedades Anónimas domiciliadas en Venezuela y cuya actividad principal sea la industrial, agrícola, pecuaria, agroindustrial, forestal o de pesca, están exonerados totalmente del impuesto sobre la renta (Decreto N° 1.537, de fecha 27-4-76). También están exonerados del impuesto sobre la renta, hasta 1985, el 50% de los intereses que devengan los títulos valores correspondientes a emisiones de oferta pública inscritas en el Registro Nacional de Valores (artículo 8, decreto N° 900, de fecha 12-12-80).
- n) *Destino del Aborro:* Financiamiento de los gastos de operación y ampliación de las empresas.
- ñ) *Disposición Legal que lo autoriza:* Código de Comercio y Ley del Mercado de Capitales (Gaceta Oficial Ext. N° 1.774, de fecha 22-5-75).

ANEXO II

COMPOSICION DE LAS CARTERAS DE INVERSION DE LAS ENTIDADES DE PREVISION PRIVADA Y DEL TOTAL DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES EN BRASIL A FINES DE 1984.

(en porcentajes)

Activos	EPP	EPP	Inversores
	Cerradas	Abiertas	Institucionales
			TOTAL
Acciones y debentures.	41	35	49
Acciones.	33	21	—
Debentures.	08	14	—
Títulos Públicos.	46	42	41
Resto.	13	23	10
Total:	100	100	100

FUENTE: Bolsa de Comercio de Buenos Aires: "Fondos de pensión. Un moderno concepto de previsión social", Buenos Aires, 1987.

ANEXO III.

LOS 10 PAISES QUE RETROCEDIERON MAS EN EL MUNDO		
P.N.B. por cápita - Tasa de crecimiento real - Período 1973/ 83		
Pais	Tasa de crecimiento (porcentaje)	P.N.B. por habitante 1983 (en u\$s).
Nicaragua	- 5,0	280
Uganda	- 4,7	220
Gabón	- 4,7	3.430
Ghana	- 4,5	320
Jamaica	- 3,6	1.270
Zaire	- 3,0	170
Zambia	- 2,5	580
Madagascar	- 2,5	310
Bolivia	- 2,2	480
Argentina	- 1,8	2.510

Fuente: *Clarín* en base a datos del Banco Mundial, Atlas 1986, sobre 184 países y territorios. Excluye URSS y países del área.

ANEXO IV

Crecimiento, Inversión neta y relación
Capital producto de 24 países en desarrollo

Países	Variación porcentual anual media del PBI per cápita	Inversión neta (porcentaje del PBI)	Relación capital- producto
Países de bajo crecimiento.			
Ghana	-1,7	6,4	12,1
Somalia	-1,0	12,6	0,6
Zambia	-0,5	13,6	7,7
Jamaica	0,3	16,7	13,0
Chile	0,6	11,7	7,4
Perú	0,7	9,0	4,7
Mali	1,0	11,0	4,0
Argentina	1,3	14,0	7,0
Bolivia	1,3	0,0	4,0
Uruguay	1,7	6,0	5,3
Promedio del grupo.	0,4	10,8	7,8
Países de alto crecimiento.			
Filipinas	2,5	16,0	4,3
Malawi	2,6	17,3	4,3
Colombia	2,7	13,6	3,7
Turquía	3,1	13,8	3,6
Republica Do- minicana	3,3	12,7	3,1
México	3,4	15,7	3,3
Malasia	4,3	16,4	3,3
Brasil	4,4	17,3	3,7
Tailandia	4,5	17,4	3,3
Grecia	4,6	10,2	4,5
Hong Kong	6,1	26,6	3,7
Corea	6,4	17,0	-2,7
Botswana	7,3	20,6	3,2
Singapur	7,4	23,0	3,3
Promedio del grupo.	4,5	10,4	3,6

Fuente: Informe sobre el Desarrollo Mundial
1986.

ANEJO V.

Inversión y productividad de la inversión

(Promedio móvil de cinco años)

	Inversión/FBI (%)		Productividad	
	Bruta	Neta	s/bruta	s/meta
1970	19,64	9,90	0,139	0,276
1971	20,50	10,81	0,163	0,310
1972	21,22	11,52	0,151	0,279
1973	21,22	11,50	0,143	0,264
1974	20,76	11,00	0,119	0,225
1975	20,41	10,68	0,141	0,270
1976	20,23	10,42	0,101	0,196
1977	20,64	10,91	0,142	0,269
1978	21,16	11,30	0,074	0,139
1979	21,70	11,86	0,082	0,149
1980	22,23	12,41	0,090	0,161
1981	21,90	11,96	0,039	0,071
1982	20,25	10,07	-0,073	-0,146
1983	18,83	8,79	-0,010	-0,021
1984	16,96	6,83	-0,111	-0,350

Fuente: BRODA y DE PABLO, 1985.

ANEXO VI.

2 EVOLUCION DE LA INVERSION NETA (en % del P.B.I.)			
Año	Inversión Bruta Int. Fijo (*)	Amortizaciones	Inversión Neta
1970	21,2	10,2	11,0
1971	22,0	10,4	11,7
1972	21,7	10,7	11,0
1973	19,5	11,0	8,6
1974	19,3	11,0	8,4
1975	19,4	11,6	7,8
1976	21,5	12,2	9,3
1977	24,1	12,0	12,1
1978	21,9	13,2	8,7
1979	21,6	12,9	8,6
1980	22,1	13,3	8,8
1981	19,5	14,7	4,8
1982	15,5	15,8	-0,4
1983	14,7	15,4	-0,6
1984	13,1	14,9	-1,8
1985 (*)	12,6	14,6	-2,0

Fuente: En base a datos de O. Ferreres (La Nación 7.1.85)
(*) Estimado.

**ENTRADA Y SALIDA DE
LOS MERCADOS EMERGENTES**
(Al 31 de diciembre de 1985)

Entrada Libre		Repatriación de: Ganancias	Capital
Malasia		Libre	Libre
Portugal		Algunas restricciones	Libre
Kenya		Restringida	Algunas restricciones
Filipinas		Algunas restricciones	Luego de 3 meses
Entrada relativamente libre		Repatriación de: Ganancias	Capital
Tailandia		Algunas restricciones	Algunas restricciones
Chile		Algunas restricciones	Luego de 3 años
Argentina		Restringida	Luego de 3 años
Colombia		Algunas restricciones	Libre
Restringida a Fondos Comunes Especiales		Repatriación a través de: Ganancias	Capital
Brasil*		Libre	Luego de 3 meses
Corea*		Libre	Unicamente al liquidarse el Fondo
México		Algunas restricciones	Algunas restricciones
Con restricciones según la nacionalidad del inversionista		Repatriación de Ganancias	Capital
India*	Unicamente indios no residentes	Libre	33 por ciento, por año, pero recién después de 1 año
Jordania*	Unicamente ciudadanos de los Estados Unidos	Libre	Luego de 2 años
Pakistán	Unicamente Pakistaníes no residentes	Luego de 1 año	Luego de 1 año
Con restricción accionaria		Repatriación de: Ganancias	Capital
Zimbabwe*	Unicamente acciones no admitidas a la cotización en Bolsas extranjeras	Restringida	Luego de 2 años, pero existen otras restricciones
Venezuela	Unicamente acciones en manos de no residentes o acciones producto de nuevas emisiones o incrementos de capital	Libre	Libre
Cerrados		Repatriación de: Ganancias	Beneficios eventuales
Nigeria*		Acceso no contemplado en las leyes actuales	
Indonesia*		Acceso no contemplado en las leyes actuales	

Clave:
Ganancias = dividendos, intereses, y utilidades realizadas resultantes de la compra-venta.

Algunas restricciones = En la mayoría de los casos, se requiere un registro o permiso del Banco Central, Ministerio de Hacienda o de una Oficina de Control de Cambios.

Libre = La repatriación se efectúa en forma rutinaria.

*Nota:
Se cree que los gobiernos de estos países están seriamente considerando facilitar el acceso a los mercados de títulos y la inversión a través de Fondos.

ANEXO VII b.

Cuadro 1.
NUEVAS EMISIONES DE ACCIONES Y OBLIGACIONES
COLOCADAS POR OFERTA PUBLICA
Año 1985 (En millones de US\$) (*)

País	Acciones Ordinarias de Sociedades Nacionales	Obligaciones de Sociedades Nacionales
Alemania	1.531,30	106.103,69
Argentina	25,10	--
Australia	3.759,01	125,78
Austria	58,23	5.645,37
Bélgica	520,19	10,13
Brasil	347,15	68,07
Canadá	3.415,38	7.152,05
Dinamarca	495,37	--
España - Barcelona	1.569,96	5.704,70
Madrid	1.594,46	5.873,32
Estados Unidos	24.700,00	97.500,00
Finlandia	286,84	852,50
Francia	9.046,02	41.795,53
Holanda	662,19	3.317,93
Israel	40,50	137,10
Italia	1.170,54	--
Japón	2.522,39	30.074,30
Korea	39,38	3.793,49
Luxemburgo	25,14	289,91
Malasia	--	--
México	19,92	685,67
Noruega	395,65	--
Nueva Zelanda	395,78	2.460,19
Reino Unido	2.299,54	12.480,14
Singapur	237,52	--
Sudáfrica	1.307,55	245,62
Suecia	258,16	--
Suiza	1.110,14	5.396,39

(*) Conversión al cambio del día 31/12/85.
Fuente: Fédération Internationale des Bourses de Valeurs. Rapport 1985.

ANEXO VIII.

CREDITO SOBRE EL P.B.I.		
	Crédito P. B. I. (1984)	Tasa de crec. P. B. I. 80/84 en %
Kuwait	78,4	(3,1)
EE.UU.	65,7	2,1
Noruega	41,4	2,6
Suecia	41,1	1,6
Canadá	45,8	1,5
Dinamarca	44,4	1,5
Australia	31,3	2,7
Alemania	65,4	1,0
Francia	44,3	1,1
Japón	96,5	3,9
Países Bajos	57,2	0,3
Reino Unido	34,2	0,6
Bélgica	26,3	0,9
Libia	17,9	1,0
N. Zelandia	22,3	3,1
Italia	38,1	1,1
Israel	73,3	2,0
España	61,6	1,5
Grecia	37,7	0,8
Venezuela	30,9	(1,7)
Sudáfrica	38,3	2,4
México	12,6	2,7
Portugal	25,2	3,2
Argentina	9,5	(1,0)
Corea	50,8	5,3
Brasil	17,9	1,5
Chile	61,3	0,6
Jordanía	10,1	7,6
Jamaica	26,6	(0,2)
Colombia	16,2	2,3
Ecuador	25,7	2,2
Guatemala	18,9	(0,5)
Costa Rica	18,4	0,2
Islas Británicas	21,0	2,0
Honduras	22,5	0,9
India	26,3	5,8

B I B L I O G R A F I A

- BANCO CENTRAL DE VENEZUELA, Fórmulas e instrumentos para lograr una mayor captación del ahorro interno, Boletín del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Vol.XXXI, No.6, Nov.-Dic. 1985.

- BASAGAÑA, E., GONZALEZ DOSIL, R., y BRUNO, N., Administración Financiera, Parte II, Ed. Macchi, Buenos Aires, 1982.

- BAUMOL, William J., The stock market and economic efficiency, Fordham University Press, Nueva York, 1965.

- BENSTON, George y SMITH, Clifford, A transactions cost approach to the theory of financial intermediation, Journal of Finance 31, Mayo, 1976.

- BOLSA DE BARCELONA, La Bolsa en España:

evolución y perspectivas, Barcelona, 1983.

- BOLSAS DE BARCELONA Y VALENCIA, Un marco para la formación de capital de riesgo, España, 1985.

- CEPAL, La intermediación financiera en América Latina, Boletín Económico de América Latina, Vol. 16, Art. 2, 2o. Semestre de 1971.

- CAVALLO, Domingo, Volver a crecer, Ed. Sudamericana - Planeta, Buenos Aires, 1984.

- CLARIN, Suplemento Económico, Buenos Aires, 08/03/87.

- COLACO, FRANCIS X., Los flujos internacionales de capital y el desarrollo económico, Finanzas y Desarrollo, FMI-Banco Mundial, Set. 1985.

- CHAPMAN, William y VERCHIK, Ana, El mercado de valores, Ed. Macchi, Buenos Aires, 1984.

- DI TELLA, Guido, La estrategia del desarrollo indirecto veinte años después, Desarrollo Económico,

No.101, Vol.26, Abr.-Jun.1986.

- DOUGALL, Herbert y GAUMNITZ, Jack, Capital Markets and institutions, 4th. ed., Prentice Hall - Englewood Cliffs, N.J. 1980, EE.UU..

- DRUCKER, Peter, The unseen revoution: how pension fund socialism come to America, Harper & Row, New York 1976.

- ENCICLOPEDIA JURIDICA OMEBA

- FERRER, Aldo, Nacionalismo y orden constitucional Editorial Fondo de Cultura Económica, México 1981.

- FRIEND, Irwin; HOFFMAN, G. y WINN, W. The over-the-counter securities market Ed Mc Graw-Hill. New York 1958.

- GITMAN, Lawrence, Fundamentos de administración financiera Ed. HARLA México 1978.

- GURLEY, John, The savings investment process

and the market for locnable funds en Money and economic activity. Houghttton Mifflin, Boston 1967.

- HARPER, Victor Handbock of instrument products and services, Ed. New York Institute of Finance, New York 1986.

- HICKS, John, Capital and growth clarendon Press Oxford 1965.

- HERRIGAN, James, The determination of long-term credit standing, with financial ratios en Journal of accounting research (1966).

- JOHNSON, Robert Administración financiera Ed. CECSA, México 1978.

- KATZ, Jorge, Reflexiones en torno al problema de la reindustrialización e inserción internacional de la República Argentina en Revista Techint Nro. 238

- KRAINER, Robert A reexamintion of the theory of monopsonistic discrimination in the capital market en Journal of business 47, Jul 1974.

- LORIE, J. y HAMILTON N. The stock market, theories and evidence Hoserwood, New York 1978.

- LLOYD, Bruce A eficiencia das instituciones e mercados financieros en Mercado de capitales e desenvolvimento económico, IMBEC, Rio de Janeiro 1976.

- MESSUTI, Domingo, Emisión de valores y derecho de receso en Administración de empresas T. III, Ed Contabilidad Moderna.

- MORRISON, Ann, The venture capitalist who tries to win them all en Fortune, ene 28-1980.

- PATRICK, Hugh T., Financial development and economic growth in underdeveloped countries en Economic Developement and Cultural Change, enero de 1966.

- PREBISCH, Raúl. Capitalismo periférico y transformación. Fondo de Cultura Económica, México 1981.

- SOLANET, Manuel y otros Evaluación económica y financiera de proyectos de inversión Ed. El Ateneo, Buenos Aires 1984.

- STOLL, Hans y CURLEY, Anthony Small business and the new issues market for equities en Journal of financial and quantitative analysis 5, set 1970/

- SUPERINTENDENCIA DE ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES, Boletín Estadístico Mensual Nro. 59, Santiago de Chile, agosto de 1986.

- WESTON, J. y BRIGHAM, E. Manual de administración financiera Editorial Interamericana, España 1985.

- YOMHA, Carlos Obligaciones convertibles en acciones Editorial Depalma, Buenos Aires 1983.