

Mercado de capitales: medidas necesarias para su modernización



Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la CABA

consejo

Profesional de Ciencias
Económicas de la Ciudad
Autónoma de Buenos Aires

Fuente: Revista Consejo – N° 08 – Julio 2009 – ISSN 1851-6610



En los países emergentes, una asignatura pendiente es el desarrollo del mercado de capitales. En esta nota nos referiremos solamente a los aspectos mínimos de este concepto. Concretamente, a las plazas bursátiles y su evolución en los últimos años, haciendo principal referencia a la de la República Argentina. Precisamente en esta plaza es donde pueden advertirse grandes limitaciones. Si bien se trata de un país que luego de una catástrofe financiera a principios de siglo tuvo una fuerte recuperación económica, su Bolsa se ha quedado llamativamente rezagada frente a la evolución de otras bolsas de países de la región. En efecto, actualmente, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires negocia menos volúmenes que su similar chilena y ni qué hablar de la brasileña. Pero, asimismo, se encuentra en una escala inferior a la de países como Perú o Colombia.

El comportamiento de la Bolsa en países como la Argentina no es un tema menor, habida cuenta de la necesidad de contar con distintas fuentes de financiamiento para afrontar, no sólo el desarrollo necesario, sino también para conseguir capitales que le permitan disponer de fondos para cumplir con los compromisos financieros, tanto públicos como privados. Y en la Argentina, dado el inmediato antecedente del default, debiera ser un tema diario de análisis. No obstante, en términos históricos, y al menos hasta antes de la crisis financiera de 2008, el comportamiento bursátil no fue muy tenido en cuenta por los analistas ni por los gobiernos de turno, asociando su evolución a comportamientos fortuitos o propios de la globalización antes que a virtudes o defectos de las políticas implementadas. Creemos que es una combinación de ambas variables.

El escaso éxito del desarrollo de los mercados de capitales en países emergentes, y especialmente en la Argentina, merece a nuestro juicio dos decisiones técnico-políticas inmediatas:

- Una revisión del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública y sus normas reglamentarias por parte de las bolsas.
- Una revisión de las Normas de las Comisiones Nacionales de Valores sobre Oferta Pública.

Un largo recorrido

En los últimos años, las operaciones bursátiles se han tecnificado. Los más veteranos operadores de Bolsa aún recuerdan los viejos recintos donde se realizaban las transacciones, anotadas puntillosamente en enormes pizarrones. Los agentes de Bolsa eran llamados a gritos por los inversores que querían operar.

La tecnología modificó las cosas y los nuevos recintos dieron lugar a otro tipo de operaciones, básicamente a través de computadoras. Es el tiempo de las Sociedades de Bolsa, reemplazantes de agentes unipersonales, y de la llegada de los bancos a la gran operatoria, en plena globalización. Hoy la amplia mayoría de las operaciones son realizadas mediante la computación y cualquier inversor, de la Argentina o del mundo, a través de Internet tiene on line un panorama de negocios efectuados, de las ofertas de compra y de venta, y de las noticias relevantes minuto a minuto.

Pero las preguntas clave son saber si este progreso, liderado por los bancos, en los países emergentes resultó beneficioso, si hay más transparencia en las operaciones y

si se defiende más al accionista minoritario. La respuesta es controversial, fundamentalmente en la actualidad, cuando la Bolsa Argentina, por ejemplo, se encuentra totalmente desinvertida de fondos internacionales que vinieron y se fueron.

“La colocación” de las empresas privatizadas

Especialmente en la Argentina, pero también en otros países de la región, la década de los 90 estuvo caracterizada en gran medida por las privatizaciones de empresas públicas. Muchas de ellas, con sus nuevos dueños, llegaron a las bolsas. Se convirtieron de un día para el otro en las empresas con mayor capitalización bursátil, y gran parte de esos capitales mayoritarios era internacional.

En general había un hecho novedoso en estas colocaciones, lo que molestó sobremanera a los inversores más avezados. En efecto, los eventuales compradores de estas acciones sólo podían apostar a una ganancia de capital a través de una suba bursátil o a un dividendo en efectivo en el mejor de los casos. Estas acciones, puestas a la venta fundamentalmente a través de grandes licitaciones por parte de los bancos, no tenían valor político. Es decir que, independientemente de las tenencias de cada inversor, nunca podía afectarse la participación mayoritaria del grupo de control. Los grandes compradores de este tipo de acciones fueron las AFJP (jubilación privada, mediante capitalización de aportes), y esa es una crítica insoslayable al modo de operar de alguna de estas instituciones.

La aparición de los “técnicos”

Todo este panorama tan especial que se vivió en los mercados accionarios en los últimos años tenía que tener su “pata científica”. Consecuentemente, aparecieron los “analistas técnicos”. Los bancos, de parabienes. ¿Qué hacen los analistas técnicos? Evalúan la tendencia de los mercados por medio de la observación de gráficos y proyectan la evolución de las plazas bursátiles. Los gerentes de los bancos descubrieron que, al suscribir los reportes de estos “técnicos”, dejaban de tomar decisiones bajo su responsabilidad. Total, si erraban no era un problema: “se habían equivocado los técnicos” y había cambiado la tendencia. Y todos operaban de la misma forma.

Pero este tipo de estudios sólo es válido en situaciones estables y con larga historia, y en los que no suelen producirse cambios estructurales, que en cambio sí son frecuentes en la Argentina y en los países emergentes.

En realidad, el auge de los llamados “técnicos” tiene alguna relevancia (aunque discutible) en los grandes mercados como Wall Street o las bolsas europeas. En países emergentes, concretamente en la Argentina, que puede tener jornadas de negocios de apenas 10 millones de dólares o menos, la evolución de los mercados guarda relación con las órdenes de compra o de venta de algún gran operador o de algún banco importante del exterior. Y, si bien a menudo los “técnicos” salen airoso, ya que muchos operan siguiendo sus consejos y de ese modo se cumple la “autopredicción”, en muchos períodos tuvieron grandes reveses, especialmente cuando se detectan entradas o salidas de capitales desde y hacia el exterior de los países que superan con creces los negocios habituales.

Lo científico, en todo caso, es considerar como herramienta de análisis a la econometría, que requiere para su perfeccionamiento un estudio importante que demora años. Estos seudotécnicos a los que nos referimos, a menudo, "se reciben y luego enseñan" en cursos que, como mucho, pueden llegar al mes.

El tema de los "técnicos" no es menor, ya que demuestra el grado de subdesarrollo de los mercados de capitales en los países emergentes.

Los índices bursátiles

En los ámbitos bursátiles y financieros se juzga la evolución diaria, mensual o anual de los indicadores a través de índices. En el caso de la Argentina se denomina Merval, así como en Estados Unidos es famoso el índice Dow Jones. En los países emergentes, especialmente en el caso argentino que nos preocupa, los índices bursátiles se fueron concentrando y terminaron siendo copados por las acciones de empresas privatizadas y bancos, perdiendo identidad muchas firmas locales de amplia tradición y con raíces nacionales.

Lo grave es que hay muchos Fondos de Inversión internacionales e incluso locales, por lo general pertenecientes a grandes bancos que no conocen en profundidad la operatoria de cada país, que a veces invierten siguiendo la ponderación del índice representativo. El famoso trading que realizan muchos operadores (compran y venden en el mismo día las acciones de mayor movimiento) alienta la concentración de acciones en los índices representativos. Es que las empresas que componen dicho índice, para seguir perteneciendo al mismo, deben cumplir un requisito matemático que tiene que ver con el número de operaciones realizadas y el volumen negociado en el último semestre (trimestre a trimestre cambia la ponderación y la integración del apuntado índice). Lo cierto es que actualmente los índices representativos de varios mercados emergentes no tienen una integración democrática ni favorecen a las empresas nacionales.

Medidas de estímulo

Seguidamente se esbozan algunas propuestas para un mercado de capitales más dinámico y que sirva al objetivo de financiar el desarrollo en los países emergentes:

1. Desaparición de índices bursátiles que tiendan a concentrar los mercados emergentes con empresas sin el consiguiente voto político.

Como ya se apuntó, por imposición de sus reglamentos, hay fondos institucionales que, como única posibilidad de adquirir acciones, deben reflejar la ponderación del índice principal de un mercado en la composición de sus carteras. Por lo tanto, se promueve que pocas especies de los mercados emergentes pesen cada vez más en los negocios, y por lo tanto se realimenta la suba de dicha ponderación. Las bolsas y los mercados de valores debieran modificar sus reglamentos para que los índices actuales, así como están diseñados, desaparezcan.

2. Aparición de índices representativos de todas las empresas cotizantes.

Esto ampliaría significativamente los negocios bursátiles y desconcentraría la operatoria. Debe tratarse de un panel con ponderaciones variables, actualizado por trimestre en función de los negocios operados por cada especie.

3. Cotización obligatoria por año de por lo menos el 10% del capital social de cada empresa que participa de la oferta pública.

De lo contrario, el inversor minoritario puede llegar a solicitar derecho de receso para su tenencia.

4. Aumentar el floating accionario mínimo.

Esto obligaría a abrir un poco más el capital de algunas empresas que cotizan en diferentes bolsas, pero que prácticamente son cerradas.

5. Calificación obligatoria para las cotizantes.

A efectos de que los fondos locales e internacionales puedan comprar (si hace falta en algunas bolsas dos calificaciones, que sean dos). De este modo se asegura que dichas entidades puedan ampliar sus carteras con empresas rentables que por alguna razón no se deciden a ser calificadas. En este aspecto, puede tener un rol destacado la ANSES si se pretende ahorrarles a las empresas el costo de la calificación. Las experiencias de la crisis financiera global indican que las calificadoras no aseguran de por sí un mejor resultado. La ANSES, en su evaluación, puede tener en cuenta la Encuesta de Grandes Empresas que realiza el INDEC, ya que este operativo se efectúa exclusivamente con profesionales en Ciencias Económicas.

6. Si una empresa bursátil solicita derecho de receso (retiro de bolsa), tiene que tener en asamblea la aprobación de por lo menos el 2/3 De las acciones de la minoría.

Esto asegura que al tenedor minoritario se le pague un valor justo por sus tenencias, y no como ha sucedido en otras oportunidades.

7. Diferenciar claramente (mediante llamadas, como mínimo) a las empresas que tengan una capitalización bursátil real o aparente.

La capitalización real es asimilable a las firmas cuya acción sea igual a un voto en la Asamblea de Accionistas. Cabe señalar que, luego de la avalancha de privatizaciones, en muchos países emergentes no se cumple con este concepto. La mayoría accionaria no depende del número de acciones, sino del tipo de acciones, que generalmente no cotiza. Muchos pequeños inversores no lo saben.

8. Que las nuevas empresas que coticen en los mercados emergentes cumplan con este requisito. Una acción es igual a un voto.

Creemos firmemente que el mercado de capitales es un instrumento idóneo en el financiamiento para el desarrollo. Pero para ello necesita transparencia, seguridad jurídica, respeto incondicional para el accionista minoritario y reglas de juego claras. Hoy no están dadas esas condiciones.

