

INSTITUTO DE ECONOMIA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y DE ADMINISTRACION
UNIVERSIDAD DE LA REPUBLICA

El financiamiento directo a través de la Bolsa de Valores

DOCUMENTO Nº 2

Montevideo, julio de 1987.-

Introducción

El presente documento pretende determinar la importancia del financiamiento directo -vía emisión de títulos-valores de las empresas del sector privado constituidas como sociedades anónimas. Para ello, luego de una breve referencia a las funciones y potencialidad del mercado de valores privados, se caracteriza la situación de dicho mercado signada por la casi inexistencia de nuevas suscripciones durante los últimos años y por el continuo descenso del nivel de actividad evidenciado en el mercado secundario. En el entendido de que el volumen transado en el mercado secundario es un indicador indirecto de la actividad en el mercado primario, se efectúa una sucinta reseña de la actividad bursátil en el período 1932-1986; en seguida se formulan algunas conjeturas relativas a los posibles factores explicativos del magro desarrollo de esta fuente de financiamiento.

Funciones del mercado accionario.

El mercado de valores privados se centraliza en nuestro país en la Bolsa de Valores, donde se reconoce el funcionamiento de un mercado primario y un mercado secundario de acciones y obligaciones. (1)

(1) A efectos de aclarar conceptos, corresponde decir que si bien la Bolsa de Valores es esencialmente un mercado secundario, en nuestro medio, dada la falta de organismos especializados, ha cubierto la función primaria.

A través de la colocación de acciones y obligaciones, las empresas pueden obtener financiación alternativa a la disponible a través del sistema bancario, con la ventaja de que las condiciones financieras son fijadas por la empresa y no por el prestamista como sucede en el caso del financiamiento bancario. Por su parte, el poseedor de la acción tiene un derecho de propiedad adquirido, que en teoría le habilita a obtener un dividendo así como a intervenir en la gestión de la empresa. La posesión de la acción a su vez, confiere a su tenedor un alto grado de liquidez. La liquidez de esos papeles está garantizada por la existencia del mercado secundario, donde se transan los valores ya emitidos.

El funcionamiento de los mercados primario y secundario está íntimamente ligado. La existencia del mercado secundario posibilita la obtención de liquidez a través de la venta de las acciones antes adquiridas en el mercado primario; así, el funcionamiento del mercado secundario posibilita la existencia del mercado primario y es de prever que cuanto mayor desarrollo presente el mercado secundario, más facilidades ofrecerá para la negociación de los papeles ya emitidos y por lo tanto, estos presentarán un mayor atractivo. Por otra parte, el nivel de actividad del mercado primario se transmite al mercado secundario de modo que si se verifica un volumen creciente en la emisión de acciones, es de esperar que los montos accionarios transados en Bolsa, evolucionen en el mismo sentido.

La evolución reciente del financiamiento directo.

La característica central del mercado accionario uruguayo es su escaso desarrollo, no difiriendo en este sentido de lo sucedido en la mayor parte de los países latinoamericanos donde son excepciones parciales Brasil, México y Argentina.

Al respecto la trayectoria de la América Latina en materia de financiamiento directo para el desarrollo se presenta francamente diferente a la seguida por Europa y América del Norte en la segunda mitad del siglo XIX, cuando se observó un notable dinamismo en la venta de títulos mobiliarios a un gran número de inversionistas y la canalización del ahorro en papeles era muy superior respecto a la que se dirigía a las instituciones financieras (2).

Sobre el volumen del financiamiento directo vía suscripción de acciones a través de la Bolsa, no se pudo disponer de información cuantitativa. Pero las referencias obtenidas a través de los corredores de bolsa indican que el mismo carece de significación alguna.

Son prueba elocuente del escaso movimiento del mercado bursátil primario, en primer lugar: el hecho de que en los antecedentes de los últimos 15 años de las dos empresas más dinámicas en la Bolsa, (Frigorífico Modelo y Funsá) no figura suscripción alguna de acciones. En segundo lugar, se observa un desinterés notorio de las empresas por cotizar en Bolsa: mientras que en 1963 su número se elevaba a 48 en 1985 sólo alcanzaba a 42.

Por otra parte, si bien ha ido en descenso el número de empresas inscriptas en Bolsa, dentro de ellas sólo hay un conjunto limitado que mantiene una actividad de cierta importancia.

En efecto, del conjunto de 42 empresas inscriptas hoy, sólo unas 25 han realizado operaciones en los últimos dos años, mientras que entre las restantes hay algunas que no cotizan sus valores desde los años sesenta.

(2) Véase R. Goldsmith La movilización de recursos nacionales para el desarrollo económico por conducto del sistema financiero, BID, 1971.

En el carácter "cerrado" de las empresas locales debe buscarse el principal motivo de su falta de interés por la obtención de financiamiento directo a través del mercado bursátil. En este sentido, el comportamiento del empresariado nacional es coincidente con la realidad que al respecto presentan otros países latinoamericanos donde en términos generales se ha optado por no diversificar la propiedad del capital, cerrando la posibilidad de ingreso a nuevos accionistas. Las fuentes alternativas de financiamiento han sido en cambio las de carácter interno a través de la capitalización de utilidades o las externas no bursátiles, básicamente el crédito bancario (3).

Cabe acotar al respecto que no resulta de recibo la hipótesis formulada en algunos trabajos en el sentido de que el motivo principal de la falta de dinamismo en el mercado de acciones primario ha sido el deseo de los accionistas de mantener el control de la dirección de sus empresas. Esta afirmación resulta desvirtuada pues la normativa vigente señala que en toda nueva suscripción los accionistas tienen frente a los nuevos suscriptores, el derecho a mantener su participación en el capital total. De esta forma los socios en mayoría tienen asegurada la posibilidad de seguir siendo tales y por tanto de continuar en pleno control de la empresa.

Dada la escasa información disponible, la afirmación de que la casi total prescindencia que hacen las empresas

(3) Dos estudios monográficos que abarcan el período 1966-67 a 1974 señalan que la importancia relativa de los aportes de capital como fuente de financiamiento se ubica entre un mínimo del 8% y un máximo del 12%.

Véase al respecto: I. Aguirre et. al., Análisis financiero de empresas industriales en el marco de la política de estabilización, Universidad de la República, Montevideo, 1972 y S. Garat et. al., Fuentes y usos de fondos de la industria en el Uruguay, 1971-1974, Universidad de la República, Montevideo, 1978.

del financiamiento directo bursátil obedece al carácter "cerrado" de las empresas, sólo sería verificable para los últimos 15 años. Esta conjetura podría sin embargo extenderse a un período de tiempo más prolongado si hacemos nuestras algunas afirmaciones como las de J. Millot y L. Silva (4) que señalan que en el desarrollo manufacturero ocurrido a partir de 1929 "la transferencia de capital hacia la industria..., no se efectuó mediante mecanismos financieros institucionalizados (sistema bancario y Bolsa de Comercio) sino fundamentalmente en base a contactos personales, en los cuales las relaciones familiares deben haber desempeñado un papel importante". Por su parte R. Jacob (5) atribuye a la reinversión de utilidades el surgimiento de un número importante de sociedades anónimas fundadas entre 1930 y 1939.

No obstante estas opiniones que avalan la idea de que la industrialización sustitutiva se apoyó en sus orígenes en sociedades de capital "cerradas", no existen investigaciones fundadas al respecto y en cambio la evolución del movimiento bursátil permite al menos relativizar tales afirmaciones. Como veremos en el apartado siguiente, a lo largo de la historia la actividad bursátil de los últimos 56 años, se destaca nítidamente por su tendencia creciente, la actividad bursátil en el mercado secundario durante el período transcurrido entre 1938 y 1946. A partir de la misma podría inferirse o bien la existencia de un importante movimiento especulativo sin contrapartida en el mercado primario y cuya manifestación principal sería una alza importante de las cotizaciones, o bien la existencia de una cierta dinámica en el mercado primario transmitida luego al mercado secundario.

A pesar de algunas afirmaciones en contrario (6) la evolución de las

(4) Véase J. Millot y J. Silva, El desarrollo industrial del Uruguay; de la crisis de 1929 a la posguerra, Instituto de Economía, Universidad de la República, 1973.

(5) Véase R. Jacob, Breve historia de la industria en Uruguay; F.C.U, Montevideo, 1981.

(6) Véase P. Marexiano, La Bolsa de Valores de Montevideo y el mercado de capitales, Seminario Mercado de Capitales en el Uruguay Tomo II, BCU, Montevideo, 1943.

cotizaciones accionarias (7) del período no confirman la hipótesis de un movimiento especulativo importante, ya que dichas cotizaciones si bien exhiben un crecimiento a partir de 1940, el mismo presenta un carácter más bien moderado, y por otra parte, se prolonga hasta 1950 cuando los volúmenes transados en Bolsa llevaban ya varios años de continuo descenso.

La segunda alternativa planteada, daría cuenta en cambio, del surgimiento de un conjunto de sociedades anónimas que para conformar su capital societario debieron recurrir al financiamiento bursátil directo transmitiendo tal dinamismo al mercado secundario. En ese sentido las condiciones económicas generales del período fueron francamente excepcionales como resultado del conflicto bélico mundial y de la reanimación del ingreso de capitales de riesgo norteamericanos, propiciando ambos un desarrollo vertiginoso del sector manufacturero.

Los elementos mencionados - dinamismo bursátil y productivo y limitada especulación - indicarían que algunas de las sociedades anónimas surgidas en el período lo hicieron como sociedades "abiertas" evolucionando posteriormente hacia sociedades de tipo "cerrado".

* Breve reseña histórica de la actividad bursátil.

La actividad bursátil en el mercado secundario constituye un indicador indirecto del nivel de actividad en el mercado primario por lo que consideramos de interés realizar una breve caracterización de la misma. Su rasgo central en materia de papeles privados ha sido el escaso dinamismo lo que se comprueba al analizar los montos absolutos operados, así como relativos a los papeles públicos comercializados en Bolsa.

El monto total operado en Bolsa, incluyendo papeles privados y públicos, muestra a partir de la crisis de 1930, tres períodos bien diferenciados. (Cuadro Nº 1).

(7) Véase Cámara Nacional de Comercio, Análisis preliminar de algunas variables económicas vinculadas los niveles de cotización de acciones en la Bolsa, en el período 1930-1980, Cámara Nacional de Comercio, Montevideo, 1981.

(8) Véase R. Jacob, op. cit. y Cámara Nacional de Comercio, Historia del Comercio Exterior del Uruguay en Contribución a la Historia Económica del Uruguay, Academia Nacional de Economía, Montevideo, 1984.

El primero se extiende entre 1932 y 1946, de sostenida expansión, el segundo, que va hasta 1968, de franco deterioro y el último, que se inicia en la década de los setenta, cuando se observa una importante recuperación.

Una vez superada la crisis de 1930 que resintió el movimiento bursátil se inicia un período de crecimiento continuo de los montos operados en Bolsa, el que adquiere especial relevancia al comenzar la década de los cuarenta. Así, la época de oro de la Bolsa, fue el lapso transcurrido entre 1941 y 1946, año este último en el que se obtiene el mayor valor operado en la historia del país (45.000 miles de N\$ de 1968) equivalente a 4.5 veces el monto transado en 1932).

En esta primera etapa (1932-1946) es el comportamiento de los valores privados (acciones y obligaciones) (9) el que imprime la dinámica a la actividad bursátil (Cuadro Nº 2). Los papeles privados amplían sostenidamente su participación en el total llegando a representar un 53% en 1946. Es también en este año cuando la Bolsa opera en papeles privados el volumen máximo de la historia del país: 23.788 miles de N\$ de 1968, y 51 veces más que en 1932).

La etapa que se inicia en 1947 señala el deterioro de los volúmenes operados hasta un nivel crítico en el año 1968, (755 miles de N\$ de 1968) apenas el 17% del registrado en 1946. Los papeles privados siguen la misma trayectoria que el total, pero en una primera etapa con reducciones más aceleradas que aquél, lo que se deduce de la evolución descendente de su participación en el total. En cambio, a partir de 1962 y hasta 1968, la crisis comprende también a los papeles públicos que descienden más rápidamente que los privados.

(9) Las obligaciones constituyen una mínima porción en el total de papeles privados que nunca superó el 8% del total.

En esta etapa, en que el país registra altísimas tasas inflacionarias (que alcanzan el 125,3% en 1968), los papeles de renta fija emitidos por el sector público pierden todo su atractivo, al ofrecer rentabilidades marcadamente negativas en términos reales. Recién en 1969 se emiten Obligaciones Hipotecarias, reajustables por la evolución de los salarios y, un año antes, Bonos del Tesoro en moneda extranjera que constituyen buen resguardo contra la alta inflación de aquel momento.

A partir de 1973, los volúmenes transados se recuperan progresivamente, aunque el movimiento bursátil se mantiene siempre muy por debajo de los niveles máximos alcanzados en la década de los cuarenta. En este último lapso, son de nuevo los valores públicos los que al despertar un interés creciente, explican la dinámica bursátil del período. Los papeles privados, aunque exhiben una modesta recuperación en el cuatrienio 1977-80, luego caen y su valor absoluto alcanza en 1985 el mínimo nivel en la historia de la Bolsa, apenas 31 mil N\$ de 1968.

Hacia una comprensión del problema: posibles factores explicativos.

La atonía que inequívocamente afecta al mercado accionario reconoce causas en un conjunto de factores; algunos limitan la oferta de acciones como por ejemplo, el escaso interés de los accionistas en diversificar la propiedad de las empresas y la prohibición que recae sobre las empresas del sector agropecuario para constituirse en sociedades anónimas al portador. Otros, como la arcaica legislación vigente en materia de sociedades anónimas, las mejores alternativas de inversión que se ofrecen a nivel del sistema financiero y la ausencia de un marco estable de política económica, restringen la demanda de acciones. Por último, la escasa diversificación y dinamismo

del aparato productivo constituyen elementos que inciden negativamente sobre la gama de papeles ofrecidos así como también sobre el atractivo que dichos papeles pueden despertar a nivel de los inversionistas en general.

La suscripción de acciones en bolsa constituye una posible fuente de financiamiento tanto para empresas recién iniciadas como para aquellas más capitalizadas. Al respecto, hay que destacar que los requisitos exigidos por la Bolsa para cotizar valores no constituyen desde un punto de vista económico un obstáculo para las empresas, ya que las mismas deben tener un capital integrado de sólo N\$ 25 mil. Así, en teoría, las empresas relativamente nuevas (con un mínimo de 3 años en funcionamiento) que quisieran capitalizarse, podrían recurrir a la suscripción en Bolsa. Sin embargo, en los hechos, al no tener el respaldo de una situación patrimonial y de rentabilidad sólidas, no pueden acceder a esta fuente de financiamiento. El mecanismo se presenta pues, idóneo sólo para empresas capitalizadas y rentables. Sin embargo, hemos observado que el mismo es utilizado cada vez menos en nuestro país. Descartado el eventual temor de los socios por perder sus posiciones en mayoría, la limitada suscripción de acciones sólo puede explicarse desde el punto de vista de la oferta por la aversión de los propietarios a diversificar la propiedad del capital. En última instancia, la explicación del fenómeno radicaría en el carácter "cerrado" de las empresas nacionales, lo cual no constituye una especificidad respecto a la realidad latinoamericana, donde predominan las empresas que procuran reservar

la información financiera y no desean de ninguna manera incorporar capitales de terceros en su propia estructura accionaria.

En relación al carácter "cerrado" de las sociedades mucho se ha escrito y particularmente en Brasil y Argentina, se han adoptado medidas tendientes a contrarrestarlo.

Al respecto se ha entendido que las sociedades de capital abierto rompen la estructura familiar de la propiedad de las empresas y permiten crear un tipo de entidad productiva con administración más tecnificada y dispuesta a correr más riesgos que las sociedades cerradas. Las medidas instrumentadas a esos efectos consisten en casi todos los casos en un sistema de estímulos basado principalmente en exoneraciones impositivas tanto para las empresas que suscriben capital como para las personas físicas que invierten en acciones de esas sociedades.

En segundo lugar, cabe mencionar que en una economía que como la uruguaya se edifica sobre una base esencialmente agropecuaria, con un aporte directo de este sector al PBI global del 10%, existe la prohibición legal de las empresas que realizan esta actividad de constituirse bajo la forma de sociedades anónimas al portador, lo que resulta en un impacto nulo sobre el mercado accionario y, en particular, limita el volumen y diversidad de la oferta accionaria.

En tercer término, la legislación vigente en materia de sociedades anónimas que data en parte de fines del siglo pasado (10) exhibe claros defectos en lo que se refiere a la protección de los accionistas minoritarios de las sociedades anónimas. Dos aspectos merecen especial cuidado y son: los derechos del socio que posibilitan su participación activa en la gestión de la empresa y los temas vinculados a la percepción de utilidades.

En torno al derecho de gestión, el mismo da al accionista la posibilidad de intervenir en el funcionamiento de la empresa evitando que se convierta en un mero rentista. El derecho de gestión supone la posibilidad de deliberar y votar en las asambleas, el acceso a la información,

(10) Código de Comercio, Ley 2230 del 2/6/893, derogada en parte por Ley 13.318 del 28/2/64, Ley 14.548 del 2/6/76 que modificó la redacción del art. 420 del C.C. y sustituyó disposiciones de la Ley del 19/7/1909 .

a la revisión de libros y documentos, a la convocatoria a asamblea cuando la minoría alcance el porcentaje mínimo prefijado del capital integrado, a impugnar decisiones de la administración y de las mayorías y a fiscalizar la administración, a efectos de su control, el que, eventualmente podría ser interno y externo con participación de organismos públicos.

En relación a los derechos económicos de los accionistas, el más importante es el de percepción de dividendos. Se busca, en este aspecto, proteger al socio minoritario en lo que constituye su principal motivación: obtener una renta en efectivo por su inversión en la empresa. Se trata, en última instancia, de otorgar regularidad a la distribución de dividendos, para lo que es imprescindible limitar la posibilidad de que, en el afán de capitalizar la empresa, se creen reservas injustificadas, en lugar de proceder al reparto de dividendos en efectivo.

La ausencia de una legislación que regule adecuadamente los derechos mencionados en los párrafos anteriores, determina en la práctica, que todos los aspectos de la marcha de la empresa estén controlados por los grupos de accionistas mayoritarios, sin contemplación por los socios en minoría. La contrapartida de esta falta de regulación es el escaso interés de los inversores en la adquisición de acciones, las que en la práctica no generan ningún derecho.

La misma Bolsa de Valores de Montevideo, reconoce las deficiencias del sistema legal que rige el mercado accionario. En este sentido, un informe reciente de circulación interna afirmaba (11) entre otros conceptos: "... consideramos necesario ... b) definir la delimitación de la responsabilidad, obligaciones, incompatibilidades y prohibiciones de Directores, Administradores, Síndicos y Accionistas Controladores; c) definir la protección y derechos y obligaciones de los accionistas minoritarios...".

(11) Consideraciones relativas al incremento de las cotizaciones de las Sociedades Anónimas en la Bolsa de Montevideo, Mimeo, Montevideo, 1986.

Sus recomendaciones, a efectos de llenar los vacíos legales, pasaban, entre otros conceptos, por: 1) reglamentar la confección y presentación de información ante la Inspección General de Haciendas de un conjunto de información (memorias, balance y estado de cuentas) con cierta anticipación a la realización de las Asambleas; 2) el derecho a exigir el pago de dividendos en efectivo; 3) la fijación de un mínimo del 30% para el reparto de las utilidades; 4) el derecho a convocar a Asamblea cuando los accionistas representen no menos del 25% del capital integrado; 5) derecho a que los accionistas que representen el 25% del capital puedan integrar auditorías especiales por parte de la Inspección General de Haciendas. Todo ello en el entendido de que la concreción de las recomendaciones contribuiría a despejar el camino para mejorar la operativa accionaria de dicha institución.

Sin embargo, nada se ha concretado aún, lo que no debe llamar la atención en tanto que en 120 años de existencia de la Bolsa no ha cristalizado ningún planteo que tienda a superar el vacío legal de unas normas que datan de un siglo atrás.

Al respecto pueden ensayarse dos tipos de explicaciones. Una que se apoya en la actitud empresarial respecto al mercado accionario. La otra, que involucra a la Bolsa como institución.

En torno al primer punto, puede afirmarse que dado el escaso interés observado por las empresas locales por el financiamiento directo en Bolsa, pocas son las ventajas que las mismas obtienen por cotizar en Bolsa. En este marco, un giro que suponga mayores exigencias desde el punto de vista de acceso a su información, así como mayores controles internos y externos, podría implicar un eventual retiro de las hoy ya escasas firmas que cotizan en Bolsa, lo que aparejaría una pérdida de importancia y cierto desprestigio de dicha institución.

Por otro lado, es pertinente recordar que ni el Gobierno nacional ni el Banco Central tienen ingerencia o control alguno en las actividades de la Bolsa de Valores lo que constituye una situación diferencial respecto a la realidad de otros países latinoamericanos donde a efectos de dotar de mayores garantías al mercado de capitales se ha instrumentado la participación oficial en el mismo, bajo formas y denominaciones diversas, como la Gerencia de Mercados de Capital del Banco Central en Brasil o la Comisión de Valores en Argentina.

Puede afirmarse que la preservación de esta situación de libertad total quizás haya constituido un aliciente para que la Bolsa, en tanto institución, no haya promovido cambios en el marco normativo vigente, ya que los mismos podrían traer como corolario algún tipo de control o intervención estatal no deseado sobre sus actividades.

Tampoco se observó desde el punto de vista oficial ninguna inquietud por regular este aspecto y en especial, por promocionar el mercado de valores, ya sea a través de mayores controles o de la creación de organismos especializados destinados especialmente a promover dicho mercado.

Un cuarto aspecto que sin dudas limita el desarrollo de nuestro mercado accionario está constituido por la baja rentabilidad real de las acciones, en términos absolutos y relativos a otras opciones financieras. Considerando las rentabilidades medias anuales reales de las acciones según sub-períodos (Cuadro Nº 3), se observa que a partir de 1960 la misma fue negativa en términos absolutos, a excepción de los períodos 1969-1971 y 1984-1986 cuando alcanzó valores positivos. Ello estaría reflejando la existencia de un sector productivo poco rentable o bien una política de distribución de dividendos que al apoyarse en la capitalización de utilidades conspira contra la demanda accionaria en el mercado secundario, pues el inversor individual no se encuentra atraído por

los mismos.

En términos relativos a otras opciones de inversión, se observa a lo largo de todos los subperíodos considerados a excepción del último trienio, la vigencia de rentabilidades más atractivas por parte de otros activos financieros. En tal sentido puede afirmarse que esa desventaja es permanente y no privativa del período de liberalización financiera iniciado en 1974. No obstante ello, debe tenerse en cuenta que antes de 1974, la rentabilidad de las acciones estaba adicionalmente deprimida por el tratamiento tributario a que las mismas estaban sujetas. Los impuestos entonces vigentes no sólo deprimían su rendimiento sino que discriminaban el tratamiento otorgado a los papeles privados respecto de los públicos y a los depósitos bancarios. Mientras que los papeles públicos estaban libres de gravámenes y los depósitos bancarios sólo sujetos al impuesto a las herencias, las acciones tributaban el impuesto a la renta de las personas físicas, el impuesto a los dividendos (25% por acciones al portador), sustitutivo de herencias (1%) e impuesto a la renta de industria y comercio determinado antes de utilidades distribuidas (15% para empresas unipersonales y 25% para sociedades de capital). Algunos autores interpretaban entonces (12) que la debilidad del mercado accionario obedecía en buena medida a esta situación y por tal motivo solicitaban la eliminación de los gravámenes. Tal creencia fue sin embargo desvirtuada por los hechos ya que al derogarse en 1974 la casi totalidad de los impuestos, la reacción del mercado fue prácticamente nula.

El proceso de liberalización y apertura financiera ocurrido a partir de 1974 mejoró el nivel absoluto de los rendimientos de la inversión financiera en general acentuó la diversificación de opciones iniciada

(12) Véase P. Marexiano, op.cit. y O.E.A., Evaluación de los Resultados de la Política de Fomento de los Mercados de Capitales en América Latina, XII Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, BCU, Punta del Este, noviembre de 1975.

a fines de los años sesenta cuando se introdujeron los Bonos del Tesoro y las Obligaciones Hipotecarias Reajustables. En ese sentido, la promoción del mercado financiero y su fortalecimiento actuó debilitando el mercado de valores; ello deriva de la posibilidad que ofrecen estos papeles de resguardar el capital contra la inflación, así como de obtener retornos reales positivos, muchas veces más atractivos que los ofrecidos por las acciones y sobre todo, libres del riesgo que acompaña a toda colocación en el sector productivo.

El siguiente aspecto a resaltar es el argumento generalmente esgrimido por el sector empresarial como freno al desarrollo de la inversión a largo plazo y del mercado accionario: la ausencia de un marco estable de política económica, la que fluctúa según los gobiernos y aun dentro de un mismo gobierno, promoviendo o desincentivando arbitrariamente el desarrollo de determinadas actividades económicas.

En el mismo sentido, la falta de una política económica estable constituye un factor determinante para que los ahorristas vuelquen sus preferencias por inversiones a corto plazo y sean reacios a colocar sus fondos en la adquisición de acciones, que de esta forma incrementan el riesgo inherente a toda inversión productiva.

Un último aspecto que inhibe tanto la demanda como la oferta accionaria, es la escasa diversificación y dinamismo del aparato productivo nacional. El escaso dinamismo de la producción que creció a una tasa promedio de 1,2% en los últimos 30 años redundó en bajos niveles de inversión y, por ende, limitadas necesidades de financiamiento del sector real lo que se refleja en una oferta limitada en el mercado primario.

En el mismo sentido, el magro aumento de la producción y la inversión se vinculan a la existencia de bajas tasas de rentabilidad en el sector real lo que ciertamente conspira contra el atractivo que los potenciales demandantes pueden hallar al invertir en la adquisición de acciones.

Por otro lado, la escasa diversificación del aparato productivo que se refleja en una gama de acciones de riesgo poco diversificado, actúa en el mismo sentido deprimiendo la demanda. Al respecto, la economía nacional presenta un carácter esencialmente agropecuario con un importante desarrollo de industrias "tradicionales", presentando por el contrario, un desarrollo incipiente en las ramas de la denominada "industria pesada". Este rasgo tampoco propició la actuación en Bolsa de agentes financieros especializados que, como las Sociedades de Inversión (fondos comunes) o los Bancos Privados de Desarrollo (Financieras), podrían imprimir al mismo un nivel de actividad mayor. Los dos tipos de inversores institucionales mencionados actúan en buena parte de países latinoamericanos, pero ninguno de los dos ha cristalizado en Uruguay. Las sociedades de inversión hicieron su aparición en América Latina a fines de los años 50 en seis países (Argentina, Chile, Brasil, México, Venezuela y Colombia). Su actividad principal se realiza mediante la colocación al público de participaciones en fondos comunes de inversión compuestos por acciones y obligaciones de empresas privadas. Con ello, los accionistas se evitan la necesidad de profundizar en el conocimiento del mercado accionario, delegando dicha función a una institución especializada cuya forma más común de operar es la adquisición de paquetes accionarios; ello implica la participación en el capital de un conjunto de empresas de diferentes ramas, de forma de reducir el riesgo de inversión.

Por su parte, los Bancos Privados de Desarrollo (Financieras) datan en América Latina, en algunos casos, de fines de la década del treinta, siendo México el país donde lograron concretar un funcionamiento eficaz en

relación al desarrollo productivo, a través del fomento y financiamiento de empresas industriales y comerciales, por medio de suscripción de acciones y otros valores (bonos financieros) que colocan en el mercado de valores.

Si bien la existencia de un mercado de valores en expansión es un prerrequisito para la instalación de estos inversores, su presencia tiene el efecto de multiplicar luego con creces la actividad del mercado.

El limitado volumen de acciones transadas en nuestro mercado, así como su carácter poco diversificado determinan en los hechos que la presencia de estos inversores resulte innecesaria ya que, por un lado, el volumen de acciones disponible en el mercado es muy pequeño como para justificar la instalación de una sociedad de este tipo que tiende a operar montos de cierta importancia y por otro, la diversificación del riesgo de los paquetes accionarios resulta de fácil resolución en virtud de lo acotado de la selección a realizar.

Por último, en relación a la actuación en Bolsa de otro tipo de inversores, cabe interrogarse sobre el papel de los bancos comerciales. En algunos países, como México, se ha establecido una asociación estrecha de ellos con los grupos industriales lo que ha dado como resultado la promoción activa de industrias y la suscripción de emisión de valores industriales.

En nuestro país, hacia mediados de los sesenta un cierto número de bancos nacionales se convirtieron en una fuente de fondos para el financiamiento de empresas privadas. Sin embargo, la experiencia culminó con la quiebra fraudulenta de los bancos mencionados y en última instancia con la desaparición del mercado de buena parte de la banca nacional sustituida progresivamente por la extranjera. Como resultado de aquella experiencia se prohibió expresamente la participación de los bancos

comerciales en empresas u operaciones comerciales, industriales, agrícolas o de otra clase, ajenos al giro bancario así como también efectuar inversiones en acciones, obligaciones, y otros valores emitidos por empresas privadas. (Ley 13.330 del 30/4/65, Art. 5º).

Sin embargo, la progresiva importancia que fue adquiriendo la banca extranjera en la última década tampoco promovió vínculos estrechos con el empresariado nacional, por lo que, en los hechos, no surgieron elementos de presión para derogar aquella prohibición y posibilitar así la actuación de los bancos privados en el mercado bursátil.

Conclusiones.

El mercado de valores privados tiene muy limitada gravitación en el financiamiento de la inversión privada. Las empresas que cotizan en Bolsa son cada vez menos y la suscripción de acciones en su ámbito se realiza en contadas oportunidades. Paralelamente, la Bolsa, en tanto mercado secundario de papeles privados, muestra una pérdida de dinamismo desde mediados de los cuarenta, que al cabo de cuatro décadas no ha podido revertirse.

Dicha situación no escapa a lo que es el funcionamiento de instituciones de similares características en el resto de Latinoamérica. No obstante ello, pueden señalarse algunos factores que contribuyen a explicar el retroceso del nivel de actividad de la Bolsa de Valores de Montevideo: 1) la marcada preferencia de los empresarios por no diversificar la propiedad de sus empresas; 2) la inadecuada normativa vigente, especialmente en lo que se refiere a la protección de las minorías de accionistas y la ausencia de acción oficial de control y promoción de la Bolsa; 3) la existencia de bajas rentabilidades accionarias en términos absolutos y la presencia de algunos activos fi-

nancieros cuya rentabilidad real supera la de las acciones; 4) la ausencia de un marco estable en materia de política económica; 5) la poco diversificada estructura productiva y el lento crecimiento económico.

Las posibilidades de que el financiamiento directo vía suscripción de acciones de las empresas ocupe un sitio de importancia dentro del total de fuentes financieras parecen escasas.

La naturaleza de los factores que inhiben su desarrollo, trasciende en algunos casos a la institución bursátil y se ubican a nivel de la estructura productiva del país (estancamiento, escasa diversificación y baja rentabilidad), responden a causas de origen socio-político (modelos de desarrollo adoptados e inestabilidad de las políticas económicas) y psicológicos (preferencia de los empresarios por no diversificar la propiedad de sus empresas), que resultan difícilmente modificables en el corto plazo.

Queda en pie, sin embargo, la posibilidad de que con relativa facilidad se instrumenten medidas de política tendientes a mejorar otros aspectos. Las mismas pasarían por adecuar el marco operativo vigente, de modo de fortalecer los derechos de los accionistas, promover la actividad bursátil a través de la creación de instituciones especiales creadas a esos efectos, e instrumentar medidas tendientes a "abrir" las sociedades de capital. La misma Bolsa de Valores se presenta como la institución idónea para impulsar dichos cambios. Sin embargo, es probable que razones de corte político-institucional actúen en sentido contrario, es decir, a favor de un limitado pero seguro funcionamiento de la institución dentro de las coordenadas históricas en que el mismo se ha venido desarrollando.

Serrana Coelho*

* Instituto de Economía. La elaboración de este trabajo se inscribe en el programa de investigación de "Finanzas y Desarrollo Económico" que se realiza en el Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración.

BIBLIOGRAFIA

- Rentabilidades, OHR, Bonos del Tesoro, Acciones; Varios años, Bolsa de Valores de Montevideo.
- Panorama actual, Varios años, Bolsa de Valores de Montevideo.
- Evaluación de los Resultados de la Política de Fomento de los Mercados de Capitales en América Latina; XII Reunión de Técnicos Bancos Centrales del Continente Americano; Trabajo presentado por la O.E.A.; BCU; Punta del Este; noviembre de 1975.
- Análisis de los Mercados Latinoamericanos de Capitales; A. Basch y M. Kybal, CEMLA, México, 1969.
- Contribución a la Historia de la Economía; Academia Nacional de Economía, Montevideo, 1984.
- Tasa de interés, tipo de cambio y crecimiento económico, F. Calloia; CIEDUR; Montevideo, 1986.
- Consideraciones relativas al incremento de las cotizaciones de las Sociedades Anónimas en la Bolsa de Montevideo; Bolsa de Valores de Montevideo, mimeo, Montevideo, 1986.
- Fuentes y usos de fondos de la industria en el Uruguay- Período 1971-1974-; Monografía; Serrrana Garat et. al. Universidad de la República, Montevideo, 1976.
- Breve historia de la Industria en el Uruguay; Raúl Jacob; F.C.U., Montevideo, 1981.
- La movilización de recursos nacionales para el desarrollo económico por conducto del sistema financiero; . Goldsmith; BID; 1971.
- Análisis financiero de empresas industriales en el marco de la política de estabilización; I. Aguirre et. al., Montevideo, 1972.
- El desarrollo industrial del Uruguay, de la crisis de 1929 a la posguerra, J. Millot y L. Silva, Instituto de Economía, Universidad de la República, Montevideo 1973.

- La Bolsa de Valores de Montevideo y el Mercado de Capitales en Seminario Mercado de Capitales en el Uruguay Tomo II, Perez Marexiano; BCU, Montevideo 1973.

- Análisis preliminar de algunas variables económicas vinculadas con los niveles de cotización de acciones en la Bolsa, en el período 1930-1980, Cámara Nacional de Comercio, 1981.

CUADRO Nº 1

Montos operados en Bolsa
(en miles de N\$ de 1968) (1)

| Año | Valores Públicos | Valores Privados | Total |
|------|------------------|------------------|--------|
| 1932 | 9.535 | 465 | 10.000 |
| 1935 | 11.904 | 477 | 12.381 |
| 1938 | 15.581 | 931 | 16.512 |
| 1941 | 16.596 | 2.127 | 18.723 |
| 1944 | 26.346 | 12.308 | 38.654 |
| 1945 | 22.000 | 11.000 | 33.000 |
| 1946 | 21.212 | 23.788 | 45.000 |
| 1949 | 18.148 | 5.802 | 23.950 |
| 1952 | 14.314 | 3.235 | 17.549 |
| 1955 | 10.833 | 2.273 | 13.106 |
| 1958 | 10.368 | 1.106 | 11.474 |
| 1961 | 7.216 | 1.136 | 8.352 |
| 1962 | 4.920 | 540 | 5.460 |
| 1964 | 1.981 | 441 | 2.422 |
| 1967 | 640 | 527 | 1.167 |
| 1968 | 395 | 360 | 755 |
| 1969 | 1.805 | 414 | 2.219 |
| 1972 | 2.319 | 116 | 2.435 |
| 1975 | 6.613 | 393 | 7.006 |
| 1978 | 14.529 | 1.731 | 16.260 |
| 1981 | 20.549 | 492 | 21.041 |
| 1984 | 23.935 | 36 | 23.971 |
| 1985 | 34.491 | 31 | 34.522 |
| 1986 | 35.636 | 172 | 35.808 |

(1) Deflactado por índice de precios al consumo, promedio anual.

Fuente: Instituto de Economía, en base a
Panorama anual, varios años, de la Bolsa de Valores.

CUADRO N° 2.

Montos operados en Bolsa de Valores
Participación porcentual

| Año | Valores Públicos | Valores Privados | Total |
|------|------------------|------------------|-------|
| 1932 | 95.4 | 4.6 | 100 |
| 1935 | 96.1 | 3.9 | 100 |
| 1938 | 94.4 | 5.6 | 100 |
| 1941 | 88.6 | 11.4 | 100 |
| 1944 | 68.2 | 31.8 | 100 |
| 1945 | 66.7 | 33.3 | 100 |
| 1946 | 47.1 | 52.9 | 100 |
| 1949 | 75.8 | 24.2 | 100 |
| 1952 | 81.6 | 18.4 | 100 |
| 1955 | 82.7 | 17.3 | 100 |
| 1958 | 90.4 | 9.6 | 100 |
| 1961 | 86.4 | 13.6 | 100 |
| 1962 | 90.1 | 9.9 | 100 |
| 1964 | 81.8 | 18.2 | 100 |
| 1967 | 54.8 | 45.2 | 100 |
| 1968 | 52.3 | 47.7 | 100 |
| 1969 | 81.3 | 18.7 | 100 |
| 1972 | 95.2 | 4.8 | 100 |
| 1975 | 94.4 | 5.6 | 100 |
| 1978 | 89.4 | 10.6 | 100 |
| 1981 | 97.7 | 2.3 | 100 |
| 1984 | 99.8 | 0.2 | 100 |
| 1985 | 99.9 | 0.1 | 100 |
| 1986 | 99.5 | 0.5 | 100 |

Fuente: Instituto de Economía, en base a

Panorama anual, varios años, de la Bolsa de Valores.

CUADRO Nº 3

Rentabilidad real de algunos activos financieros a/

| <u>ACTIVO FINANCIERO/AÑO</u> | <u>1960-64</u> | <u>1965-68</u> | <u>1969-71</u> | <u>1972-73</u> | <u>1974-1983</u> | <u>1984-86</u> |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|
| Dep. en m/n a plazo fijo <u>b/</u> | -13.0 | -32.6 | 3.7 | -30.8 | -2.5 | 2.0 |
| Letras de Tesoro S ^e A m/n | -11.0 | -38.9 | -6.4 | -39.6 | - | - |
| Títulos Hipot. m/n | -15.9 | -40.2 | - | - | - | - |
| Atesoramiento en m/e <u>c/</u> | -8.5 | -0.9 | -7.6 | -10.3 | -6.1 | -2.6 |
| Dep. en m/e en el exterior <u>d/</u> | -4.8 | 4.8 | 0.0 | -3.8 | 3.6 | 6.2 |
| Acciones <u>e/</u> | -21.7 | -12.6 | 2.0 | -7.3 | -8.1 | 37.0 |
| O.H.R. | - | - | 8.4 | 3.1 | -2.5 | -2.8 |
| Bonos del Tesoro m/e | - | - | 13.1 | -14.8 | -3.6 | 7.7 |
| Dep. en m/e en el país <u>b/</u> | - | - | - | - | 3.6 | 5.8 |

a/ Deflactadas por inflación promedio anual

b/ Tasa de interés promedio anual

c/ Devaluación promedio anual

d/ A la tasa LIBOR

e/ Promedio de 4 empresas: Banco Comercial S. A., Frigorífico Modelo S.A., F.U.N.S.A. y S.A.F.U. de Alpargatas

FUENTE: F. Callioia, Tasa de interés, tipo de cambio y crecimiento económico, CIEDUR, Montevideo 1986 y Bolsa de Valores, Rentabilidades, Varios Años.