

# El mercado de capitales y el financiamiento a empresas locales

■  
*La crisis del sector bancario permitió redescubrir otras alternativas para la captación de nuevas fuentes de financiamiento.*

■  
*El desarrollo del mercado de capitales constituye un objetivo estratégico para impulsar el crecimiento de las economías regionales.*

■  
*Predominan formas convencionales de financiamiento y escasa inserción de estrategias con un mayor grado de sofisticación.*

## Características de la región como plaza financiera

**L**a ciudad de Bahía Blanca tradicionalmente se ha caracterizado por ser una importante plaza financiera del interior del país. En la actualidad y más aún en década anteriores, se ubica entre el conjunto de ciudades con mayores depósitos per capita. El sistema bancario local esta conformado por un gran número de entidades bancarias públicas y privadas, y en particular, siempre se ha contado con sucursales de las principales entidades del país. En otros años, tuvieron su inicio en la ciudad, entidades que luego supieron ganar una importante participación en el sistema bancario del país. Esta nutrida presencia de entidades se explica por ser una región con fuerte disponibilidad de ahorros a partir de rentas que históricamente surgieron de la actividad agropecuaria y del comercio, tanto de bienes como servicios, con una vasta zona del interior del país, y que por lo tanto generaban la necesidad a sus propietarios de demandar instrumentos de ahorro.

Al igual que la mayoría de las ciudades del interior, siempre se detectó una importante brecha entre depósitos y préstamos. La capacidad prestable generada por los depósitos supera en forma holgada el monto de préstamos. El ahorro doméstico tiene dificultades para reciclarse hacia inversiones y esto, de alguna manera delata la pérdida de oportunidades de crecimiento por cuanto la economía regional no logra utilizar plenamente su dotación de capital. El problema no responde a una única causa, podría haber razones tanto por el lado de la oferta como de la demanda de préstamos. En relación a la oferta, puede que la pérdida de entidades locales le haya restado dinámica a la capacidad de identificar y otorgar créditos a inversores locales con proyectos que ofrezcan una razonable capacidad para el repago de los compromisos financieros. Desde otra perspectiva, las dificultades para descentralizar las operaciones de bancos con casa matriz en Capital Federal podrían restarles agilidad en la tarea de aumentar su cartera de préstamos en el ámbito regional. Por el lado de la demanda, la principal restricción consiste en la imposibilidad de acceder al circuito de créditos bancarios a empresas e individuos que no están al día con sus obligaciones legales, impositivas y previsionales. A esto habría que sumar en la actualidad, la reticencia a tomar deuda después de la última crisis económica y la dificultad para proyectar ingresos a mediano y largo plazo en un contexto de elevada incertidumbre. Este conjunto de factores contribuirían a explicar la renuencia por parte de las empresas a asumir riesgos financieros a través de la solicitud de préstamos en el circuito bancario.

De cualquier modo, pese a la brecha cabe destacar que en los últimos se observa una notable recuperación del sistema bancario local, primero a través de un fuerte crecimiento de los depósitos y más recientemente, de los préstamos personales y prendarios seguidos con algún retraso por los hipotecarios. La tendencia local sigue una trayectoria similar al del sistema bancario en su conjunto. El resurgimiento de los préstamos es muy significativo en lo que va del año en curso, pero el principal desarrollo se da en el segmento de personas, con necesidad de financiamiento para la adquisición de bienes de consumo durable. El segmento de empresas presenta más dificultades de expansión. No obstante, la actividad económica crece y junto con ella las necesidades de financiamiento de las empresas. El riesgo les genera dificultades para proyectar en el mediano y largo plazo, y por lo tanto, surge como fuente financiera preferente la reinversión de utilidades. A nivel del país, las grandes y, cada vez con más intensidad, las medianas empresas exploran fuentes de recursos diferentes al tradicional crédito bancario. En el lenguaje de las empresas ya no resulta extraño términos como el fideicomiso, el leasing, la oferta pública de acciones, los cheques de pago diferido patrocinados y avalados, los valores de corto plazo, la cobertura con futuros y opciones, fondos de inversión de riesgo, entre otras modalidades de financiamiento. Esta variedad de instrumentos significa más opciones y por lo tanto, la posibilidad para las empresas de diseñar mejores estrategias de financiamiento. El ámbito donde se realizan las transacciones de estos activos financieros es el mercado de capitales, del cual, uno de sus componentes destacados es el sistema bancario.

La región cuenta con un sistema bancario desarrollado pero todavía no ha explorado en profundidad las oportunidades que brinda el mercado de capitales tanto a demandantes como a oferentes de fondos. En el próximo punto, se explicará la importancia del mercado de capitales para la economía regional, y a continuación se describirá su composición con el propósito de presentar el vasto conjunto de activos que engloba el término. Finalmente, se presenta un estudio realizado sobre una muestra integrada por las principales empresas locales a efectos de caracterizar sus estrategias de financiamiento e indagar sobre su conocimiento y predisposición para adoptar nuevos instrumentos financieros.

## La importancia de desarrollar un mercado de capitales

El desarrollo del mercado de capitales constituye un objetivo estratégico para impulsar el crecimiento de las economías regionales. En el caso particular de la región de influencia de la ciudad de Bahía Blanca, el mercado a crédito a empresas se encuentra insuficientemente desarrollado. Como se señaló antes, existe una importante brecha entre ahorros y préstamos en el circuito bancario. Resulta necesario buscar alternativas que permitan reciclar los ahorros de la región, de brindar a los ahorristas locales la oportunidad de diversificar a través de un conjunto más amplio de oportunidades de inversión y de acceder a rendimientos más altos a través de la participación en emprendimientos locales. El desarrollo del mercado de capitales tenderá a mejorar la calidad de la inversión y facilitará la disminución de la tasa de fracaso de nuevos emprendimientos.

El contexto propicia nuevos emprendimientos en la región que requieren ser financiados con capital de riesgo. Se presenta entonces la oportunidad de recrear un marco institucional que facilite el encuentro entre demandantes y oferentes de fondos, en un marco de alta seguridad jurídica, que permita desarrollar la confianza en nuevos instrumentos de canalización del ahorro local hacia inversiones productivas. La tabla siguiente intenta resaltar consecuencias de la ausencia de mercados de capitales y las ventajas que el mismo presenta en caso de existir. La lista no es exhaustiva y los puntos son válidos para la ilustrar el impacto sobre la economía local y regional.

<b>Consecuencias de la ausencia de mercados de capitales</b>	
<b>Sin mercado</b>	<b>Con mercado</b>
Limita las posibilidades de inversión de los ahorristas. Los roles del inversor, gerente y propietario son asumidos por el ahorrista. La inexistencia de separación de roles resulta perjudicial	Baja el costo del financiamiento de proyectos por la competencia de ahorristas.
Inversión restringida a capacidad de autofinanciamiento de inversores	Baja el riesgo porque existe un marco institucional sólido
Disminuye calidad de la inversión	Aumenta calidad de la inversión porque el ahorro se canaliza a los proyectos más rentables.
Ahorristas no tienen posibilidades de diversificación de sus ahorros (plazo fijo, inmuebles)	Crea nuevas oportunidades de inversión para ahorristas que les posibilita acceder a niveles de rendimientos más elevados o disminuir riesgos a través de la diversificación de inversiones
Los riesgos de invertir son mayores porque no hay liquidez (opción de salir)	Permite flexibilizar el ahorro por cuanto su liquidez facilita la salida del ahorrista en aquellos activos financieros que presentan un mercado secundario desarrollado (acciones, títulos)
Disminuyen posibilidades a emprendedores de desarrollar nuevos proyectos o integrarse a negocios en marcha	Aumenta las posibilidades de inversión con la participación de terceros y por lo tanto, se tornan factibles proyectos a mayor escala o una mayor cantidad de emprendimientos.
La posibilidad de financiamiento bancaria están limitadas al segmento de la economía formal	Disminuye la economía informal, porque de otra forma las empresas no podrían acceder al mercado.
La ausencia de marcos institucionales genera mayores riesgos en operaciones para sumar nuevos socios o tomar deuda de particulares	Contribuye a disminuir riesgos de la inversión al imponer un marco institucional que confiere estabilidad jurídica a los acuerdos entre las empresa y quienes la financian
Los efectos de una crisis bancaria paralizan la actividad económica general	Reduce la vulnerabilidad de una economía ante shocks externos o del sistema bancario
Al no existir oportunidades para nuevos emprendedores, limita las posibilidades de mejorar la distribución del ingreso	Posibilita la participación "indirecta" en proyectos de inversión de pequeños ahorristas, que de otra manera quedarían excluidos de participar al no contar con recursos suficientes
Proyectos de riesgo con potencial de crecimiento no se concretan por las dificultades para contar con garantías para acceder a financiamiento bancario	El mercado de capitales dinamiza la búsqueda y detección de nuevas oportunidades de inversión

## Ahorro y crecimiento

La sección anterior hizo referencia a la importancia de recrear y desarrollar el mercado de capitales para impulsar el crecimiento sostenido de la región. El ahorro es condición necesaria para el crecimiento. Sin ahorro, no se pueden financiar nuevos proyectos de inversión y por lo tanto, se limitan las posibilidades de crecimiento. El concepto ahorro representa la fracción del ingreso de un determinado período que no se destina a gastos de consumo. A través del mercado de capitales, este excedente se puede destinar al financiamiento de proyectos de inversión de empresas que deben recurrir a fondos de terceros para concretar sus planes. El desahorro es la situación opuesta al ahorro. Cuando durante un cierto período de tiempo, el gasto excede el ingreso, la diferencia o déficit debe financiarse con la venta de activos y por lo tanto, disminuye la riqueza<sup>1</sup>. El ahorro total esta conformado por el ahorro del sector privado y el ahorro del sector público. Desde una perspectiva geográfica, se puede diferenciar el ahorro

*<sup>1</sup> El ahorro guarda una estrecha relación con la riqueza, por cuanto el primero puede ser también definido como el aumento en el nivel de riqueza generado durante un cierto periodo de tiempo. De modo similar, el desahorro representaría la destrucción de riqueza en cierto lapso de tiempo.*

como de residentes y no residentes o extranjeros. En nuestro país, el ahorro se recupera pero resulta bajo en relación a los niveles históricos y los niveles de países con fuerte ritmo de crecimiento económico. En nuestra región, solo se tiene evidencia de uno de los componentes del ahorro, las colocaciones en el sistema bancario y tenencias de inversores locales de acciones y títulos. No obstante, cabe presumir que las mismas solo captan una fracción del ahorro total local, y una parte sustancial del ahorro se canalice por otras vías tales como tenencias de divisas, atesoramiento de fondos en cajas de seguridad, stocks de productos no perecederos (granos), obras de arte, joyas. En todos los casos, el propósito del ahorrista es la búsqueda de medios para conservar y en lo posible acrecentar el valor real de sus ingresos que no consume. Todas estas formas de ahorro se canalizan al mercado de capitales.

## El mercado de capital

El desarrollo del ahorro requiere ingresos crecientes, estabilidad de precios y un marco institucional a través del cual, sea posible canalizar fondos a través de distintos instrumentos financieros, de un modo ágil, seguro y eficiente. Este marco institucional define en términos genéricos el mercado de capitales, y esta conformado por tres elementos: (i) los participantes en el mercado, (2) los activos pasibles de ser intercambiados y (iii) un conjunto de reglas para el intercambio voluntario de activos entre oferentes y demandantes

El mercado de capitales es uno de los principales mercados en cualquier sistema económico. La economía de una región o de un país, está conformada por dos grandes mercados, en uno se intercambian bienes y servicios de consumo -mercado de productos- y en otro, se intercambian recursos para la producción de estos bienes -mercado de factores-. El mercado de capital, junto con el mercado de trabajo, integran esta segunda categoría.

Una vez ubicado, en términos muy generales, el mercado de capital en el marco de cualquier sistema económico, cabría precisar su significado. El término capital engloba distintos activos; es decir, bienes tanto de naturaleza tangible como intangible. La posesión de estos bienes confiere al propietario, la posibilidad de percibir ingresos futuros a través de su explotación; o bien, aumentar la riqueza por la expectativa de apreciación del bien.

Dada la gran diversidad de activos, el mercado de capital es muy amplio y esta integrado a su vez por distintos tipos de mercado. En principio, y en función de la definición anterior, se podría distinguir el mercado de activos tangibles en contraste con el de activos intangibles.

Un activo tangible es aquel cuyo valor se relaciona con ciertas características físicas – por ejemplo: edificios, terrenos, metales, obras de arte -. En contraste, un activo intangible, esta representado por derechos legales sobre un cierto beneficio futuro. Esta segunda categoría engloba el vasto y creciente conjunto de activos financieros. El beneficio derivado de su posesión es el derecho sobre una cierta corriente de fondos en efectivo.

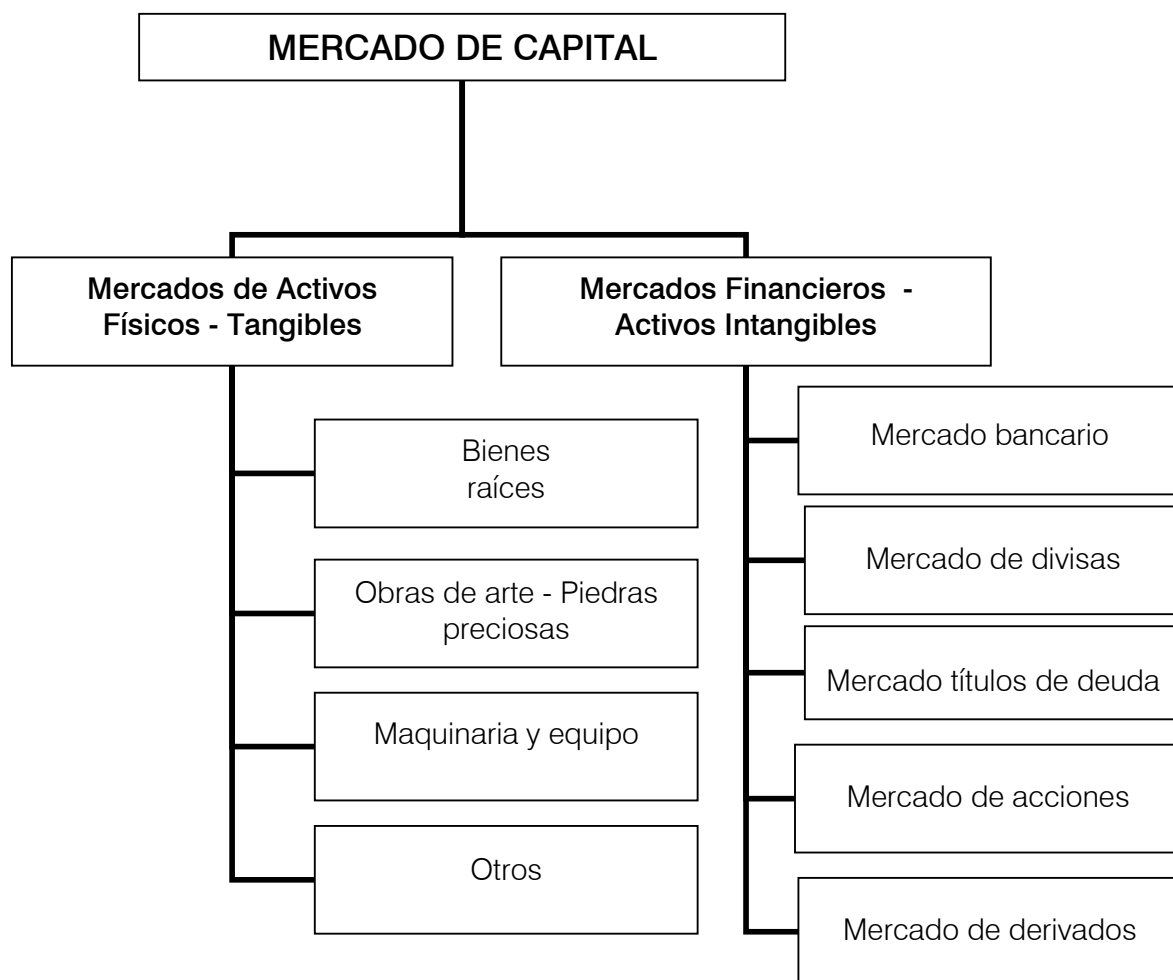
El precio resultante de los intercambios de activos, cualquiera sea su naturaleza define el costo de capital. Cabe señalar que del mismo modo que el precio del trabajo o salario varía de acuerdo al nivel de formación del empleado, el costo de capital o interés varía de acuerdo al nivel de riesgo resultante de la aplicación de los fondos por parte del demandante.

El esquema 1 presenta una caracterización de la estructura del mercado de capital. En función de lo señalado antes, en términos generales, se podría diferenciar el mercado de activos tangibles, también denominados activos físicos o reales, del mercado de activos intangibles o financieros. En los mercados de activos reales, de acuerdo a la finalidad o uso del

activo, se podría diferenciar los que se adquieren para fines de producción de aquellos que se adquieren con el propósito de atesoramiento o reserva de valor.

De este punto en adelante, el análisis se enfoca sobre el Mercado Financiero. La introducción anterior se realizó a efectos de poder ubicar mejor los mercados de capitales en un contexto más amplio de los mercados que integran una economía.

Existe una vasta y creciente cantidad de activos financieros a través de los cuales, las empresas y gobiernos pueden acceder a fondos para financiar su actividad. De acuerdo al tipo de activo, se diferencia el mercado bancario, el mercado de acciones, el mercado de títulos de deuda.



## El financiamiento de las empresas locales

Dada la importancia del mercado de capitales como motor del desarrollo de la economía, se realizó una encuesta a una muestra integrada por casi medio centenar de las principales empresas locales, a efectos de caracterizar sus estrategias de financiamiento e indagar sobre su conocimiento y predisposición para adoptar nuevos instrumentos financieros.

El estudio presento los siguientes objetivos: (1) Conocer las principales modalidad de financiamiento de largo plazo de las empresas locales, (2) Indagar sobre el conocimiento de los empresarios locales de nuevos instrumentos de financiamiento en el mercado de capitales, (3) Interés por explorar nuevas alternativas de financiamiento, (4) Principales dificultades para acceder a nuevas formas de financiamiento

La principal fuente de financiamiento de las empresas locales es la reinversión de utilidades. En un segundo plano, y con un peso similar, aparecen un porcentaje menor de empresas que se financian con crédito bancario y de proveedores. Estas tres fuentes caracterizan la estrategia financiera de la mayor parte de las empresas líderes en el medio. Algunas de las empresas consultadas destacaron otras vías como el financiamiento de clientes, descuento de cheques y fideicomisos; pero representan casos muy puntuales y aislados. En pocos términos, predominan formas convencionales de financiamiento y escasa inserción de estrategias novedosos y/o con un mayor grado de sofisticación.

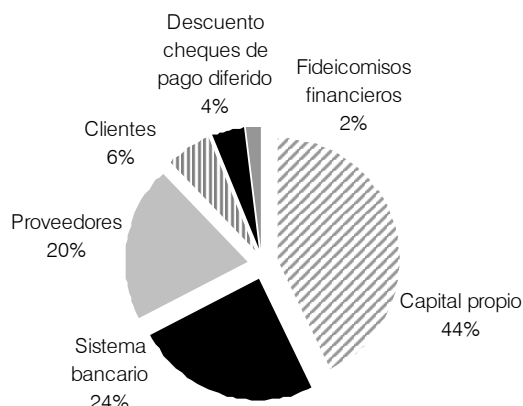
El próximo punto consiste en indagar si esta escasez de incorporación de instrumentos financieros es por un problema de conocimiento de sus características. En líneas generales, cerca del 60% de los consultados manifestaban contar con conocimiento en torno a las posibilidades de uso de acciones, fideicomisos y obligaciones negociables. Cabe notar asimismo que la totalidad de los consultados contaban con información del uso de cheques de pago diferido como vía de financiamiento. Más allá de no contar con elementos que permitan evaluar el grado de información sobre estos instrumentos, la falta de conocimiento no parece ser el principal factor que genere reticencia a su uso.

El objetivo siguiente de la consulta consistió en evaluar el interés por explorar nuevas formas de financiamiento. Sobre un total de 27 respuestas reunidas para esta pregunta, apenas 6 se manifestaron interesados por contar con información sobre instrumentos no conocidos. Los resultados permiten pensar que por el momento hay escaso interés o apertura por parte de las empresas para explorar nuevas fuentes de financiamiento.

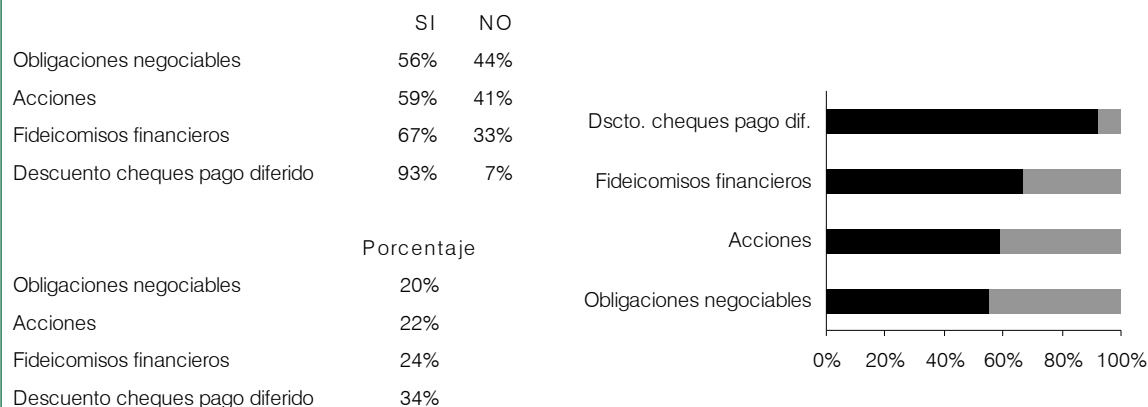
Finalmente, se consultó sobre las dificultades que advierten para acceder a nuevas formas de financiamiento. La mayor parte de las respuestas señalaron un problema de escala. Las necesidades de financiamiento de sus empresas no justifican su empleo. En menor medida, también se reconoció como barrera la dificultad de la evaluación de su conveniencia, la expectativa de un costo mayor y el interés por no hacer pública la información de la empresa.

### 1. Su fuente principal de financiamiento es...

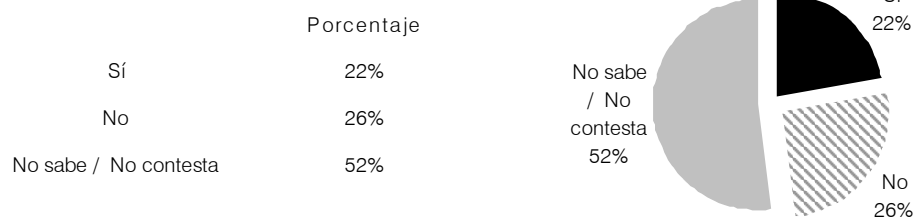
Fuente	Porcentaje
Capital propio	43%
Sistema bancario	24%
Proveedores	20%
Clientes	6%
Descuento cheques de pago diferido	4%
Fideicomisos financieros	2%
Obligaciones negociables	0%
Acciones	0%
Otros	0%



**2. ¿Los directivos conocen alguno de los siguientes instrumentos de financiamiento?**



**3. ¿Estaría interesado en recibir información sobre instrumentos que no conoce?**



**4. Si conoce los instrumentos pero no está dispuesto a utilizarlos, indique los motivos**

Motivo	Porcentaje
El tamaño de la empresa y las necesidades de financiamiento son de escala insuficiente para acceder al mercado de capitales	36%
Los costos de transacción pueden ser elevados	14%
Carece de información suficiente para evaluar la viabilidad del financiamiento por estas vías	11%
No hacer pública la información de la empresa	7%
Otros motivos	32%

## Comentarios finales

Los resultados de la encuesta replican una realidad conocida en el interior del país y en particular para el universo de empresas pymes. De todos modos, hay señales claras de desarrollar los mercados de capitales regionales. Un número creciente de experiencias exitosas de pymes avalan el camino elegido. La economía regional también cuenta con una gran oportunidad de progreso en la medida que comience a consolidar marcos institucionales y nuevos instrumentos financieros que desarrollen su mercado de capitales. Las condiciones están dadas: una gran masa de ahorro, el surgimiento de una clase emprendedora y un gran potencial de generación de nuevos negocios con perfiles variados de riesgo. ■