

## Desarrollo del Mercado de Capitales: Un enfoque sistémico.

Por Héctor Helman<sup>1</sup>

### Abstract

En la actualidad existe consenso con respecto al limitado grado de desarrollo del Mercado de capitales –MdC- en Argentina, tanto en términos de capitalización bursátil en relación al PBI<sup>2</sup>, como en relación a otras economías latinoamericanas, a saber Chile, Brasil o México.

A pesar de su extensa trayectoria histórica, el Mercado de Capitales local<sup>3</sup> se encuentra en un estadio emergente, y al no lograr el pleno desarrollo de su potencial como fuente de financiamiento del desarrollo económico, se ha mantenido en una magnitud relativa marginal.

Este “subdesarrollo” del mercado de capitales local, se origina en un conjunto de factores de orden económico y no económico, que acotan su potencial como base de ahorro social, y como fuente de financiamiento de la economía real.

Este trabajo tiene como objetivo focalizar en forma sintética, algunos aspectos no económicos, y brindar un enfoque explicativo complementario acerca del bajo crecimiento del mercado de capitales en Argentina.

### I. **La perspectiva de los sistemas complejos.**

El comportamiento del mercado de capitales puede ser analizado desde el enfoque de los sistemas complejos, enfoque introducido en economía en los últimos 20 años por diferentes autores del pensamiento evolucionista con el objetivo de explicar el funcionamiento y la dinámica diferencial de los sistemas productivos.

Desde este modelo, el comportamiento del mercado presenta propiedades y condiciones no *reducibles* a sus partes constituyentes, y en ese sentido, este enfoque se define en oposición a las metodologías reduccionistas, que explican el agregado a partir de un análisis individual de sus partes, ó de causales lineales originadas en factores esenciales exclusivos (reduccionismo economicista, cultural, regulacionista) .

Por ejemplo, el enfoque reduccionista economicista sostendría que el motivo del bajo crecimiento del Mercado de Capitales debe buscarse fundamentalmente en la

---

<sup>1</sup> Doctor en Economía U.B.A., Director de la Comisión Nacional de Valores. .

<sup>2</sup> Durante 2007, el ratio para Argentina fue equivalente al 22% de su PBI, mientras que para Chile, Brasil y México fue del 130, 104 y 45%, respectivamente. Como referencia, en economías desarrolladas como Estados Unidos o España, el ratio alcanza el 144 y 125%. Fuente: IMF World Economic Outlook Database; World Federation of Exchanges (WFE).

<sup>3</sup> Nos referimos al Mercado de Capitales como Sistema, que incluye al conjunto de agentes e instituciones que intervienen en dicho mercado (Bolsas y Mercados, emisores, intermediarios, organismos de regulación y supervisión, inversores institucionales, y público inversor).

ausencia de medidas de beneficio tributario, en la alta tasa de interés sin riesgo determinada por los títulos de deuda pública, ó en la ausencia de suficientes incentivos para motivar la apertura del capital. Esto no significa que ciertos instrumentos específicos de política económica, no sean eficaces como mecanismos para promover el desarrollo del MdC.

Desde una visión regulacionista pura, el motivo central estaría en el alto costo generado por el marco regulatorio y la normativa vigente, mientras que el argumento puramente “cultural” enfatizaría el rol empresarial poco “schumpeteriano”, y la alta aversión al riesgo generada como producto de crisis macroeconómicas recurrentes, con la consecuente licuación del capital invertido en acciones u otros activos financieros.

En palabras de Erbes, Robert y Yoguel (2007):

*“Por el contrario, desde la perspectiva abordada, se considera que el sistema genera variables ocultas que no se evidencian estudiando sus partes en forma separada. En esa dirección, describir un sistema complejo no sólo requiere conocer el funcionamiento de las partes sino conocer como se relacionan entre sí desde una perspectiva no mecanicista. Bajo este enfoque, los sistemas económicos cambian y evolucionan de acuerdo con sus propias reglas, rutinas y path dependence, y con las interacciones que mantienen con el ambiente”<sup>4</sup>.*

En la perspectiva sistémica, el desarrollo del Mercado de Capitales está relacionado con cuatro dimensiones de *factores determinantes* interdependientes:

1. La *Confianza*.
2. La Cultura empresarial.
3. Aprendizaje e Innovación.
4. Marco regulatorio y normativo.

El primero de estos cuatro factores, la *confianza*, constituye para algunos autores<sup>5</sup>, un principio motor a partir del cual se construyen los otros factores económicos y no económicos que interactúan en el mercado de capitales.

## II. Los factores determinantes.

### 1. La Confianza.

El modelo regulatorio establece un cuerpo de leyes y normas, que constituyen el marco formal de obligaciones y compromisos, con el objetivo de asegurar el cumplimiento pleno de los “acuerdos” asumidos entre los ahorristas (inversores) y los emisores (colocadores), y optimizar el desempeño del Sistema.

Sin embargo, el sistema regulatorio en sí mismo, no puede reemplazar a la *confianza* como valor de cohesión social, y como “aseguramiento” del cumplimiento en última instancia, de los acuerdos entre las partes del mercado.

---

<sup>4</sup> Erbes, A., Robert, V. y Yoguel, G. *Sistemas complejos y desarrollo económico* (2008), Instituto de Industria, Universidad Nacional de General Sarmiento, paper presentado en la XII Schumpeterian Society Conference, Rio de Janeiro, Julio 2007.

<sup>5</sup> Zamagni, S.; Fukuyama; F. Putnam, R.

La *confianza* en el cumplimiento de las normas comunes establecidas, y la capacidad de confiar en las instituciones y en las personas, constituye la base esencial del sistema de valores compartidos, sobre los cuales se construye la solidez y la estabilidad del sistema financiero, y del mercado de capitales.

El carácter esencial de la *confianza* como factor crítico del desarrollo del mercado de capitales, se demuestra en el hecho de que las crisis financieras y bursátiles de mayor envergadura histórica fueron disparadas por la pérdida de confianza del público en las políticas vigentes, en la capacidad de las instituciones para manejar las crisis en forma eficaz, y/o en la percepción de una brecha amplia y creciente entre el valor de las variables clave y las expectativas -subjetivas- del público, más allá de las razones económicas objetivas subyacentes.

Asimismo, la confianza entendida como valor compartido y “capital social”<sup>6</sup> (Fukuyama, 1995), desempeña un rol esencial como factor de atracción ó de expulsión del ahorro social hacia el sistema financiero y el mercado de capitales, y su construcción requiere de un horizonte de largo plazo, teniendo en cuenta los determinantes históricos y culturales que intervienen.

En el caso específico de Argentina, el proceso de construcción de la confianza requiere de un marco regulatorio óptimo, entendiéndose por éste uno que: minimice las asimetrías de información, asegure la transparencia y la protección al inversor, y maximice la calidad del gobierno corporativo, facilitando de tal modo el equilibrio entre la oferta de emisiones y la demanda de inversión en un sentido tanto estático como dinámico. En efecto, las prácticas de mercado consensuadas entre agentes y organismos de regulación, que aseguren *la transparencia y la protección al inversor* minoritario, son factores fundamentales para la maduración del mismo.<sup>7</sup>

En términos comparados, los países que muestran mayor orientación al consumidor financiero y protección al inversor son los que mayor crecimiento evidencian en el mercado de capitales.

Como se mencionó, la “confianza” como valor social es el resultado de una práctica social, en la que influyen factores históricos y culturales, y es un factor determinante en el desarrollo del mercado de capitales.

La confianza constituye un factor esencial en la construcción de un entorno atractivo para que el ahorro se transforme en inversión a través del mercado de capitales. En tal sentido, resulta esencial la adopción y el cumplimiento riguroso de los códigos de buen gobierno, ética comercial y protección al inversor<sup>8</sup>.

En el caso del contexto de Argentina, la construcción de condiciones de confianza sustentable enfrenta una doble dificultad, y por lo tanto un doble desafío, tanto para las entidades privadas como para los organismos de control. A pesar de las repetidas turbulencias macroeconómicas, y de otros tantos períodos de estabilidad que

---

<sup>6</sup> Fukuyama, F. *Trust: La Confianza*, Ediciones B (1998) (sobre *Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity*, 1995).

<sup>7</sup> Vale la referencia a la crisis *subprime*, en la cual se potenciaron distintos factores, provenientes de las calificaciones de riesgo y de la actuación del regulador, generándose un déficit de transparencia y una crisis de confianza.

<sup>8</sup> Para mayores referencias, ver *Developing Corporate Governance Codes of Best Practices* (2005), World Bank Publications.

les sucedieron, éstos no han demostrado ser eficaces a la hora de recomponer la confianza y generar consenso.

En tal sentido, las políticas de estabilización han conducido a períodos de confianza de corto plazo, pero no sostenibles en el horizonte requerido para generar cambios en las condiciones estructurales de la oferta y demanda en el Mercado de Capitales.

Ello obedece principalmente a que la confianza requiere un marco prolongado de baja volatilidad –no sólo económica, sino también institucional- para desarrollarse, y tras haber sufrido políticas inconsistentes entre sí durante décadas, en las que la seguridad económica y jurídica no estaba plenamente garantizada, el proceso de consolidación del consenso social se vio afectado, siendo el factor que más daño causó a la base de confianza en el entramado social.

La construcción de *confianza social sustentable* requerirá de la aceptación e implementación, de *prácticas formales exigentes de protección al inversor*<sup>9</sup>, y de un adecuado balance institucional, producto de la interacción de organismos de regulación y el sector privado.

En tal sentido, y siguiendo a Stefano Zamagni, se debería ahondar en la formación del capital social que él mismo denominó *linking*<sup>10</sup>, es decir, el vínculo entre el sector privado (inversores, emisores, bolsas y mercados) y sector público (ente regulador).

---

<sup>9</sup> Un aspecto esencial de la construcción de “confianza sustentable en el largo plazo”, es la existencia de un marco legal y de información de acuerdo con los estándares vigentes en las economías más desarrolladas, un régimen disciplinario eficaz, y la idoneidad de los profesionales involucrados en todas las instancias del proceso.

<sup>10</sup> Zamagni se refiere al profesor de Políticas Públicas de la Universidad de Harvard, Robert Putnam, que distingue dos tipos de capital social. El *bonding* (haciendo vínculos) está constituido por el conjunto de relaciones que se establecen entre personas de un mismo grupo social, como la familia, una asociación o una pequeña comunidad. Este tipo de capital crea confianza a corto plazo. El *bridging* (haciendo puentes), en cambio, es el que se crea cuando personas que pertenecen a espacios diferentes llegan a establecer relaciones fuertes. Este tipo de capital social, según explica, genera la confianza generalizada que sirve para el progreso económico y social de un país. Zamagni reconoce un tercer tipo de capital social, el *linking* (haciendo lazos, eslabones de una cadena), “en el cual la sociedad civil organizada se vincula con las instituciones de un país para realizar iniciativas comunes”. Según su análisis, en la Argentina, el capital social *bonding* es muy notable, ya que los lazos íntimos entre las personas son generalmente fuertes, pero el *bridging* es menos frecuente en nuestra sociedad y el *linking* es casi inexistente, salvo algunas excepciones. Desde su punto de vista “la sociedad civil y la clase política quedan separadas, incapaces de comunicarse y, sobre todo, de desarrollar acciones conjuntas. Este es el verdadero estrangulamiento que impide a la Argentina desarrollarse y progresar con todo su potencial”.

## 2. Cultura empresarial.

Como bien desarrollan Hanpden-Turner y Tropenaars<sup>11</sup>, ciertos factores no económicos poseen un rol esencial como motores del desarrollo de las economías capitalistas. A nivel macro, las ventajas comparativas estáticas y la abundancia de recursos naturales ó financieros pueden constituir condiciones iniciales favorables, pero la experiencia histórica<sup>12</sup> indica que las condiciones del entorno competitivo, el conocimiento, la innovación, el desarrollo de redes asociativas de valor, suelen constituir factores de éxito superiores a la abundancia en la dotación inicial de recursos.

Con características similares a nivel micro, el perfil de la cultura empresarial<sup>13</sup>, se refiere al estilo de liderazgo, a la perspectiva relativa al tiempo, al enfoque formal versus informal en relación al planeamiento estratégico, a las normas, procesos y procedimientos internos, y a la orientación a la asociatividad versus la competencia individual no asociativa. Dichos componentes culturales, ya sea en su dimensión macro (“diamante” porteriano amplio), micro (empresa, cadena de valor, redes) o sectorial (sector económico) determinan el potencial de desarrollo, dada una dotación inicial de recursos económicos.

Ahora bien, el empresariado argentino, fuertemente basado en una estructura de carácter familiar, está afectado por dos aspectos que limitan el horizonte de desarrollo empresarial, el grado de informalidad<sup>14</sup> por un lado, y la disponibilidad de recursos para inversión en I+D, por el otro.

Este perfil de empresas ha evidenciado dificultades para generar el grado de formalidad necesario, que les permitiera financiar inversiones de largo plazo en el mercado institucional de crédito.<sup>15</sup>

En adición a las condiciones de inestabilidad macroeconómica, estas restricciones han impedido -desde el lado de la oferta- generar una masa crítica de emisiones para ofrecer en el mercado.

Del lado de la demanda de dichos instrumentos, la situación es no menos embrionaria. El diagnóstico se hizo presente en una encuesta realizada por la Comisión Nacional de Valores en 2007. Los resultados de la misma arrojaron que el 77,5% de los inversores minoristas consultados no sabían de inversiones, mientras que 70,3% no conocían el mercado de capitales.

---

<sup>11</sup> Hanpden-Turner, C. y Tropenaars, A. *Las siete culturas del capitalismo* (1995), Ed. Vergara.

<sup>12</sup> Para mayor información, ver Porter, M. *Las Ventajas competitivas de las naciones* (1990), Ed. Vergara.

<sup>13</sup> *El “empresariado” no es una clase homogénea de individuos, pues se trata de un agregado accionistas mayoritarios, minoritarios y ejecutivos, donde la capacidad para la toma de decisiones estratégicas de largo plazo suele ser colegiada, y en muy pocos casos está concentrada en un individuo que concentra derechos de propiedad y gestión.*

<sup>14</sup> “Los fondos suelen provenir de un financiamiento interno, donde se mezclan patrimonios propios de los propietarios, sus familiares y amistades, en un mercado de deuda y propiedad informal”. Rol de las PYMES en el Mercado de Capitales Argentino. Trabajo Conjunto CNV-UADE. 2008.

<sup>15</sup> La importancia de las empresas familiares también se da en otros países, España por ejemplo. La tendencia a no emitir títulos para financiarse en los mercados proviene del deseo de no perder el control familiar y de la falta de mercados diseñados para pequeñas empresas (por ejemplo, mercados bursátiles alternativos para pymes con menores requisitos de emisión. *Comentario de J.Segura Sánchez.*

Esta cultura prevaleciente en el Mercado de Capitales, representa una restricción para su desarrollo, y podría explicarse por diversas causas:

- Del lado de las instituciones: baja propensión a la asociatividad y conectividad de los mercados, estrategias sesgadas al corto plazo.
- Del lado de la oferta: desconocimiento del MdC, déficit de profesionales idóneos, empresas con alta informalidad, preferencia por el control societario pleno, preferencia por menor exigencia de información y de cumplimiento normativo.
- Del lado de la demanda: desconocimiento del MdC, sensación de baja protección, ausencia de canales arbitrales para el tratamiento de situaciones de conflicto.

Es de destacar que tanto en el caso de Argentina como de otros mercados latinoamericanos existe una marcada concentración del financiamiento vía Mercado de Capitales en empresas de mayor envergadura, es decir, el bajo grado de difusión y de aceptación por parte de las empresas medianas y pequeñas es común denominador.

Este fenómeno se observa tanto en economías incipientes como en los mercados de deuda más exitosos como Chile o México: son las compañías de las que cuentan con acceso al financiamiento vía colocación de deuda en el Mercado de Capitales. En cifras, en 2004 en México el porcentaje de deuda corporativa en manos de los nueve principales conglomerados ascendía al 88%<sup>16</sup>, mientras que en el caso chileno, las emisiones de bonos corporativos por tamaño de empresa también convalidan este fenómeno. Las llamadas mega-empresas abarcan el 93% de las emisiones entre 2000 y 2003, siendo el 7% restante totalmente destinado a las grandes<sup>17</sup> compañías.

### 3. Aprendizaje e innovación.

En adición a la confianza y a la cultura empresarial como factores determinantes del desarrollo del mercado de capitales, se encuentran las capacidades de *aprendizaje* y de *innovación*.

La capacidad de *aprendizaje* resulta de la combinación de la *capacidad de absorción y conectividad*<sup>18</sup>. Por su parte, la *capacidad de absorción* del sistema puede ser considerada como “la habilidad para reconocer nueva información externa, asimilarla y aplicarla” (Cohen y Levinthal, 1989)<sup>19</sup>. Esta capacidad no está relacionada únicamente con la posibilidad de acceder al conocimiento existente en el ambiente, sino que también implica la habilidad de identificar el conocimiento útil y de generar nuevo

---

<sup>16</sup> Cemex abarcaba el 16%; Ford 12%; KOF 11%; Telmex 10%; America Movil 13%; Bimbo, Pemex y GMAC 7% respectivamente; e IMSA 5%.

<sup>17</sup> *Mega firms are defined as those with annual sales net of VAT above [US\$17,2 million]; large firms have sales between [US\$16,8 and 2,8 million]; medium firms have sales between [2,8 million] and [US\$0,7 million]; small firms have sales between [US\$ 0,7 million] and [US\$ 68.688] and micro firms have sales below that sum. Micro firms represent around 82 percent of all firms, while small firms are 15 percent and medium firms two percent. Large and mega firms combined account for only one percent of all firms. Fuente: Banco Mundial (2004); la adaptación de las cifras es elaboración propia.*

<sup>18</sup> Erbes, Robert y Yoguel, 2008

<sup>19</sup> Citado por Erbes, A., Robert, V. y Yoguel, G. *Sistemas complejos y desarrollo económico* (2007), Instituto de Industria, Universidad Nacional de General Sarmiento.

conocimiento. La *capacidad de conectividad* está asociada al potencial con el que cuenta el sistema para establecer relaciones y generar interacciones con otros sistemas, con el objetivo de incrementar su base de conocimiento, generar conocimiento adicional e incrementar la capacidad de absorción inicial.

Por otra parte, una *capacidad de aprendizaje* superior significa que el sistema está en mejores condiciones de aprovechar las ventajas derivadas de las interacciones generadas entre la red de agentes y las oportunidades del medio externo.

Al respecto, Carlin y Mayer<sup>20</sup> (1998) explican cómo los mercados financieros desarrollados facilitan el llamado “equity financing” propio de empresas innovadoras. Ejemplos de esto son los casos de Irlanda e Israel, economías altamente limitadas que por medio del desarrollo de industrias con activos intangibles y mucha I+D (Investigación y Desarrollo), lograron relanzar el PBI nacional en períodos relativamente breves. Ello obedece a que, en economías en transición, la curva del *learning by doing* es reemplazada por la fuerza innovadora de tecnologías que desde el inicio superan la productividad media para todo el mercado. Estos sectores pujantes también se caracterizan por una alta conectividad, que les permiten compartir descubrimientos e innovaciones en tiempo real, e integrarlos al proceso productivo.

En efecto, el *grado de innovación*, corolario de los dos procesos anteriores, está asociado con el proceso de destrucción creativa schumpeteriano, significa que el sistema construye en forma novedosa y eficaz, nuevos enfoques socio-tecnológicos generadores de valor superior. Desde esta perspectiva, la competencia empresarial es entendida como un *proceso de destrucción creativa* que genera variedad a través de la innovación pero también la reduce a través de mecanismos de selección, los que dependen de las instituciones del mercado<sup>21</sup>. En este contexto, la innovación es el resultado de un proceso de destrucción creativa<sup>22</sup> (Schumpeter, 1912), en tanto transforma las rutinas de las firmas y las instituciones por medio de aprendizajes formales e informales.

El desarrollo del Mercado de Capitales está estrechamente relacionado con la capacidad de aprendizaje e innovación, en tanto facilita la destrucción creativa transfiriendo recursos a empresas jóvenes y eficientes. Ello es posible ya que un mercado transparente permite superar el escollo de la información asimétrica, por lo que las empresas más jóvenes no requieren patrimonio propio o conexiones especiales para acceder al financiamiento.

En definitiva, el mercado financiero actúa como una fuerza de nivelación y distribución más equitativa del capital<sup>23</sup>, lo cual beneficia a pequeñas empresas innovadoras y pujantes, particularmente necesitadas de financiamiento en sus frágiles etapas iniciales y en las posteriores de consolidación.

Por otra parte, y siguiendo el análisis sobre Las Ventajas Competitivas de las Naciones, cuando el objetivo es facilitar el desarrollo basado en la innovación y el aprendizaje, los contextos con exigencia competitiva superior son preferibles a los

---

<sup>20</sup> Carlin, W. y Mayer, C. *Finance, Investment and Growth* (1998), Journal of Financial Economics, Universidad de Cambridge.

<sup>21</sup> Erbes, Robert y Yoguel, 2008.

<sup>22</sup> Schumpeter, J. *Teoría del Desarrollo Económico* (1912).

<sup>23</sup> Ver Levine, R. y Zervos, S. (1999) *Stock Markets, Banks And Economic Growth*, American Economic Review (OECD).

contextos de baja exigencia. Ello plantea Wurgler<sup>24</sup> (2000), al decir que el desarrollo financiero tiene como efecto aumentar la inversión en industrias que él denomina *sunrise*, en desmedro de aquellas más conservadoras y menos innovadoras (*sunset firms*).

Así, el proceso de destrucción creativa permite no sólo la reasignación de recursos desde empresas obsoletas a las nuevas, más pequeñas y productivas sino que igualmente, por medio de la nueva competencia, alienta a las primeras a invertir en mejorar la propia por medio de nueva tecnología o cambios organizacionales del trabajo que promuevan una mayor eficiencia.

Adicionalmente, existe una externalidad positiva de este proceso que trasciende el desarrollo de más o mejores empresas, de carácter más dinámico e innovador que tiene un impacto fehacientemente positivo en el crecimiento. Ésta consiste en el derrame indirecto en cuanto las insta a formalizarse para acceder al financiamiento vía Mercado de Capitales, lo cual a su vez actúa reforzando positivamente la transparencia del mismo<sup>25</sup>. A nivel local existen múltiples manifestaciones de este fenómeno. *Doing Business*, la encuesta en 178 países que realiza anualmente el Banco Mundial para evaluar el clima regulatorio para los emprendedores, estableció que América Latina efectivamente “se está quedado atrás de otras regiones” en este sentido.

Ahora bien, es justamente en las economías de transición donde el proceso de destrucción creativa se vuelve más evidente, con gran cantidad de empresas ingresantes. México es un país que se muestra muy dinámico en cuanto a creación de empresas: muchas ingresan al mercado, con una rápida expansión en caso de tener éxito, o un fracaso igualmente veloz de no tenerlo.

El notable proceso de desarrollo observable en los mercados de capitales de varios países emergentes, en particular en el caso de Brasil, Chile y México, en la última década, indican que los casos donde se observan procesos de cambio en contextos complejos, fuertemente afectados por la pérdida de confianza y las crisis económicas, arrojaron resultados muy significativos en términos de recuperación y desarrollo.<sup>26</sup>

En el caso de Brasil, el mercado bursátil respondió exitosamente al liderazgo propuesto por la Bovespa en el 2000-1, con un modelo de trabajo basado en la Innovación y el Aprendizaje.

En el contexto de un clima de negocios afectado negativamente por la crisis brasileña de 1999, el Bovespa<sup>27</sup> se planteó objetivos de desarrollo, basada en una estrategia de largo plazo, la cual fue participada y consensuada con los principales

---

<sup>24</sup> Wurgler, J. (2000) *Financial Markets and the Allocation of Capital*, Journal of Financial Economics, Univ. de Cambridge.

<sup>25</sup> La importancia de que el acceso al MdC también implica someterse a una disciplina y escrutinio externo que mejora la eficacia y exige más transparencia y códigos de conducta.

<sup>26</sup> La emergencia de estos mercados ha sido consecuencia de procesos de cambios significativos, si bien la expansión puede estar influenciada por movimientos de fondos especulativos. El crecimiento en la cantidad de empresas cotizantes, y la dimensión que cobró el Novo Mercado de Sao Paulo, indicaría que se trata de un cambio de tipo estructural más que especulativo.

<sup>27</sup> La innovación de Bovespa se refleja en el *enfoque integral* adoptado que incluyó: la definición de objetivos estratégicos de mediano y largo plazo, la nueva segmentación del mercado, la difusión y la capacitación, el cambio tecnológico, y los incentivo para atraer nuevas compañías al Novo Mercado.



organismos públicos y privados, tales como el Ministerio de Hacienda y el Banco de Brasil, organizaciones no gubernamentales especializadas en Gobierno Corporativo.

#### 4. Marco normativo y regulatorio.

El marco normativo y regulatorio constituye el último componente del sistema de factores determinantes, los cuales actúan de modo interdependiente para generar la facilitación ó el freno al desarrollo del Mercado de Capitales.

En las economías maduras, el desarrollo del Mercado de Capitales acompañó el desarrollo económico. Un porcentaje relevante de los ahorros de los individuos y familias se invirtió en participaciones accionarias de las empresas cotizantes, en fondos de inversión, u otros instrumentos, proceso que dio lugar a la “socialización” del ahorro y su aplicación a la inversión productiva.

El marco normativo y regulatorio ha desempeñado un rol disímil, en función del entorno cultural de cada mercado. En la mayoría de los casos se basó en la autorregulación del mercado, mientras que los menos lo hizo por medio de la regulación directa del organismo público, con diferentes grados de intensidad.

Fue la dinámica de las crisis financieras y bursátiles de los últimos años (particularmente desde el caso de *Enron* en adelante), la que introdujo cambios cualitativos en la visión de los organismos reguladores, de los accionistas minoritarios y del público inversor con respecto a la importancia del marco regulatorio y normativo.

El cambio más relevante en tal sentido, se refiere al concepto de *óptimo regulatorio*. De ser considerado un factor negativo para el desarrollo del MdC, el marco normativo y regulatorio (cuerpo de normas, códigos, instrumentos de auditoría y control), se ha convertido en una alternativa necesaria<sup>28</sup> para la reconstrucción de la credibilidad y la confianza en los mercados maduros luego de la crisis *subprime*.

En el caso de las economías emergentes, donde el desarrollo del MdC fue “tardío” en relación a su relevancia para el financiamiento del desarrollo económico, el organismo regulador puede asumir un *doble rol*, dependiendo ello de la cultura empresarial y del grado de liderazgo que asuma en el proceso de cambio.

Por un lado, cuando el desarrollo del mercado requiere fortalecer los aspectos de transparencia, defensa de los accionistas minoritarios<sup>29</sup>, y velar por la estabilidad financiera sistémica, el rol del organismo debe ser el de propiciar la implementación de medidas que reflejen el estado del arte de las corrientes regulatorias de los países más avanzados en esta materia. Por el otro, el ente regulador debe armonizar los requerimientos del sector privado y público, con el objetivo de facilitar la formación del mercado mediante la inclusión de los participantes en el MdC, tanto inversor como tomador de fondos.

En este sentido, las políticas públicas deben facilitar un cambio en la percepción de los agentes económicos, dado que el MdC no se encuentra aún posicionado como

---

<sup>28</sup> Samuelson, P. *¿Por qué hace falta rescatar a Wall Street?* iEco 21/07/2008.

<sup>29</sup> La transparencia también hace menos manipulables las cotizaciones, y por lo tanto actúa en defensa del inversor minoritario.

una fuente de recursos financieros para que las empresas obtengan su financiamiento, de allí su escaso desarrollo.

Como parte de este cambio cultural, las políticas de financiamiento al sector privado y público, deberán ampliar las alternativas ofrecidas, además de los programas más usuales, de tasas subsidiadas, reintegros impositivos, u otros, incorporando herramientas que impulsen la emisión de *equity* versus deuda.

### III. Conclusiones.

El bajo desarrollo del Mercado de Capitales tiene su origen no sólo en factores económicos, sino también, y fundamentalmente, en aspectos referidos a la confianza institucional, al entorno cultural, y al marco legal y regulatorio.

Entre la dimensión económica y no económica existe una relación de interdependencia y no de causalidad lineal, es decir, la sola condición de equilibrio en las variables macroeconómicas no garantizan en forma automática la creación de nuevas prácticas en la cultura del ahorro y del financiamiento empresarial hacia el MdC.

Teniendo en cuenta tal interdependencia en el funcionamiento del Sistema del Mercado de Capitales, las soluciones para impulsar su desarrollo deben partir de premisas superadoras -no solamente focalizadas en aspectos instrumentales y específicos-, sino en un enfoque estratégico y sistémico.

La creación de nuevos productos financieros, la generación e instrumentación de programas de apoyo público, la publicidad institucional, los programas de difusión y educación, y los códigos de transparencia, constituyen aspectos esenciales para el desarrollo del MdC en dimensión y profundidad. En este aspecto, el rol de los organismos de regulación resulta esencial para dar credibilidad y transparencia al mercado.

El rol de un mercado de capitales eficiente es clave para lograr una comunicación efectiva entre los recursos financieros en poder de los inversores institucionales<sup>30</sup> y las necesidades de financiamiento de la economía real.

Tal como se mencionó previamente, son necesarias capacidades adicionales, no relacionadas “únicamente con la posibilidad de acceder al conocimiento existente en el ambiente”, sino que también impliquen una “habilidad de identificar el conocimiento útil y de generar nuevo conocimiento”.<sup>31</sup>

Los *factores determinantes* analizados representan el fundamento de estas capacidades diferenciales a desarrollar. A decir de Senge (1998), el cambio requerido debe responder a las características de una **organización inteligente**.<sup>32</sup>

---

<sup>30</sup> El stock de recursos disponibles por parte de las AFJP, Cías.de Seguro, Vida y Retiro, ART asciende a más de U\$S50mil millones a junio de 2008).

<sup>31</sup> Erbes, A., Robert, V. y Yoguel, G. *Sistemas complejos y desarrollo económico* (2007), Instituto de Industria, Universidad Nacional de General Sarmiento.

<sup>32</sup> El MdC debe convertirse en una “organización inteligente” en el sentido de las características definidas por Peter Senge (La Quinta Disciplina, MIT, 1998). La Organización Inteligente posee algunas características clave: a) Visión y Valores Compartidos, b) Aprendizaje en equipo, c) Pensamiento sistémico.