

La Banca Cooperativa y el Mercado de Capitales

*Leonardo Bleger**

1. El mercado de capitales en el sistema financiero internacional

El mercado de capitales ha tenido un vigoroso y rápido desarrollo en el sistema financiero internacional.

El elemento más destacado de este proceso es el crecimiento del financiamiento de las empresas a través de bonos.

Este proceso se denomina de “desintermediación”, ya que las empresas se financian directamente recurriendo al ahorro público a través de la colocación de bonos. Este tipo de financiamiento ha reemplazado parcialmente (aunque por montos significativos) la utilización de préstamos bancarios canalizados por los intermediarios financieros, en primer lugar los bancos comerciales.

En el período 1982-1988 los préstamos bancarios en el mercado financiero internacional crecieron un 133%, mientras que los bonos de empresas crecieron un 319% (ver Cuadro 1). Gracias a ese crecimiento los bonos pasaron de participar en el 20.3% del financiamiento total al 31.1%.

Este proceso se desarrolló en un contexto creciente de “globalización”, por el cual se fue configurando un mercado financiero transnacional, particularmente en el área de las instituciones y productos del mercado de capitales.

Los inversores llamados institucionales, tales como fondos de pensión, fondos de inversión, compañías de seguros son los agentes principales del desarrollo del mercado de capitales, gracias a su vigoroso crecimiento.

El proceso de privatizaciones llevado a cabo en varios países europeos, incluyó en algunos casos la colocación de acciones de empresas privatizadas. Este fenómeno que se ha conocido con el nombre de “capitalismo popular” contribuyó también al crecimiento del mercado de capitales.

Otro fenómeno de significación es el desarrollo de los denominados “mercados emergentes”, se trata de países en desarrollo que están atravesando procesos de reformas estructurales siguiendo los lineamientos de los organismos financieros internacionales. Estos procesos incluyen como uno de sus elementos integrantes el desarrollo de sus mercados de capitales. En las fases iniciales de su desarrollo, estos mercados emergentes reciben el flujo de capitales del exterior con el objeto de beneficiarse de la rápida valorización de las acciones y bonos que se registran en la fase inicial de los procesos de reforma estructural.

(*) Adscrito a la Gerencia del Banco Credicoop Coop. Ltda.

En este contexto la banca comercial internacional ha sufrido una serie de desafíos que la ha obligado a encarar cambios en su estrategia.

Las grandes empresas clientes de los bancos comerciales recurren directamente a la captación de fondos mediante la colocación de bonos, los bancos de inversión asesoran a estas grandes empresas en la emisión y colocación de sus títulos.

Por lo tanto, los bancos comerciales han debido también incursionar en el mercado de capitales, solos o en asociación con instituciones especializadas. Esta incursión se ve facilitada por algunas ventajas comparativas de la banca comercial: su significación patrimonial, la extensión de su red de sucursales y el gran número de clientes potenciales adquirentes de los productos del mercado de capitales.

2. El mercado de capitales en la Argentina

Con la aplicación del programa de convertibilidad el mercado de capitales en la Argentina ha recibido un impulso importante.

Indudablemente la inestabilidad política y económica, el proceso inflacionario y la fuga de capitales, entre otros factores, determinaron un volumen muy poco significativo del mercado de capitales en la Argentina.

Los principales indicadores de la expansión del mercado de capitales a partir de la convertibilidad son los siguientes:

* La fuerte valorización de las acciones y el crecimiento muy significativo del volumen de acciones negociadas. Sin embargo fueron muy pocas las nuevas empresas que comenzaron a cotizar sus acciones en los mercados de valores.

Un caso particular de mucha significación fue la venta de las acciones telefónicas. Por la envergadura de la operación y la cantidad de adquirentes, se trató de una operación inédita en la economía argentina.

Sin embargo, esta operación que pretendía ser el comienzo de un fenómeno de "capitalismo popular" tuvo un final muy poco feliz. Muchos pequeños ahorristas sufrieron importantes pérdidas de capital en la compra de acciones de Telecom como consecuencia del desplome de los precios de las acciones luego del pico registrado en junio de 1992.

Esta experiencia afectó profundamente los planes oficiales de volcar a la oferta pública las acciones de las nuevas empresas privatizadas.

* Un vigoroso proceso de emisión de bonos de empresas y bancos, Obligaciones Negociables y en menor medida Comercial Papers (Obligaciones Negociables de corto plazo).

Desde julio de 1991 la emisión de obligaciones negociables de mediano y corto plazo alcanzó a más de 3.000 millones de dólares. En 1992, fueron autorizadas emisiones de Obligaciones Negociables por un monto total de 1852 millones de dólares.

A este total deben sumarse pedidos en trámite de aprobación por 757 millones de dólares, al 6 de noviembre de 1991.

Algunas de estas emisiones se comercializaron con la denominación de Eurobonos o Eurocomercial Papers.

En el cuadro No. 2 puede observarse que del total aprobado en el año por la Comisión Nacional de Valores 838,5 millones corresponden a bancos y el resto -1014 millones de dólares- a grandes empresas transnacionales y locales.

Entre las empresas se destacan Telecom con 200 millones de dólares y Telefónica con 100 millones, lo que evidencia es parte de las inversiones comprometidas por las empresas licenciatarias del servicio de telecomunicaciones se realizará recurriendo al ahorro de argentinos.

También se encuentran en el listado otras empresas que han resultado beneficiarias del proceso de privatizaciones, tal es el caso de Astra con 100 millones de dólares, Acindar 50 millones de dólares, Pluspetrol 48 millones y Cadipsa 21,2 millones de dólares.

Varias series de Obligaciones Negociables emitidas por empresas, corresponden a refinanciación de pasivos bancarios, con el objeto de disminuir el costo del financiamiento y ampliar los plazos de amortización.

La mayor parte de las Obligaciones Negociables son adquiridas con fondos de argentinos depositados en el exterior. El régimen autorizado para estos bonos permite a los argentinos que tienen fondos en el exterior mantener el anonimato y no quedar alcanzados por la tributación argentina. El atractivo es que estos bonos ofrecen rendimientos muy superiores a los internacionales.

El listado de los emisores prueba que las empresas medianas y obviamente las pequeñas quedan excluidas de este instrumento de financiación, que queda restringido a las grandes empresas capaces de ofrecer garantías suficientes a los inversores y de afrontar los elevados costos fijos que supone la emisión.

Por lo tanto, la generalización de este instrumento de financiamiento determina un importante vehículo de concentración empresaria, que se suma a otros importantes factores involucrados en la actual política económica.

* La consolidación de la deuda interna flotante y su instrumentación a través de bonos (BOCON) y la emisión de nuevos títulos de deuda externa vinculados a la refinanciación del Plan Brady, junto a los títulos públicos que ya están en circulación (Bonex, Bic y Bote) están determinando un aumento sustancial del volumen negociado en títulos públicos.

El proceso de privatizaciones incluyó la capitalización de deuda pública interna y externa como el instrumento principal de pago de los activos privatizados.

* La instrumentación de nuevas operatorias, tales como *opciones* sobre acciones privadas y *futuros* vinculados al precio de la carne.

* Creación de las agencias calificadoras de riesgo de títulos de deuda. A partir de noviembre de 1992 la oferta pública de títulos de deuda requiere obligatoriamente la calificación por parte de dos calificadoras autorizadas por la Comisión nacional de Valores.

* La creación de algunos fondos de inversión del exterior para invertir en títulos y acciones argentinas.

Los distintos elementos que posibilitaron esta expansión del mercado de capitales son los siguientes:

- La mayor estabilidad económica y la aplicación de la convertibilidad disminuyeron la percepción del riesgo de la Argentina y favorecieron el retorno de capital fugado del país y en menor medida la afluencia de fondos extranjeros.

La mayor parte de estos fondos se canalizaron hacia los argendólares (depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario) y la compra de Obligaciones Negociables.

- La sanción de nuevas leyes tendientes a alentar el desarrollo del mercado de capitales: la reforma de la ley de obligaciones negociables y la reforma de la ley de fondos comunes de inversión.

- Importantes modificaciones impositivas tendientes a fortalecer el mercado de capitales. Entre ellos la igualación del tratamiento fiscal a inversores locales y del exterior.

- Modificaciones de normas de la Comisión Nacional de Valores orientadas en la misma dirección.

3. Los bancos y el mercado de capitales

Los bancos han tenido un papel protagónico en el desarrollo del mercado de capitales que se está registrando en la Argentina.

Esta función fue prácticamente monopolizada por los bancos mayoristas (en su mayoría extranjeros) y por grandes bancos privados locales, que mantienen una operatoria combinada mayorista y minorista.

Los rasgos más destacados de esta participación son los siguientes:

* Emisión de Obligaciones Negociables y acciones de las empresas. Los bancos que tradicionalmente atienden las grandes empresas, han participado en todas las fases correspondientes a la emisión de bonos y acciones: el diseño de la operación, el underwriting de la misma (financiación de la emisión), la colocación de las acciones en el país y en el exterior y en algunos casos la garantía.

Como ya lo indicamos algunas de las operaciones corresponden a la refinanciación de pasivos ya contraídos con esas entidades.

* Emisión de Obligaciones negociables y Comercial Papers propios. En el Cuadro No. 2 se advierte que 17 bancos han emitido Obligaciones negociables.

El grueso del volumen lo concentran los principales bancos privados nacionales: Banco de Galicia 225 millones de dólares, Banco Río 200 millones de dólares, Banco de Crédito Argentino 175 millones, Banco Roberts 50 millones y Banco Francés 40 millones.

Estos bancos concentran el 82% del total de las emisiones realizadas por bancos.

En los 3 primeros casos las emisiones fueron lideradas por bancos internacionales como el Citicorp, el Chase Manhattan Bank y el Manufacturers Hannover Trust, que lideraron el diseño, la financiación y la colocación de estas emisiones. La colocación fue realizada en su totalidad en el exterior, y como ya hemos señalado los inversores corresponden en su mayoría a argentinos con fondos en el exterior.

La complementación entre bancos privados nacionales y bancos transnacionales se debe a que los bancos internacionales se ocupan de la colocación en el mercado internacional, mientras que los bancos locales tienen la estructura necesaria para canalizar estos fondos en operaciones de crédito minorista (en particular préstamos hipotecarios) que pueden soportar el relativamente elevado costo de captación de esos fondos.

* Privatización de empresas públicas

Estos bancos han participado activamente en el proceso de privatizaciones, cumpliendo las siguientes funciones:

- Asesores financieros del Gobierno Nacional en las distintas privatizaciones.
- Participación en los consorcios que se presentaron en las licitaciones, el papel más activo correspondió a los bancos Río, Galicia y Francés.

En los casos en que resultaron adjudicados los bancos pasan a participar en el capital de las empresas privatizadas con sus recursos propios.

- Ingeniería financiera y financiamiento a los adjudicatarios, mediante la emisión de obligaciones negociables y acciones o la concesión de préstamos con recursos locales o del exterior.

- Colocación en el público inversor de las acciones de las empresas privatizadas, como en el caso de Telefónica y Telecom.

* Los bancos participan también activamente en la negociación secundaria de bonos y acciones, tanto en el mercado Abierto, como en la Bolsa de Comercio. Para su participación en la negociación bursátil varios bancos extranjeros y grandes bancos locales han constituido casas de Bolsa de modo de participar directamente en este mercado.

Asimismo los bancos han constituido y administran Fondos de Inversión con inversores locales y del exterior.

4. La banca cooperativa y el mercado de capitales

De acuerdo con la descripción que hemos realizado surge con nitidez que la banca cooperativa encuentra serias limitaciones objetivas para una inserción significativa en el mercado de capitales.

* En primer lugar, la banca cooperativa no opera con las grandes empresas, que son las emisoras de Obligaciones Negociables y acciones.

La emisión de una serie de Obligaciones Negociables requiere de un volumen mínimo capaz de soportar los elevados costos fijos involucrados en la misma. Por otra parte

se requiere de un cierto reconocimiento público y de una cierta dimensión empresarial capaz de hacer atractiva la colocación de los títulos entre los inversores.

Los asociados a la banca cooperativa son en su gran mayoría pequeñas y medianas empresas, cuyo volumen y nivel de conocimiento entre el público, les impide la emisión de sus propios papeles.

Pese a esta consideración de tipo general, no debe descartarse para el futuro la emisión de Obligaciones Negociables por parte de empresas asociadas.

En particular podría tratarse de la emisión por parte de empresas cooperativas (de producción o de servicios) así como por parte de gobiernos o empresas públicas de Provincias o Municipalidades.

* Hasta el momento cinco bancos cooperativos han emitido Obligaciones Negociables propias por 27,5 millones de dólares.

Otros bancos cooperativos están en proceso de tramitación ante la Comisión Nacional de Valores.

Indudablemente se trata de un instrumento que debería ser desarrollado en toda su potencialidad por parte de la banca cooperativa, ya que constituye una fuente de captación de recursos a mayor plazo, lo cual permite otorgar préstamos a plazos superiores a los que actualmente exige el cortoplacismo de los depósitos.

Pese a ello, también aquí existen restricciones para el nivel de desarrollo de la operatoria.

Como hemos comentado, en el caso de los grandes bancos privados son los grandes bancos transnacionales los que lideran la emisión y colocación de sus títulos, la cual se realiza en la mayoría de los casos exclusivamente en el exterior.

Este camino ha sido elegido sólo por uno de los bancos cooperativos emisores, el Banco Bica Coop que designó al Citicorp como agente colocador de la emisión.

La no existencia de contactos fluidos de los bancos cooperativos con el sistema financiero internacional limita significativamente la posibilidad de colocar sus obligaciones en el exterior por montos importantes.

* La banca cooperativa no participa del proceso de privatizaciones.

En el caso de los bancos adheridos al Instituto Movilizador de Fondos Cooperativos, estos comparten una posición crítica al proceso de privatizaciones la cual los ha llevado incluso a no participar de la colocación minorista de las acciones de Telefónica y Telecom.

Pero junto a esta posición de principios, la dimensión de la banca cooperativa y el carácter de las empresas asociadas, las margina en la práctica de las grandes privatizaciones realizadas y en curso, que beneficia a grandes grupos locales o extranjeros.

Pese a ello no debe descartarse la participación de bancos cooperativos en el asesoramiento y la financiación en los casos de privatizaciones de empresas públicas de las

jurisdicciones provinciales y municipales, en especial en colaboración con entidades cooperativas de servicios y de producción.

Una experiencia concreta ya se registró en el caso de la privatización de la Central Térmica Alto Valle de la Provincia de Neuquén, en la cual resultó adjudicada la Cooperativa de Servicios Públicos y Comunitarios de Neuquén Ltda. (CALF) asociada con la compañía norteamericana Dominion (una empresa de propiedad de usuarios de Virginia). La banca cooperativa participó en el financiamiento de la operación.

* En cuanto a la negociación secundaria de acciones o comercialización de cuotas partes de fondos comunes de inversión, muchos bancos cooperativos están prestando o prestarán este servicio a sus asociados.

Los bancos del IMFC prestan este servicio pero siguiendo el criterio de privilegiar las formas de canalización de recursos que pueden volcarse en préstamos a sus asociados.

Los bancos cooperativos deben preservar claramente esta orientación de forma de convertirse, gracias a su extendida red de sucursales y cantidad de asociados, en bocas de captación de fondos con destino a las grandes empresas.

En una apretada síntesis podemos decir que la banca cooperativa presenta limitaciones objetivas para su inserción en un mercado de capitales que, en este contexto de política económica, apunta a obtener recursos para las grandes empresas monopólicas.

Los auténticos bancos cooperativos deben seguir atentamente el desarrollo del mercado de capitales para (como ya lo vienen haciendo), utilizar los instrumentos del mercado de capitales en función de sus objetivos fundacionales de asistencia financiera a las pymes y otros sectores populares.

En este sentido la integración de las entidades cooperativas para esta operatoria específica contribuiría significativamente a lograr esos objetivos.

Cuadro N° 1

Préstamos Bancarios Internacionales y Bonos Internacionales

(En millones de U\$S)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Préstamos Bancarios Internacionales (Stocks)	1.020	1.085	1.285	1.485	1.790	2.225	2.380
Bonos Internacionales (Stocks)	259	-	-	557	773	991	1.085

Fuente: FMI, "Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows", Washington. 1991.

Cuadro N° 2

Obligaciones negociables de largo y corto plazo En dólares, autorizadas en 1992

Sociedad	Monto	Plazo en años
Banco de Quilmes	20.000.000	2
Banco Interfinanzas	15.000.000	3
Bridas	50.000.000	5
Alto Paraná	40.000.000	3
Perales Aguiar	5.500.000	3
Banco Río	100.000.000	4
Banco del Suquía	5.000.000	3
Astra	100.000.000	5
Vicentín	30.000.000	12
Castro Corbat	5.000.000	3
Massuh	17.000.000	4
Telematrix	2.250.000	7
Cencosud	12.000.000	5
Alto Paraná	20.000.000	3
Alba	10.000.000	4
Pluspetrol	48.000.000	5
Telecom.	200.000.000	5
Acindar	50.000.000	5
Telefónica	100.000.000	3
Banco Austral	5.000.000	3
Banco de Crédito Argentino	75.000.000	2
Ing. Ref. S.Martín	43.510.400	8
Panam	15.000.000	4
Banco Río	100.000.000	5
Banco Roela	4.000.000	3
Banco Bica	10.000.000	2
Deustch Bank	20.000.000	5
Banco Roberts	50.000.000	3

***Obligaciones negociables de largo y corto plazo.
En dólares, autorizadas en 1992***

Sociedad	Monto	Plazo en años
Banco Credicoop	10.000.000	2
Banco Macro	5.000.000	2
Banco de Galicia	100.000.000	5
Banco del Suquía	5.000.000	3
Banco Gral. de Negocios	25.000.000	5
Alto Paraná	50.000.000	2
Alpargatas	60.000.000	2
Cadipsa	21.200.000	3
Banco Coop. del Este	2.000.000	2
Banco de Crédito Argentino	100.000.000	5
Banco Francés	40.000.000	5
Subtotal O.N.	1.588.480.490	
O.N. de corto plazo:		
Banco de Galicia y Bs. As.	75.000.000	
Banco de Galicia y Bs. As.	50.000.000	
Molinos Río de la Plata S.A.	50.000.000	
Alba, Fábrica de Pinturas, Esmaltes y Barn S.A.	40.000.000	
Velox S.A.	20.000.000	
Alto Paraná S.A.	35.000.000	
Banco Inst. Coop. Ltda...	5.000.000	
Banco Local S.A.	1.500.000	
Estrada S.A.	7.500.000	
Subtotal O.N. de corto plazo	284.000.000	
TOTAL	1.852.460.492	

Fuente: Comisión Nacional de Valores

Ver cuadro No. 1 página 92.

Ver cuadro No. 2 Página 93.y pagina 94.