

La promoción de valores bursátiles en México

ALFREDO LAGUNILLA IÑARRITU

Público, autoridades y a veces hasta los técnicos en la materia se preguntan sobre el escaso papel que en nuestro sistema financiero han desempeñado los tres mercados organizados de valores, siendo así que cumplen diversos y esenciales cometidos en el juego regular de la compleja vida financiera de los países de alta madurez.

Estos cometidos, como se sabe, son: 1) Complementación a la captación de recursos bancarios directos (depósitos, colocación de renta fija, custodia, mandatos, etc.) por otra captación indirecta y negociada: las carteras bancarias que recolocan entre el público y otras sociedades de cartera los activos accionarios y obligaciones tomadas a las empresas con fines de ampliación, crecimiento, así como también de garantía y vigilancia de créditos. 2) Igualmente cuando las empresas hacen participar al público ahorrador de las utilidades empresariales repartibles dentro de la suspirada democracia accionaria. 3) Sin olvidar, por supuesto, que la colocación de valores es la única manera de atomizar los riesgos y hasta recesiones de esta economía de mercado en la que “todavía” nos movemos y desarrollamos. Toda economía de mercado debe distribuir sus riesgos, aunque ahora tratemos de compensarlos y el resultado de esta compensación está por probarse en el futuro.

Y en efecto, todos los días hablamos de bolsas de valores como instrumentos de financiamiento y desarrollo industrial y hasta hacendístico; pero este anhelado deseo no ha logrado realidad completa. Por supuesto, no se trata de México como ejemplo único de una serie de ejemplos que abarcan al mundo llamado periférico o en desarrollo.

Sin embargo, el problema de fondo permanece ahí ante nuestros ojos y una de dos: o lo resolvemos sin varita mágica o encontramos alguna justificación. Por ejemplo ¿habremos hecho una buena promoción de la oferta generalizada o nos falta hacerla? —tanto de valores mexicanos como acciones de inversiones directas extranjeras. No es la primera vez que hemos hecho esto último y el público ha comprado sobre la marcha. En cuanto a la demanda no siempre se deja seducir sin una oferta *ad hoc*. Esta falta de captación negociada no especulativa o “segunda captación” —como queramos llamar a la actividad bursátil *vis-à-vis* del sistema bancario y también empresarial como un todo— ha dado en los buenos tiempos altas utilidades, formas de vigilancia y poder de decisión a nuestros banqueros; pero en tiempos de ajuste puede contribuir a la acumulación de riesgos inherentes a toda inmovilización. *Como es universalmente sabido, cualquiera que sea la especialización, organización y plazo de operación bancaria, en una captación directa y otra negociada (partiendo de carteras bancarias de valores) tenemos los medios y procedimientos de alta liquidez en primera y última instancia.* Y la cuestión se plantea a nivel de banca especializada que hemos

disfrutado al igual de la múltiple que ahora intentamos navegar.

La necesidad de liquidez última es suceso de todos los días y regiones, tanto en las grandes bancas como en las medianas; pero entre nosotros es mayor por cuanto carecemos de redescuento abundante y las formas de liberación de encaje son lentas a veces y sólo son permitidas para finalidades específicas que casi siempre se refieren a papel de producción. La banca central salva a los acreedores de las instituciones, pero la medida tiene limitaciones de un ajuste más general. Como se sabe, nuestra banca de circulación es muy reducida comparada con otros ejemplos europeos. La liquidez directa (depósitos, etc.) y la negociada no especulativa (cartera de valores) tampoco juega entre unos bancos con otros dentro de nuestro medio; y respecto de la banca y su banco central las formas de liquidez no siempre son rápidas. Tampoco se encuentra entre nosotros desarrollada la aceptación bancaria con vistas al exterior.

Desde el siglo pasado el vicio de las inmovilizaciones de cartera dañó la evolución belga y francesa en el caso de sus antiguas “Sociedades Generales”. Ante tales experiencias la banca especializada anglosajona formalizó su banca de inversión para tomar valores con una mano, tenerlos sólo en parte, y colocarlos bursátil o particularmente con la otra.

Ahora bien, si es sabido lo imperativo de la liquidez bancaria del lado de su captación directa como de su compraventa negociada no especulativa ¿cuáles son las dificultades para promover en mayor escala la oferta bursátil de manera que la banca disponga de un segundo frente de liquidez negociada? Porque ha habido casos de buenas ofertas, tanto de empresas nacionales como extranjeras, cuyo resultado fue excelente; como también han existido casos en que la banca debió recomprar su colocación primitiva o de aquellos valores no recomendables para su colocación. Ejemplos para todas las situaciones no es que falten; lo que falta es una escuela de ofrecimiento a niveles mayores que los actuales.

Para que el mismo proceso financiero no haya abierto espontáneamente una brecha de negociación a través de nuestros centros bursátiles, y sea preciso utilizar una promoción especial, el hecho es que existen ciertos obstáculos nacidos del despegue económico, a los cuales debemos poner atención antes de convertir a la banca de alto plazo en una verdadera banca de inversión, como se ha dicho antes, que tome los valores con una mano y los coloque con la otra tanto fuera como en los medios bursátiles. Tema ante el cual hemos de mostrarnos reverentes lo mismo la banca que el banco central y los expertos en estas materias.

II

Los viejos mercados financieros no siempre pasaron por Oxford y Harvard antes de su completo desarrollo —aunque siempre es bueno darse una vuelta completa por sus renom-

bradas aulas. Cuatruer viejo banquero sabe que el mercado financiero "pide y exige" liquidez por el procedimiento de recolocar carteras como un medio complementario de seguir el desarrollo financiero. Luego la realidad no es tan simple como ignorar una cuestión tan obvia sino preguntarse dos cosas, a saber: 1) La prosperidad ¿puede habernos hecho perder de vista todas sus exigencias de liquidez? 2) Dónde están los impedimentos y aun las ilusiones legislativas de los años 30 y 40 que dejaron en lugar secundario a nuestra actividad bursátil? Pues tales legislaciones —exercentes por tantos motivos que anota no mencionare por falta de tiempo— dieron al mecanismo bancario una primacía que no siempre la experiencia ha demostrado como correcta y excelente.

El éxito de la recompra en rentas fijas se deriva del aumento proporcional en la demanda popular y empresarial de estas rentas. Que tal es lo sucedido en los años 50 y 60 con leves desfallecimientos no debe ocultarnos el hecho de que pueden presentarse otros ajustes. Aunque los certificados de plazo vayan abriéndose camino en sustitución de los bonos financieros e hipotecarios tacitamente recomprables, el sostenimiento de tales rentas fijas mantendrá a su tasa de interés en posición dura al alza. Luego bien esta que también nos acostumbremos a comprar varias rentas algo por abajo de su nominal.

Otra cuestión en extremo importante, que puede haber frenado una buena promoción de ofertas bursátiles, es la relativa al crecimiento empresarial por pasivos. La regla de utilizar pasivos en grande escala, aparte de sus ventajas fiscales, contaba también a su favor una escuela que predicaba utilizar dinero ajeno como razón de mayor peso para obtener utilidades y crecimiento simultáneo. Pero ¿cómo se han repartido las utilidades brutas de este más rápido crecimiento? La razón era hacerlas elevadas a fin de cubrir el sobrecosto de los recursos obtenidos por vía de pasivos (nacionales en parte y en parte extranjeros), pero los rendimientos que han ido llegando al accionariado medio ¿disfrutaron proporcionalmente de esa elevación de las utilidades brutas? La regla clásica semiolvidada consistía en no forzar la utilidad bruta empresarial para no forzar a su vez los precios de venta mercantil y tampoco una desigual forma de pago por vía de deudas y por vía de dividendos. Los dividendos se consideraban sagrados —o en su lugar el crecimiento empresarial—, pues ellos ayudaban a colocar acciones en el mercado bursátil como medio de expansión empresarial.

El crecimiento por pasivos es obligado en ciertas ramas empresariales de excepcional potencia. También nuestras empresas medias, sin acceso al mercado bursátil, vienen trabajando por pasivos.

Es cierto que en el despegue económico de un pueblo muchos gatos son pardos, mas ¿por cuánto tiempo? Razonablemente el despegue es una realidad *sui generis*, y su mensaje resulta imperativo; no obstante, los costos internos empresariales han saltado muchas veces detrás de los recursos obtenidos por levantamiento de pasivos.

Los costos financieros estuvieron favorecidos por el régimen fiscal. En este punto no olvidemos que la alta tasa de nuestras rentas fijas tampoco viene estando moderada por la emisión de obligaciones del tesoro público, como emisor excepcional con tasa reguladora y de tendencia más baja.

Todo lo cual nos obliga a meditar que la unidad *Banca-Bolsa* es un recurso financiero de alta experiencia en este neocapitalismo que nos ha tocado vivir. Tal unidad entre Banca y Bolsa estimula el ahorro alto y medio de la población y aminora los costos corporativos de origen burocrático y oligopolístico. De ser verdad estas bellezas pongamos mano a la obra para incrementar la liquidez negociada de tipo bursátil; especialmente en favor de nuestras instituciones bancarias de alto plazo.

III

En los años 50 y parte de los 60 creímos de buena fe que el tránsito entre la oferta de títulos-acciones individuales más ciertas obligaciones industriales y el mercado organizado de valores, podría salvarse merced a los Fondos de Inversión y algunos Fondos de Fomento con acceso final al mercado, más otros fideicomisos para crecimiento.

Los Fondos de Inversión son carteras "movibles" de acciones que dan lugar por cobertura a la emisión de acciones propias que balancean ciertas condiciones básicas como el rendimiento, crecimiento, liquidez, vigilancia y cabal administración. Tales carteras de Fondos son a su vez índices del mercado. Las acciones de Fondos debían ser difundidas entre el público medio y alto, al sustituir el trabajo de administración, acelerar la formación del accionario y enseñar a comparar utilidades de empresas destacadas, así como absorber posibles pérdidas por bajas del mercado.

Sin embargo, algunos Fondos de Inversión pronto se convirtieron en una cartera más de los grupos bancarios. Autor como he sido de un libro sobre Fondos de Inversión,¹ he de confesar que la presión de los pasivos empresariales para crecimiento dinámico ha reducido la colocación de activos accionarios emitidos por nuestros Fondos cerrados de inversión; ya que desgraciadamente ahí han seguido los pasivos empresariales consumiendo buena parte de las utilidades brutas. Si sumamos los intereses y amortizaciones de esos pasivos —considerándolos como parte de las utilidades brutas, para efectos del razonamiento— observamos que también aminoran la utilidad repartible de los Fondos a través de sus acciones.

En cuanto a los Fondos de Fomento, especialmente paraestatales y banca de segundo piso, su ventaja sobre los Fondos de Inversión es que también adquieren acciones empresariales, con esta doble finalidad: poseer una vigilancia sobre la marcha de los negocios merced a la condición de accionarios, y además seguir proporcionando créditos a las empresas industriales acogidas a su poder de gestión y fomento. Y aquí de nuevo volvemos a encontramos con la violenta formación de pasivos por créditos para desarrollo y carga a veces demasiado pesada sobre el reparto de dividendos y ampliaciones de capital. Como el régimen fiscal es también benévolo para las actividades de Fondos de Fomento y fideicomiso, su propagación ha sido espectacular.

Pero no podemos dejar en el aire la actividad de los semiderrotados Fondos de Inversión. Hemos de volver a estudiar con detalle las escuelas que analizan las carteras como tales y no sólo los títulos individuales. También, ¿por qué no?, estudiar los Fondos de Inversión de tipo abierto

¹ Alfredo Lagunilla Iñárritu, *Las sociedades de inversión. Panorama internacional -- El caso de México*, Firme, México, 1969.

así como la recompra por parte de las gestoras de nuestros Fondos de Inversión en ejercicio.

En fin, no es por azar que nuestro sistema financiero, destinado por rigor del “despegue” al fomento industrial, carezca de propensión a la oferta planeada de sus carteras en todos los casos, así como de completa experiencia para tal colocación accionaria y obligaciones (convertibles o no), mediante estudios previos del alto nivel.

IV

Entrando fugazmente en el terreno de los intermediarios bursátiles ahora tienen las Casas de Bolsa un encuadre legal para aprovechar la situación y realizar ofrecimientos planeados de valores bursátiles —los cuales no siempre serán valores vulgares, sino que deben corresponder a una posible demanda muy huidiza por lo general— que desahoguen carteras de grupos privilegiados. La economía compartida de un país viene a ser realizable por este camino ya ensayado; sin perjuicio de que para ciertos sociólogos lo compartible sea de otro cariz y modelo.

Se trata, por tanto, de realizar la unidad *Banca-Bolsa* como arena donde lidiar la liquidez negociada y otras ventajas anexas. O sea, el equilibrio con crecimiento y no sólo el equilibrio a cualquier precio. No olvidemos que los ambientes bursátiles deben ajustar los errores un día u otro con bajas o con su decadencia. La agresividad empresarial y sus tecnócratas son elementos razonables mientras juguemos con precios lo más estables posibles (no a cualquier costo), pensando que la inflación rampante nos echará una escala antes de ahogarnos en otra inflación galopante.

Luego no es fácil, pero sí necesario, preparar antes la proporción y oferta de valores bursátiles; y es nuestra banca de plazo la que debe movilizarse: siendo así que hasta ahora no ha fungido sino principalmente como banca de fomento. La inflación de precios como de carteras semiinmovilizadas acaba siendo una respuesta contradictoria al crecimiento mismo.

Hablar de intermediarios exige mencionar también el crédito especializado de valores o “margen”. Este tipo de crédito: 1) concede especial prestigio a los intermediarios —agentes y casas de bolsa— así como a sus clientelas en la función de crear carteras particulares de alguna consideración; 2) mejora el juego en el mercado bursátil, ampliando la condición de las acciones como dinero al ser éstas pignoras a la vista para objetivos de mercado negociable; 3) permite mayor alcance para las operaciones a término. El “margen” puede ser especulativo moderadamente o piramidal; pero su actividad principal consiste en ampliar la capacidad de los particulares para cubrirse o hacer ganancias de capital. Como se sabe, las acciones pueden realizar ganancias por dividendos y ganancias de capital (o pérdidas).

Esta cuestión del “margen” es de fondo, pues debe, con el tiempo, sustituir, reducir o balancear la recompra de las rentas fijas.

V

En cuestiones de mercado bursátil y sus posibles motores —carteras bancarias, empresas con valores susceptibles de ser bursátiles y carteras privadas— tampoco podemos olvidar si todo esto está o no está dentro de la coyuntura monetaria

actual. La promoción de valores bursátiles es la última palabra del sistema financiero, y no está despegada del ambiente monetario y sus coyunturas. Por ejemplo, una inflación moderada ¿cómo puede ayudar a que el mercado de valores se movilice hacia los papeles accionarios? Sin entrar a fondo en tan difícil asunto simplemente me toca señalar que sin un alza continua del interés en las rentas fijas (lo cual es contradictorio con el mercado dinerario mismo), las ventajas del accionariado en toda inflación moderada son visibles cuando sus utilidades brutas, crecimiento empresarial, política de dividendos y ganancias de capital alcanzan niveles susceptibles de competencia con la renta fija en un ambiente de los rentistas ahorradores.

VI

Resumiendo: lo primero y principal consiste en organizar y promocionar la oferta, ya que la demanda está ahí esperando la llamada y tropa. Es decir, veamos de formar ofertas al tiempo de convocar la demanda y practicar el conocido *underwriting*, mediante los sindicatos oferentes o colocadores individuales; sin perjuicio de las conocidas prácticas de información periódica sobre valores bursátiles.

Aunque históricamente la demanda accionaria siempre emergió espontáneamente al bajar la tasa de interés en los grandes mercados bursátiles, por lo que a México se refiere este fenómeno debía manifestarse de la misma manera al perder valor adquisitivo nuestra tasa de interés por efecto de la inflación reinante. No obstante que existen buenos valores para vender y que la coyuntura del mercado es favorable en estos momentos, por falta de costumbre o de información la demanda no se manifiesta a nivel suficiente. Comprar bajo la par y considerar que los activos de una empresa siguen el movimiento alcista de los precios debían ser aliciente para la demanda bursátil. El hecho de que no sea así en la práctica revela la necesidad de programar la oferta de valores bursátiles en forma deliberada por los antes citados tres motores que tienen en sus manos el poder, y aun la precisión de hacerlo en la presente coyuntura por motivos de liquidez con suficientes dividendos para compartir utilidades y riesgos. Nuestro mercado financiero está bastante desarrollado, pero falto del debido equilibrio entre las dos rentas.

¿Y por qué no algunos incentivos fiscales cuando la operación es depositada en un banco o casa de bolsa y sostenida o pignorada por cierto tiempo a voluntad del inversor que sea causante del impuesto a la renta?

Un mercado como el nuestro, en su punto bajo de flexión coyuntural, debe impulsar a las empresas industriales medias y altas sobre la necesidad de colocar sus acciones bursátiles de alto rendimiento y crecimiento, por causa de la carestía del crédito nacional o extranjero. Todo esto representará una circunstancia para ser aprovechada; tanto más si las Bolsas extranjeras parecen marcar el mismo o parecido juego en momentos cercanos por venir.

Es preciso juntar la razón pura —ofrecimiento de valores bursátiles para expansión industrial— y la práctica o coyuntural —mercado de dinero accionario sobre el de rentas— con la mira de abrir a la demanda posible un panorama más amplio de actividad bursátil.

Este es el modelo tradicional ¿tenemos a mano alguna otra solución?