

1, 271

## LOS ENTES REGIONALES Y EL MERCADO DE CAPITALES (\*)

39

Ricardo C.J. Crespo  
Felipe González Arzac

### I. INTRODUCCION

1. Impulsar el desarrollo económico de una Nación, presupone una definición anterior sobre cual es el desarrollo que se quiere alcanzar, en razón de haberlo considerado como el crecimiento más adecuado al bien común.

En el ordenamiento jurídico vigente en la Argentina, esa definición está dada por los objetivos ("Queremos") que preceden a las Políticas Nacionales en el Decreto 46/70 de la Junta de Comandantes en Jefe.

Uno de esos objetivos es alcanzar "un país integrado, sin diferencias regionales injustas".

Ciertamente, la coexistencia -en una misma unidad política- de espacios desarrollados y subdesarrollados; unos que carecen del nivel económico mínimo que se corresponde con la dignidad humana, y otros que se conforman a la "sociedad de consumo", es uno de los males universales (1). En nuestro país tal vez esta situación no tenga la misma gravedad que en otras partes, pero el problema existe y nuestra tarea es la búsqueda de las soluciones.

(\*) Las opiniones expuestas en este trabajo pertenecen a sus autores y no necesariamente representan las del Consejo Federal de Inversiones.

(1) S.S. Paulo VI ha señalado en su Carta Apostólica al Cardenal Roy, del 14 de mayo de 1971, al "crecimiento desordenado" que engendra el "cinturón de miseria que llega a asediar, mediante una protesta silenciosa aún, el lujo demasiado estridente de las ciudades de consumo y del despilfarro" (N° 10). Y ha advertido que "queda por instaurar una mayor justicia en la distribución de los bienes, tanto en el interior de las comunidades nacionales, como en el plano internacional" (N° 43).

Un crecimiento, no inspirado en remediar las desigualdades regionales sería éticamente nocivo, y económicamente contradictorio.

Los desequilibrios regionales resultan negatorios del bien común, en cuanto éste implica la creación de las circunstancias más aptas para que todos los miembros de la sociedad política puedan, con la menor dificultad posible, buscar su propia perfección individual. También estos desequilibrios constituyen una fuerza disgregadora, antisocial: la coexistencia de espacios con necesidad y espacios con despilfarro, atenta contra la unidad nacional.

Pero —además— debemos señalar las graves consecuencias económicas, esto es el freno al desarrollo que los desequilibrios —regionales o sectoriales— traen consigo.

En primer lugar, los desequilibrios se multiplican aceleradamente. Siempre serán más atractivas las inversiones en las regiones desarrolladas. Si se trata de la ampliación o modernización de actividades ya existentes, es lógico que ellas se realicen en el mismo lugar o que —siéndolo en otro— signifiquen una mera extensión que traerá los beneficios al lugar de origen. Si se trata de nuevas inversiones, las regiones desarrolladas contarán para atraerlas con una infraestructura más completa y con un mercado de mayor poder adquisitivo.

En segundo lugar, cuando existen estos desequilibrios, las regiones desarrolladas tienen una propensión al consumo propia del grado de desarrollo alcanzado, mientras que en las subdesarrolladas el ahorro resulta muy dificultoso por el escaso ingreso. En ambos casos, se crean impedimentos para alcanzar el ritmo de formación de capitales que el lanzamiento de un proceso de desarrollo requiere. Todavía puede apuntarse que en las regiones subdesarrolladas, el beneficio empresario se ve empujado a convertirse en atesoramiento (adquisición de bienes para la conservación del valor, aunque sean improductivos) en razón de que nuevas inversiones suelen no contar con un mercado suficiente. Entre las formas de atesoramiento, algunas como la adquisición de moneda fuerte extranjera resultan evidentemente perjudiciales para la sociedad. Otras, como la adquisición de tierras que no serán explotadas en todas sus posibilidades, retardan el desarrollo agrario; otras veces, significan un traslado de riqueza desde la región hacia fuera, a veces también fuera del país.

2. Las circunstancias apuntadas, obligan al Estado (en sentido lato) a ejercitar la necesaria intervención, para asegurar que el ahorro se dirija a la formación de capitales, distribuidos en el espacio geográfico en la manera más adecuada a las necesidades de un desarrollo

equilibrado entre las diferentes regiones (2). La vitalización del mercado de capitales debe ser vista como un medio para que el ahorro se transforme en inversión, pero en aquella inversión determinada que el bien común requiere; de lo contrario se puede convertir en otro factor para desordenar el crecimiento.

Esa intervención estatal, se practica a través de diferentes instrumentos, que se complementan entre sí, de los cuales son principales e inexcusables:

- a) una planificación económica regional;
- b) el establecimiento de estímulos;
- c) la actuación de entes regionales de desarrollo, encargado cada uno de ellos de mantener la unidad en la ejecución de los planes y programas regionales, administrando el crédito de fomento, promoviendo la activación del mercado de capitales y asumiendo la promoción de las actividades productivas que se conformen a los objetivos y medios señalados por la planificación.

3. Este simposio nos da la oportunidad de exponer la doctrina con que hemos venido trabajando en la promoción de los entes regionales, y en particular, el trabajo cumplido en la formación de la Corporación Financiera Regional del Nordeste (CO.FI.RE.NE. S.A.) para la cual hemos sido destacados por el Consejo Federal de Inversiones, para colaborar con expertos de las Naciones Unidas que intervienen en función de asistencia técnica, y de los funcionarios de esa Región, que son quienes —en definitiva— realizarán la puesta en marcha y el funcionamiento del ente regional.

## II. LA REGION Y EL SECTOR EN LA CONSIDERACION FINANCIERA

El desequilibrio regional en nuestro país es también verificable a la luz de los principales indicadores del financiamiento bancario

(2) Cuando hablamos de desarrollo equilibrado, desde el punto de vista regional o sectorial, nos referimos a la concepción que hacemos nuestra, según la cual el desarrollo es un complejo de crecimientos armónicos, en función del mejoramiento de las condiciones que el ser humano requiere (L.J. Le Bret, "Dinámica concreta del desarrollo", Barcelona, 1969. Passim. En especial, págs. 51/52, referidas a "dos conceptos anejos: la organización del territorio y la planificación.

(depósitos y préstamos); conforme puede apreciarse en el Cuadro 1.

Cuadro 1

PRESTAMOS Y DEPOSITOS DEL SISTEMA BANCARIO EN SEPTIEMBRE DE 1971

	Préstamos	Depósitos
Capital Federal	54,5%	49,1%
Interior	45,4%	50,2%

Los bancos oficiales nacionales, los provinciales (oficiales y mixtos) y los privados del interior, que prevalecen en la atención de las necesidades financieras de las zonas de menor desarrollo, no logran modificar aquel panorama, a pesar de que gravitan mayoritariamente en el sistema bancario (Cuadro 2).

Cuadro 2

ESTADO DE INSTITUCIONES BANCARIAS AL 31-1-1972

	Depósitos	Préstamos
Oficiales de la Nación	25,3	34,3
Oficiales de Provincias	26,0	24,4
Oficiales municipales	2,6	2,5
Privados nacionales de la Capital Federal	18,1	15,8
Privados nacionales del interior	10,5	9,1
Extranjeros	17,5	13,9
	100,00	100,00

Es posible asociar a estas comprobaciones, que el financiamiento bancario sigue al sector, más que a la región, y siendo así acentúa el desequilibrio regional "ex-ante". En la Ley 18.061 de Entidades Financieras, se ha suprimido la facultad que otorgaba la legislación anterior al Banco Central, para establecer exigencias de efectivo

mínimo diferenciales por "zonas bancarias". Norma que, aunque con una expresión poco feliz, aludía a la conveniencia de regular dichas exigencias a favor de las regiones de menor grado de desarrollo relativo (3).

Es bien claro pues que prevaleciendo una orientación de la política de crédito mirando hacia el sector más que al espacio, el área de mayor concentración económica del país resulta por esta vía beneficiada en mayor magnitud. En alguna medida, para que se verifique la distribución regresiva del crédito bancario por magnitud de empresa que revela el Cuadro 3, aunque principalmente deben gravitar criterios de técnica bancaria comercial y posiblemente cierta interdependencia de intereses entre el sector financiero y las empresas beneficiadas.

Cuadro 3

## ESTRUCTURA FINANCIERA POR TAMAÑO DE EMPRESAS

Pasivos Financieros	1 9 6 0			1 9 6 7		
	Grandes	Chicas	Total	Grandes	Chicas	Total
1. Deudas Comerciales	20.9	23.9	21.1	19.2	23.7	19.4
2. Deudas Bancarias	11.0	6.4	10.7	19.4	5.9	18.7
3. Deudas Financieras	8.8	4.9	8.6	11.2	7.5	10.9
3.1.en moneda extranjera	0.7	-	0.7	2.8	0.2	2.7
4. Deudas Fiscales y Sociales	7.0	11.3	8.2	5.1	11.0	5.3
5. Otros Pasivos Financieros	3.6	2.5	2.8	0.3	2.4	0.4
6. Capital, Reservas y Resultados	48.0	51.0	47.9	42.0	49.3	42.6
TOTAL PASIVOS (1+2+3+4+5+6)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Investigación realizada por el doctor Ricardo Zinn y otros economistas sobre una muestra del 90% de las sociedades que cotizan en la Bolsa de Buenos Aires.

(3) Algunos programas crediticios de los bancos oficiales nacionales y los adelantos del Banco Central a los bancos provinciales, resultan excepciones al panorama descripto, pero no lo desvirtúan. A veces se incluyen asimismo en el inventario de destinos a atender por los bancos en el interior (Zona B: todo el país menos la Capital Federal y el Gran Buenos Aires) algunos de improbable verificación. Así sucedió con los incluidos en el "cajón dos" de la Circular B-630 del Banco Central de la República Argentina, al liberarse condicionadamente efectivos mínimos para su aplicación a destinos específicos (ver: Crespo R., González Arzac, F. y Ferreyra, R.: Entes Regionales de Financiamiento - C.F.I., Córdoba, 1971).

## III. LA NECESIDAD DE ENTES REGIONALES DE FOMENTO

1. En el capítulo anterior hemos mostrado el predominio de los criterios sectoriales sobre los regionales en la administración del crédito bancario.

Ahora advertimos otra carencia común a toda la Nación: la insuficiencia de la banca de inversión, que era una ausencia total antes de la creación del Banco Nacional de Desarrollo. En un informe de expertos al Banco Interamericano de Desarrollo en 1968 se decía: "El Banco Industrial está autorizado por su carta orgánica para cumplir esas funciones pero, por razones especiales, hasta ahora no ha operado muy activamente en este mercado, y, aún cuando lo hiciera, no podría satisfacer todas las necesidades. De modo que es conveniente la creación de otras instituciones que dispongan de facultades amplias para operar con sujeción a las disposiciones que se establezca y el control que ejerza el Banco Central y, en lo que corresponda, la Comisión de Valores" (4).

2. La administración del crédito es un importantísimo medio para conducir las inversiones a las actividades prioritarias (5); la banca de inversión, con una adecuada dotación de fondos estatales (6), resulta imprescindible para apoyar un proceso de desarrollo.

---

(4) BID, El Mercado de Capitales en la Argentina, Méjico, 1968, pág. 201.

(5) Le Bret, op.cit., pág. 351, destaca el papel de los bancos en la utilización del ahorro: lucha contra las tendencias a la especulación o colocaciones fuera del país; y orientar el uso del capital hacia los objetivos del plan.

(6) El relevante papel del Estado como proveedor de capitales de implantación a las actividades productivas privadas, mediante el crédito de inversión, se pone de manifiesto en los países dotados de un sistema de planificación indicativa; en ellos -junto a la organización de la infraestructura- es el medio principal para ordenar el crecimiento. Así lo demuestran los ejemplos de Japón y Francia (tal vez los sistemas de planificación indicativa más fuertes). En el Japón, las inversiones financiadas por el Gobierno llegaron en 1953-1965 al 8% del PNB; y si bien una parte de ese porcentaje correspondió a inversiones directas, la más relevante fue administrada a la actividad privada por las instituciones financieras; los bancos Industrial, Hipotecario, Okkaido, de Tokio, de Exportaciones e Importaciones, de Desarrollo del Japón y la Corporación Financiera de Pequeños Negocios (Angus Maddison, Crecimiento Económico en el Japón y la URSS, Méjico 1971, págs. 81-101). En Francia, es notable el papel desempeñado en el financiamiento de los planes regionales por las Sociétés de Develop

Expondremos ahora las razones por las que entendemos que la banca de inversión debe desenvolverse separadamente en la banca comercial, aunque resulte imprescindible coordinarlas para mantener la relación conveniente entre capital fijo y el circulante de las empresas.

a) Diferentes funciones de la banca comercial y la de fomento

Impulsar un proceso de desarrollo, desde el punto de vista financiero, consiste fundamentalmente en aplicar el ahorro a la formación de capital real. Esta función implica el destino del crédito a la provisión de capitales de implantación: creación o ampliación de activos fijos. Pero la productividad del capital fijo, depende -entre otros factores- de una adecuada y oportuna dotación de capital circulante. De manera que un encauzamiento del ahorro a la dotación de capitales de implantación, impone también una multiplicación del crédito ordinario, destinado a satisfacer las necesidades circunstanciales de capital circulante de las empresas. Allí tenemos caracterizados entonces los dos objetivos diferentes de los entes financieros de fomento y la banca comercial. Y si una función, la que satisface el primer objetivo, supone una multiplicación de la otra, tendiente al logro del segundo, no puede pensarse en principio que la banca instituida para ésta pueda absorber también aquélla, con su misma organización preexistente.

b) Diferente conocimiento de la realidad como idoneidad del banquero

El crédito de fomento supone que su otorgamiento ha de fundarse más en el porvenir intrínseco de la empresa que en las garantías accesorias, y que el plazo ha de ser largo o mediano. Estas dos características requieren del banquero de fomento una aptitud diferente de la del banquero comercial: un conocimiento prospectivo de la realidad económica y un horizonte económico de largo plazo. Sin ese conocimiento y ese horizonte, solamente es posible operar preponderantemente a corto plazo y ateniéndose a las garantías accesorias.

(6) (cont.)

pement Regional, creadas para remediar la centralización del crédito como sociedades de economía mixta, que con competencia en una determinada región, acuerdan préstamos y toman participación en el capital de empresas (ver Fourastié y J.P. Courthéoux, La Planification Economique en France, Paris, 1968, págs. 160 y siguientes). En los países socialistas, conjuntamente con los reclamos para "mejorar todos los elementos del sistema de la autonomía contable de las empresas, se ha advertido que "es necesario igualmente ampliar el campo de la financiación de las inversiones por el crédito" (Resolución General del IV Congreso del Partido Obrero Unificado de Polonia, en 1964: Planificación del Socialismo, Barcelona, 1967).

El banquero comercial no mira al beneficiario del crédito a través de los planes y programas de desarrollo preestablecidos y su ritmo de aplicación, esto es, no tiene un conocimiento prospectivo de la economía como un todo. Ni operará en la forma en que debe operar el banquero de fomento, no solamente carecería de elementos para evaluar el porvenir de las empresas financiadas, sino también el de su propia empresa.

c) Relaciones de la banca de fomento con la Administración Pública y con los órganos de planificación

La banca de fomento desarrolla su conocimiento específico por intermedio de sus propios órganos de investigación y asesoramiento, pero obtiene los datos básicos para esa actividad a través de sus relaciones naturales con la Administración Pública y con los órganos de planificación, debiendo establecerse entre éstos y la banca una relación de relativa dependencia, o por lo menos de vigilancia.

En todos los casos el crédito de fomento requiere un análisis cualitativo de la actividad financiada, en función de las necesidades del proceso de desarrollo que se impulsa.

Las relaciones con la Administración Pública tienen por finalidad fundamental que la aplicación de recursos por la banca de fomento guarde estrecha relación con el ritmo de ejecución por aquella de los planes.

El éxito de las iniciativas privadas apoyadas por la banca de inversión, resulta dependiente de la utilización de ese capital social, y —por lo tanto— de economías externas a la empresa financiada.

3. Los recursos internos captables para el financiamiento global son escasos ordinariamente. Sólo coyunturalmente se aprecian períodos cortos de liquidez en el mercado financiero argentino, permanentemente afectado por presiones inflacionarias. Los recursos para el financiamiento a mediano y largo plazo son aún más escasos, y su rareza se acentúa porque las retribuciones para el inversor son sensiblemente disminuídas por las tasas de inflación en expectativa.

Partiendo de esa evidencia, se puede deducir que el mero cambio de criterio en la política de crédito, a favor del espacio, no implicaría la solución del problema. Incluso podría argumentarse con mérito que las regiones periféricas sufrirían los efectos de la menor dotación financiera asignada a los espacios polarizados. Pero es que se trata de reordenar la aplicación de recursos, porque su distribución desequilibrada es una de las causas fundamentales de todos los efectos a que nos hemos referido. No se trata de restringir los recursos de los espacios desarrollados: incluso en ellos, debemos orde-



En un primer momento, la creación de entes regionales no persigue acrecer los recursos de la región a la que están destinados a servir. Lo fundamental es reordenar su aplicación, creando las condiciones para acrecerlos; aunque, desde un primer momento se trate también de captar el ahorro y de impedir la fuga de él fuera de los límites del país. Sin desconocer, por supuesto, las limitaciones fácticas a tal propósito en el aspecto financiero.

Los recursos actuales de CO.FI.RE.NE., cuyo capital es de \$ Ley 10 millones proceden de aportes de las provincias de la región Nordeste (Corrientes, Chaco, Formosa, Misiones y Santa Fe). Se ha previsto también la posibilidad de aportes de la Nación y del capital privado (en proporción inicialmente modesta).

Pero es el caso advertir que CO.FI.RE.NE. no está destinada a financiar grandes obras de desarrollo ni proyectos de gran magnitud. Mas bien, el ente debe financiar proyectos complementarios de aprovechamiento o de apoyo; y, en caso de no existir aquellos, proyectos que signifiquen un mejoramiento de la economía y distribuyendo el capital en las actividades señaladas como prioritarias. Así se ha estimado que proyectos rentables, privados o públicos, que signifiquen una inversión de \$ Ley 1 millón tendrían una influencia notable en la región.

4. Por último, diremos con referencia a esta cuestión, que la creación de entes regionales para el financiamiento del desarrollo, es consecuencia de normas programáticas establecidas por las Políticas Nacionales (N° 38) y el Plan Nacional de Desarrollo y Seguridad 1971-1975 (Ley 19.039 - V-3.2).

#### IV. LOS ENTES REGIONALES DE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO Y EL BANCO NACIONAL DE DESARROLLO

1. Con posterioridad a la creación de CO.FI.RE.NE. S.A. fue creado el Banco Nacional de Desarrollo por Ley N° 19.063. El artículo 35° de la Carta Orgánica del Banco lo faculta a concluir convenios bilaterales y multilaterales con los entes financieros regionales. Podrá participar en el capital de aquéllos y, en consecuencia, en el gobierno de los mismos, como así también confiarles la administración de fondos fiduciarios.

El análisis de las normas mencionadas en la última parte de la sección anterior, a la luz de la disposición del aludido artículo 35°, permite afirmar que el Banco Nacional de Desarrollo debe servir a la promoción de bancos de inversión regionales. El legislador atribuye al Banco Nacional de Desarrollo la competencia y la responsabilidad

primaria en la ejecución de la Política Nacional 88 y en la promoción de los entes regionales prevista en el Plan Nacional de Desarrollo y Seguridad 1971/75.

Cabe discernir acerca de la forma como debieran institucionalizar se las relaciones entre los entes financieros regionales y el Banco Nacional de Desarrollo (7).

En nuestra opinión la creación de entes financieros regionales del tipo de CO.FI.RE.NE. S.A., uno en cada región de desarrollo establecida en la Ley N° 16.064, permitiría que el Banco Nacional de Desarrollo se constituyera en el eje de un sistema nacional de Banca de Inversión, para proyectos de toda índole, sin perjuicio de la competencia del Banco de la Nación en materia agraria y comercial, y de las funciones de fiscalización atribuidas al Banco Central.

2. Apreciables ventajas, para ambas partes, podrán obtenerse de este tipo de convenio para reestructurar el mercado financiero, para que sirva de apoyo a las inversiones que impulsen el desarrollo regional y para promover entes regionales.

Para asignar al Banco Nacional de Desarrollo un papel central en un sistema nacional de banca de inversión será menester aplicar el artículo 35° con toda la amplitud que la norma permite. No sólo relacionar, sino integrar (8).

(7) En virtud de una Carta de Intención suscripta entre el Banco, COFIRENE y el C.F.I. se ha integrado un grupo de trabajo con representantes de esos organismos, a fin de que establezca los términos de un convenio entre el Banco y la Corporación. El CFI se compromete en la Carta de Intención a brindarle asistencia técnica a esta última. En Francia, donde la formación de las Sociedades de Desarrollo Regional fue reglada en 1955 por el decreto 55-876, en 1960, se creó la Sociedad para el Desarrollo Industrial y la Conversión. En el plano del financiamiento, las Sociedades de Desarrollo Industrial operan mediante participaciones en el capital, préstamos directos y garantías, y empréstitos colectivos. La Sociedad para el Desarrollo Industrial y la Conversión fue creada con el objeto de coordinar la acción de las Sociedades de Desarrollo Regional y ayudarlas en su tarea de financiación; este último, sobre todo con préstamos anticipados sobre fondos de empréstitos conjuntos, jugando un rol intermedio entre las sociedades regionales y la Caisse des Dépôts et Consignations (Alfredo Eric Calcagno, Los Organismos de Desarrollo Económico en Francia, Consejo Federal de Inversiones, Buenos Aires, 1963, págs. 29/44 y 102).

(8) El Gobierno Nacional ha interpretado, a la luz del citado art. 35°, que es el Banco Nacional de Desarrollo, el organismo de competencia para decidir un eventual aporte de la Nación en el capital de COFIRENE S.A., a través de la opinión del Ministerio de Hacienda y Finanzas.

3. Las ventajas a que hemos aludido surgen sin esfuerzo. Para los entes financieros regionales:
- a) Participación de un banco de inversión de primera línea, así reconocido incluso internacionalmente, con acreditada experiencia operativa, en la dirección del ente;
  - b) Asistencia técnica de alto mérito, que se traducirá en una sensible economía de costos;
  - c) Dotación de recursos por la vía del aporte de capital del Banco en los entes y por los fondos que les conceda en administración. Posibilidad de que para algunas líneas de financiamiento, los entes cuenten con el afianzamiento del Banco ante terceros, prestamistas o inversores (v.g.: gestión de líneas de crédito o de préstamos para proyectos específicos ante agencias públicas internacionales o extranjeras; colocación de acciones de los entes por el Banco con cláusula de "underwriting"; etc.).
4. El Banco Nacional de Desarrollo podrá a su vez beneficiarse, dentro de este esquema en lo siguiente:
- 1) Orientar la política de los entes a través de la radicación de proyectos de menor magnitud relativa, hacia la complementación de su gestión a favor de proyectos motrices o de mayor significación que aquellos;
  - 2) Alcanzar una mayor compenetración de las necesidades y problemas regionales;
  - 3) Asistir en la creación de mercados regionales de capitales; y
  - 4) Ahorrar costos fijos y de gestión en la proyección regional de su quehacer, aprovechando la labor intermediaria de los entes, para la colocación de líneas de amplio espectro de aplicación entre prestatarios finales (9).
5. Puede concebirse que la novedad de la materia que estamos tratando, lleve a los eventuales contratantes a relacionarse, al principio, con un menor grado de vinculación. De todos modos, resulta a nuestro juicio imperioso dar los primeros pasos hacia la integración en el grado en que la propiciamos. Estamos convencidos de que el sistema financiero argentino y, muy especialmente, el sistema bancario oficial, donde la posibilidad práctica de una vinculación estre-
- 
- (9) Esta es la mecánica empleada por las agencias públicas de financiamiento (B.I.D.; B.I.R.F., etc.) en sus relaciones con el B.N.D. y Banco de la Nación Argentina.

cha aparece simplificada por el interés común que persiguen sus integrantes, padece de defectos de coordinación que se traduce en des-  
economías de recursos prestables, duplicidades de estructuras admi-  
nistrativas con bajos grados de productividad, etc. Al iniciarse  
prácticamente en la Argentina el ejercicio de la banca de inversión  
con criterio regional, debería aprovecharse la experiencia habida en  
la administración bancaria, para no reproducirla nuevamente.

#### V. ESTIMULOS PARA LA CAPTACION DEL AHORRO REGIONAL

1. Se ha indicado anteriormente que CO.FI.RE.NE. S.A. cuenta con una dotación sustancial de capital de origen oficial. Ello es así, porque se parte de admitir la dificultad de captar recursos de origen privado en una magnitud adecuada y a costos proporcionados a la función de fomento. Por otra parte, se interpreta que el Estado debe tener una actitud decisiva en materia de financiamiento del desarrollo de modo que el interés general sea efectivamente consultado; es decir, que se promueva el desarrollo querido por la comunidad en función de su bien común. Además, los aportes de los gobiernos accionistas pueden reconocer retribuciones relativamente reducidas en relación con las tasas de inflación en expectativa (10), por lo que los aportes de los particulares o los recursos de otro origen (préstamos de agencias nacionales, internacionales o extranjeras) a los que debiera reconocérseles tasas de interés más atractivas, vendrían a integrar una "mezcla" de recursos que podrían aplicarse al financiamiento a tasas activas de interés inferiores a las que corresponderían a las pasivas satisfechas a accionistas o inversores privados o a dichas agencias.

2. Se ha previsto interesar a los particulares para que integren acciones de la Corporación, por la vía de la expectativa de recibir apoyo para financiar sus proyectos. Se considera que los titulares de los proyectos deberán acreditar su condición de accionistas por sumas que constituyan un porcentaje determinado del financiamiento a recibir. Dichos aportes serán realizados por los prestatarios en cierta proporción del crédito recibido, de modo que hasta que se alcance la capitalización del Ente todo financiamiento habrá de significar un aporte adicional de capital, aún cuando se faciliten créditos de evolución. A pesar de que el financiamiento constituye el ariete que estimula la compra de acciones por los particulares, en las proyecciones a diez años que se han elaborado en el Consejo Federal de Inversiones para determinar la factibilidad financiera y eco-

---

(10) En la mayor parte de las proyecciones realizadas en el C.F.I. se ha supuesto una tasa de inflación anual sostenida del 20%.

nómica de la Corporación se supone que se retribuye a esos aportes con la tasa de interés vigente para los depósitos bancarios en "ventanilla libre" (Circular B-787 del Banco Central de la República Argentina - Sistema de créditos a mediano plazo).

3. Es del caso señalar que cuando en este trabajo nos referimos al sector privado se lo integra con los particulares y con organismos públicos autárquicos, empresas del estado y de economía mixta, que tengan patrimonio propio, independiente del de los Estados miembros y que sean superavitarios; es decir que no subsistan de asignaciones presupuestarias de dichos Estados. En las proyecciones de financiamiento efectuadas no se ha tenido en cuenta eventuales aportes de dichos organismos públicos, cuya capacidad de ahorro se desconoce. Sólo se ha estimado el eventual aporte de lo que se denominó "grupo empresarial" de la Región integrado por los sectores "Servicios" e "Industria Manufacturera". Haciendo uso de una metodología de mérito orientador se ha calculado que el aporte de ese sector podría llegar a aproximadamente \$ Ley 3,4 millones anuales (11). No se ha computado en los cálculos, aunque se lo estimó, el aporte del sector agropecuario, aproximadamente \$ Ley 2 millones anuales. No se ha tenido en cuenta a este sector pues es atendido en sus requerimientos de inversión por el Banco de la Nación Argentina y por los bancos provinciales y no existe "expectativa de financiamiento" desde la Corporación. Tampoco se han estimado aportes de los "no empresarios", pues para ellos existen colocaciones tradicionales de mayor liquidez y/o rendimiento que las que, en principio, podría ofrecer la Corporación. Asimismo, no se ponderó un eventual apoyo privado de cualquier origen desde fuera de la región. Sin embargo es posible suponer que se efectivicen aportes por parte de quienes deseen recibir el apoyo financiero de la Corporación para radicar proyectos en la Región.

4. Siendo muy importante el aporte de los Gobiernos Provinciales en el capital de la Corporación, esta circunstancia nos ha llevado a aconsejar que todo estímulo fiscal a los inversores deberá ponderar aportaciones efectivas a la Corporación en la medida en que no se afecte la capacidad de los gobiernos provinciales para efectuar sus propios aportes.

5. Fuera de la emisión de acciones, se señalan como instrumentos hábiles para la captación de recursos por parte de la Corporación, los indicados en el inciso a) del artículo 18° de la Ley N° 18.061

---

(11) No existiendo cálculos de las tasas de ahorro provinciales ni regionales globales y menos aún, por sectores, hubo de recurrirse a una metodología de cálculo sustitutiva que vale sólo como orientación.

de Entidades Financieras como facultades de los bancos de inversión; es decir "emitir bonos, obligaciones y certificados de participación en los préstamos que otorguen". La enumeración legal no es limitativa, por lo que no sólo cabe incluir, como instrumento para la captación de recursos a la mencionada emisión de acciones, ni tampoco inferir restricciones en las modalidades operativas a que de lugar el empleo de los instrumentos de captación. Así, la Corporación podrá tomar a su cargo emisión de valores de las sociedades titulares de los proyectos que apoye con cláusula de "underwriting". Una actividad más amplia de la Corporación, colocando valores por el peso de su propio prestigio y sin comprometer su garantía, podría obstacilizarse si se extendiera a la banca de inversión la limitación impuesta a los bancos comerciales y compañías financieras por el Banco Central, al haber establecido en la Circular B-791 - I.F. 224, punto 3 que "Las entidades no podrán actuar como agentes colocadores en operaciones que no cuenten con su propia garantía o la garantía de otro banco comercial o compañía, financiera, radicados en el país". Si embargo, se pondera en todo su mérito la importancia que para la protección de los inversores tiene la norma transcripta. Cabe preguntarse hasta que punto los gobiernos asociados estarán en disposición de garantizar las operaciones de la Corporación, máxime en vinculación con el financiamiento de proyectos privados. Ante una actitud negativa de parte de los Gobiernos, siendo insistimos legítima la protección que se pretende para los inversores, de darse el caso vuelve a surgir la trascendencia de la vinculación de la Corporación y de otros entres similares con el Banco Nacional de Desarrollo.

6. En el artículo 51° del capítulo VII "Disposiciones varias y transitorias" de la Ley 18.061 se incluye una restricción específica para los bancos de inversión pues "Sólo podrán recibir depósitos hasta el 31 de diciembre de 1973, conforme a la reglamentación que se dicte". Esta limitación se acomoda a la naturaleza de dichos bancos, que "no actúan ordinariamente en el mercado de crédito sino en el de capitales y su función primordial consiste en facilitar a las empresas la consecución de capitales fijos. Su campo de acción natural es el mediano y largo plazo" (12). Sin embargo al reglamentar el Banco Central el sistema de crédito a mediano plazo, por conducto de la Circular B-787 del 16 de febrero de 1971, permite el establecimiento de este régimen que supone la captación de depósitos por términos no inferiores a un año por parte de los bancos comerciales y los bancos de inversión, sin limitación alguna en el tiempo para la aplicación del sistema. Si bien la exposición de motivos del artículo 18° de la Ley dice que los bancos de inversión "excepcionalmente podrían recibir depósitos y para ello sería menester que previamente se reglamentaran las condiciones en que podrían recibirlos y utilizarlos", no se aclara en la circular B-787 si ese régimen es excepcional o no para los bancos de inversión.

---

(12) Exposición de motivos del artículo 16° de la Ley 18.061.

Sin embargo, aún en el caso de que la posibilidad de captar depósitos para la banca de inversión se extendiera largamente en el tiempo, no es esta una órbita de actuación prioritaria para los entes regionales de financiamiento, y no ha sido contemplada como tal para CO.FI.RE.NE. S.A.

No sólo interfieren las razones técnicas referidas en la exposición de motivos de la Ley 18.061 que consideramos valederas, sino y principalmente el hecho de que en esta captación se descubre un área de competencia con la banca comercial, con la cual estos entes deberán actuar en un marco de estrecha coordinación. En principio, los entes deberán actuar limitadamente en el ejercicio de la operativa de evolución, con relación a la cual se acentúa el papel de banqueros de última recurrencia, que alcanza incluso a las operaciones de inversión, como se explica más adelante. Aprobado un proyecto se ha previsto que CO.FI.RE.NE. S.A. presente el presupuesto financiero del mismo a los bancos comerciales, especialmente a los oficiales, para asegurar la provisión de crédito de giro. Sólo en la medida en que no logre la seguridad de esa provisión, deberá estudiar la posibilidad de satisfacer esos requerimientos, por lo que en vista a tales eventualidades debiera ser autorizada a recibir depósitos, si fuera menester recurrir a ese arbitrio de carácter verdaderamente excepcional.

Por otro lado, los bancos provinciales de los Estados miembros serán los tesoreros naturales de la Corporación, con lo que aquéllos se beneficiarán con imposiciones en buena medida de lenta movilidad y a su vez la Corporación evitará los gastos administrativos consiguientes.

7. La misión de las Naciones Unidas que prestó asistencia técnica para el estudio de factibilidad de CO.FI.RE.NE. S.A., en su informe aprobatorio del proyecto indicó que para importantes agencias de financiamiento extranjeras, el compromiso de los gobiernos de suscribir capital aunque no hubiese sido integrado, posibilita la obtención de interesantes líneas de financiamiento. Por otra parte el grado de subdesarrollo relativo de la región, implica una condición necesaria para obtener apoyos de organismos internacionales en condiciones más blandas que las que merece la ponderación de la escala de desarrollo de la economía argentina en su conjunto.

El papel de banquero de última instancia que se asigna a CO.FI.RE.NE. S.A. y que debiera extenderse a los entes financieros regionales de su tipo, precisa en sí mismo una circunstancia que afirma la oportunidad de su creación, a despacho de un contexto general deteriorante de la formación de ahorro productivo para fines nacionales, y de otros obstáculos menores que podrían surgir de entonces en más.

Interesa esencialmente fundar una estructura administrativa y operativa válida para estimular la inversión a nivel regional. Apoyada técnicamente por el Consejo Federal de Inversiones y mejor aún, si lo

es también por el Banco Nacional de Desarrollo, la Corporación Financiera Regional para el Nordeste S.A. tendrá más allá de su capacidad financiera que la habilitará para financiar un apreciable número de proyectos que estimularán a la economía regional una capacidad de persuasión importante emanada de su creciente prestigio, que le permitirá reunir la demanda de recursos para proyectos de probada factibilidad, con la oferta procedente de fuentes de orígenes diversos. Si se cumplen las demás políticas instrumentales que concurren al desarrollo regional, el Nordeste Argentino habrá avanzado ya, por decisión de sus propias autoridades, para facilitar el desarrollo financiero.

#### VI. LA PARTICIPACION DE LOS ENTES REGIONALES EN LA ACTIVACION DE LOS MERCADOS DE VALORES

1. La región del N.E. no tiene un mercado de valores propio. Las causas de esta carencia debe buscarse en factores que son bien conocidos:

- 1) No existe una entidad ordenadora del Mercado de Valores;
- 2) Tampoco existe interés de los posibles inversionistas en adquirir valores de las empresas de la región, en virtud de la carencia de información sobre las mismas;
- 3) Posiblemente, no existan en la región los valores suficientes para dar origen a un mercado.

Estas son las dificultades que —realmente— impiden la existencia. La escasez de ahorro puede incidir en la magnitud del mercado de valores, pero no en su existencia. Ya hemos dicho que las regiones in desarrolladas presentan entre sus características al atesoramiento, ya sea porque las empresas agrarias y comerciales prósperas no consideran conveniente ampliar sus actividades en la misma región por carencia de mercado, o porque falta el apoyo para emprender nuevas actividades (esa falta de apoyo, puede provenir de la ausencia de crédito como de la carencia de capital social).

La fuga de utilidades desde la región, se realiza por múltiples caminos: adquisición de moneda extranjera, adquisición de valores de empresas extra-regionales, inversiones directas fuera de la región, etc.

Al movimiento indicado, debemos agregar la compra de bienes improductivos —generalmente inmuebles— que representan un factor de estancamiento, y que —muchas veces— también produce evasión de riqueza por ser los vendedores extraños a la región, o tener su actividad fuera de ella.



También la Ley N° 19.061, que desgrava los réditos invertidos en valores bursátiles, implica una transferencia de riqueza desde las zonas sin mercados de valores a las que los poseen.

Pues bien: resulta entonces imprescindible crear los mercados de valores regionales, para aumentar las oportunidades de inversión e impedir que la formación de ahorro en la región carezca de medios para convertirse en inversión dentro de ella. Para eso, es necesario relevar los obstáculos antes descriptos (13).

2. Una Corporación Regional, puede comenzar las operaciones sobre valores mobiliarios, mediante la venta de sus propias acciones y obligaciones. El requisito es que en la región exista la confianza suficiente, ya sea por las garantías que estos valores ofrezcan o preferiblemente— porque la actuación de la Corporación en la promoción del desarrollo inspira por sí esa confianza.

El ente puede también provocar la emisión de valores por las empresas vinculadas a él:

- a) garantizando las emisiones;
- b) concediendo préstamos condicionados a la emisión de valores, y su oferta pública;
- c) comprando valores de empresas de la región, que —a su vez— puede vender en momento oportuno, directamente o mediante la emisión de certificados de participación en la cartera de valores de la Corporación.

3. De esta manera, se habrá vencido la dificultad consistente en la inexistencia de valores suficientes y variados.

3) J. Pierre V. Benoit e Ignacio de Guzmán Noguera (Consejeros de las Naciones Unidas para Asuntos Financieros ante el Gobierno de la República Argentina), "Sugerencias para el funcionamiento de la Corporación Financiera Regional del Noreste Argentino", Buenos Aires, 1971, pág. 30: "COFIRENE podría hacer mucho para promover el mercado regional de capitales. Primero, emitiendo títulos que tengan las cuatro características ya mencionadas, es decir, seguridad, rendimientos satisfactorios, liquidez y perspectivas de capitalización, y segundo promoviendo la formación de sociedades anónimas y ofreciendo al público acciones o bonos de estas sociedades con su propia garantía. En general COFIRENE debería estimular a las empresas para que éstas ofrezcan en venta al público una parte de sus acciones. Y sería aconsejable que promoviera la creación de una pequeña bolsa de valores en donde estas acciones pudieran ponerse en venta".

Conjuntamente, desaparecerá la traba que representa la falta de información. El ente deberá estudiar la situación de las empresas para realizar sus propias operaciones de crédito o de adquisición de acciones.

Por un lado, podrá divulgar esos estudios, para su conocimiento por los posibles inversionistas privados. Por otro, el mismo apoyo de la Corporación a una empresa, debe producir como efecto, la confianza en los papeles de esa empresa en el mercado.

También los certificados de coparticipación que la Corporación emita sobre los papeles de su cartera, ha de representar una estudia da diversificación del riesgo de los inversionistas (14).

Entonces, la única dificultad será la organización del mercado, su ordenamiento y el seguimiento de las transacciones, que el Estado puede conceder a la Corporación misma.

4. El riesgo más importante en un mercado de valores pequeño, es la posibilidad de fluctuaciones muy pronunciadas en los precios de los papeles. Para neutralizar este riesgo, el ente de fomento debe tener una reserva para la adquisición de valores, y actuar como regulador de las transacciones. Naturalmente, que esta actividad debe ser ejercitada con cuidado de no defender los precios, sino cuando sus declinaciones sean injustificadas; esto es, que debe impedir las variaciones de los precios originados en la mera aplicación de la ley de oferta y demanda en un momento dado, pero no cuando ella se deba a las condiciones en que la empresa desenvuelve su actividad. Esta función de estabilización, si es cumplida eficientemente, resulta un importante factor de atracción para los inversionistas. Porque perderán el temor a que una compra de valores afecte su propia liquidez en el momento en que tengan necesidad de recurrir a la venta.

(14) La formación de una cartera accionaria por parte de la Corporación, y la emisión de certificados de coparticipación en esa cartera, permite además el ingreso al mercado de valores, de acciones que no son objeto de oferta pública, adquiridas por el ente mediante la adopción de resguardos que garantice su fiscalización de la sociedad. Esta modalidad reviste mayor importancia frente a la consideración de la importancia de la pequeña empresa: en nuestro país la proporción entre sociedades anónimas que no cotizan en bolsa y las que lo hacen es de 200 a 7 (ver BID, El Mercado de Capitales en la Argentina, Méjico, 1968, pág. 200; J.C.Otaegui, La pequeña sociedad anónima y la sociedad anónima de familia, en VII Jornadas Franco-latinoamericanas de Derecho Comparado, Buenos Aires - Mendoza, 1971).

Shirley Boskey, ha puesto de manifiesto que "como el inversionista medio no tiene elementos para enjuiciar los aspectos técnico, financiero y administrativo de una empresa o de un proyecto, muchas veces la mejor forma de hacer que invierta en una industria es darle la oportunidad de participar con un banco de fomento en tal inversión" (Banco de Fomento Industrial, Méjico, 1961, pág. 154/155).

## VII. CONCLUSIONES

1. Sintetizando, podemos decir que en este escrito se ha tratado a la institución de los entes regionales, en cuanto ella significa una solución para la promoción de dos actividades, ahora inexistentes, e indispensables para la captación de ahorro y su destino a la inversión: la banca de inversión y los mercados de valores regionales.
2. No ignoramos que las peores dificultades para la captación de ahorro, están dadas: su escasez, y la tendencia a la evasión. Por ello estimamos que el reordenamiento de recursos es el primer paso que nos debe llevar a crear las circunstancias favorables para la su<sup>er</sup>visión de estos males.
3. Con miras a romper el círculo vicioso que va desde la carencia de inversión hasta la de ahorro, resulta imprescindible tener las estructuras administrativas apropiadas, aunque sus funciones sean modestas inicialmente.
4. Los entes regionales responden a normas programáticas trazadas por las Políticas Nacionales, el Plan Nacional y la Carta Orgánica del Banco Nacional de Desarrollo. Y en el caso particular de CO.FI.RE.NE., a una decisión política, legislativamente adoptada por 5 provincias, y expresamente autorizada por el Poder Ejecutivo Nacional.

Pero debe anotarse que esas normas y decisiones, se encuentran justificadas por las razones éticas y económicas expuestas en el capítulo introductorio.