

FACULTAD DE  
CIENCIAS ECONOMICAS  
Y DE ADMINISTRACION



Cr. RICARDO PASCALE

# El financiamiento de la empresa y los mercados de dinero y de capital



UNIVERSIDAD DE LA REPUBLICA  
DIVISION PUBLICACIONES Y EDICIONES  
MONTEVIDEO 1975 - Año de la Orientalidad URUGUAY

EL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA Y  
LOS MERCADOS DE DINERO Y DE  
CAPITAL

ANALISIS DEL CASO URUGUAYO

RICARDO PASCALE\*

---

\* Profesor titular de Finanzas de Empresas. Facultad de Ciencias Económicas y de Administración. Uruguay.

## SUMARIO

- I. Objetivos
- II. Modelo general de financiamiento de la empresa. Breves consideraciones
- III. Mercados de dinero y de capital y financiamiento de la empresa
- IV. Los mercados financieros en Uruguay. Breve descripción
- V. Fuentes y usos de fondos de las empresas industriales en el Uruguay
- VI. El mercado de capitales uruguayo en el financiamiento de la empresa. El papel que no cumplió y reflexiones para el futuro.
- VII. Resumen y conclusiones

## I. OBJETIVOS

En el trabajo que continúa se desarrollan los aspectos sustanciales en cuanto tiene relación con las vinculaciones entre los mercados de dinero y de capitales y el financiamiento de las empresas en el Uruguay.

La importancia del tema, sin embargo no se ha visto correspondida en los estudios sobre el mismo. Por el contrario, el tema representa uno de sus segmentos menos conocidos de la administración financiera de las empresas en el país. Este hecho ha llevado a que, cuando lo vamos a abordar, nos encontremos, por un lado, con serias limitaciones estadísticas. Hemos tratado de superar el aspecto utilizando los datos de algunas investigaciones que hemos dirigido. El mismo es un trabajo pionero y, como muchos de ellos, sujeto a limitaciones e incluso defectos. No obstante ha sido de gran ayuda para comenzar a penetrar en el estudio de estos problemas.

Y, por otro lado, el poco tratamiento que se ha hecho en nuestro medio del tema, nos llevará a que dediquemos algunos espacios en el correr del trabajo al asentamiento de algunos aspectos conceptuales, necesarios para la correcta interpretación del mismo.

Efectuadas estas aclaraciones, el objetivo principal del trabajo es analizar, cuáles han sido las repercusiones de los desarrollos que presentan los mercados de dinero y de capitales en el Uruguay, en el financiamiento de las empresas.

Para tratar de cubrirlo, hemos elegido una determinada secuencia de secciones. En una primera titulada "Modelo general de finciamiento de la empresa" exponemos cuáles son las distintas modalidades que asumen las inversiones en las empresas y cómo deben cor

responder a ellas, los financiamientos. Una vez establecido el modelo general, se pasa a una segunda sección denominada "Mercados de dinero y de capital y financiamiento de la empresa", en donde analizaremos las principales características de los mercados financieros a la vez que determinamos en qué aspectos del financiamiento de la empresa intervienen unos y otros.

Luego de estas dos secciones, de contenido eminentemente conceptual, se pasa a analizar el mercado de dinero y de capitales uruguayos, con un especial énfasis en cuanto tiene relación con las empresas. El tema desarrollado en la sección "Los mercados financieros en Uruguay. Breve descripción", se aborda tratando en primer lugar, las consideraciones sobre las instituciones financieras para pasar luego a los instrumentos financieros, terminando con consideraciones generales sobre los mercados financieros uruguayos.

De esta sección, ya se empieza a detectar cuál es el marco en el cual se tiene que mover la empresa uruguaya, en cuanto a mercado de dinero y de capitales.

Establecidas estas bases, en la sección siguiente, "Fuentes y usos de fondos de las empresas industriales en el Uruguay", se estudian cuáles han sido en el caso uruguayo y, basados en la referenciada investigación, las fuentes y usos de fondos para un grupo seleccionado de empresas. Las consideraciones que veníamos realizando en secciones anteriores se ven confirmadas por los datos que surgen de la investigación.

Luego de esta sección básicamente descriptiva, se pasa a una final en el cuerpo del trabajo que hemos titulado "El mercado de capitales uruguayo en el financiamiento de la empresa. El papel que no cumplió y reflexiones para el futuro". Ya expuesta en las dos secciones anteriores, en una, las características de los mercados financieros y en otra, una descripción de las fuentes y usos de fondos, estamos en condiciones de exponer, ahora con mayor énfasis normativo, el papel que no cumplieron los mercados financieros en el financiamiento de la empresa.

Finalmente, el trabajo incluye un resumen de las principales ideas que se expusieron a lo largo del mismo.

Quisiera destacar, además, que aunque muchas de las aprecia-

ciones que se establecen en el trabajo, se puedan aplicar a muchos - sectores, el mismo va dirigido a empresas industriales privadas.

Este es el esquema del trabajo. El mismo no pretende agotar el tema. Muy por el contrario, lo hemos realizado como un primer aporte a la discusión del mismo. El promoverla, que de ella surja una mayor conciencia de estos problemas, y de los cuales puedan derivar se a su vez estudios más profundos, es quizás el objetivo más rico - que perseguimos.

## II, MODELO GENERAL DE FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA,

### BREVES CONSIDERACIONES<sup>1</sup>

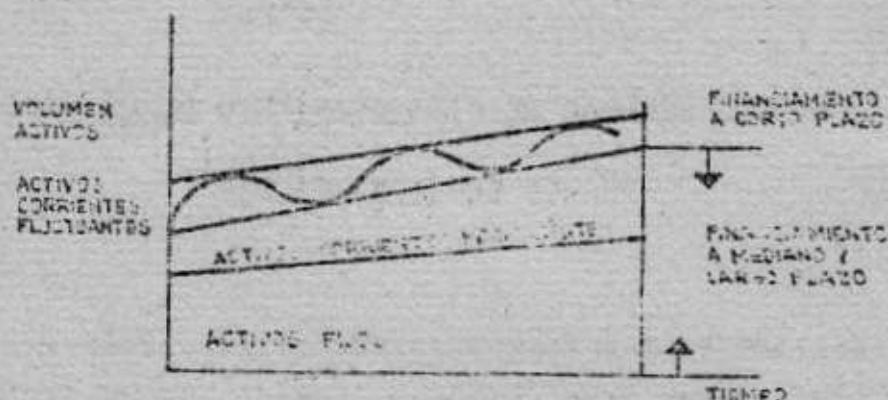
La gestión de las empresas industriales muestra la presencia de activos fluctuantes y permanentes. Dentro de los últimos se incluyen los activos fijos. No obstante, asimismo, se agrega a ellos una apreciable porción de los corrientes (las empresas, por ejemplo, mantienen siempre un volumen de stocks mínimo).

Pero, conjuntamente con estas inversiones permanentes, la empresa tiene activos que son fluctuantes, como es el resto de los corrientes. Ello tiene directa relación con el ciclo de caja de la empresa. Así, el proceso de adquisición de materias primas cuando se financia con proveedores, por ejemplo, lleva a crecer los activos corrientes. Luego, durante el proceso de manufacturación, se agregan a ellas otros insumos, mano de obra, gastos, etc. Vuelven entonces a crecer los activos corrientes. Es probable que la empresa vuelva a recurrir a fuentes de financiamiento ajenos para financiar estas nuevas inversiones. Por último, vende los productos y supongamos que sea a crédito. En esta oportunidad vuelven a crecer los activos. Aquí se produce el pico de la inversión del ciclo. Finalmente con el cobro de las cuentas a cobrar y el correspondiente pago de los financiamientos utilizados para solventar el ciclo, los activos corrientes decrecen.

---

(1) Para una exposición detallada del modelo de financiamiento de la empresa puede verse: Robichek, Alexander A., y Myers, Stewart C.: "Optimal financing decisions". Prentice Hall, 1965; Weston, J. Fred, y Brigham, Eugene F.: "Managerial Finance", Cap. 13, Holt, Rinehart and Winston, 1966.

Este decrecimiento, sin embargo, lleva a que se ubiquen a un nivel superior del que tenían cuando se inició el ciclo. Ello se debe básicamente al ahorro de la empresa (utilidades retenidas más depreciaciones).



Esta distinción que hemos efectuado de los activos en fluctuantes y permanentes y que recogemos gráficamente, lleva su contrapartida en los financiamientos. Así, las fuentes de corto plazo, como son los préstamos que otorgan los bancos comerciales o los créditos de los proveedores, se destinan al financiamiento de los activos corrientes fluctuantes.

Por el contrario, el financiamiento de los activos permanentes (ya sean corrientes como fijos) debe realizarse con fuentes a mediano y largo plazo, dentro de las que se encuentran las fuentes propias, ya sean éstas externas o internas; fuentes ajenas tanto sean contratadas como también el caso de algunas espontáneas.

A veces en la práctica no resulta sencilla la distinción conceptual que efectuamos. No obstante, reviste una importancia capital en la administración financiera de la empresa. Su desconocimiento o la imposibilidad de ser consecuente con el mismo, ya sea por razones internas o externas a la empresa, puede acarrear serias consecuencias y a menudo plantea cuadros de muy difícil solución.



### III. MERCADOS DE DINERO Y DE CAPITAL 7

#### FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

En la sección precedente, se vieron las principales características del modelo de financiamiento de la empresa. En ésta se tratará de mostrar cuáles son las características fundamentales de los mercados de dinero y de capital, y sobre qué parte de aquel modelo actúan unos y otros.

A esta altura, se hace imprescindible analizar la noción de déficit y superávit financieros.

Cuando una empresa necesita financiar con fuentes externas - la adquisición de algún activo físico, se considera que la misma acusa un déficit financiero. El mismo ha sido financiado con el superávit experimentado por otra unidad económica. Podemos, por tanto, más generalmente decir que el déficit financiero de una unidad económica se produce cuando su ahorro medido como la diferencia entre sus ingresos corrientes y gastos corrientes de consumo es inferior a sus gastos de capital (por ejemplo activos fijos y existencias). Consecuentemente, una unidad será superavitaria cuando su ahorro supera sus gastos de capital.

Si las distintas unidades que operan en la economía estuvieran en un equilibrio financiero, no se hubiera planteado el caso expuesto renglones arriba. No obstante, la realidad muestra por el contrario, que se produce una separación entre las unidades superavitarias y las deficitarias.

Así, por ejemplo, hay familias que tienen déficit, otras superávit; las empresas lo mismo; el sector público puede tener tam-

bién en su interior unidades superavitarias y deficitarias.

El tamaño y distribución de estos superávit y déficit financieros adquieren gran importancia en el sistema financiero. (2)

Anteriormente, hemos expuesto la definición de déficit y superávit financieros como la diferencia entre ahorro y gastos de capital. Ahora bien, los ingresos que no se han gastado en consumo o gastos de capital, llevan a la constitución de activos financieros. La definición de superávit financiero podría, entonces, establecerse como el exceso de adquisición sobre disposición de activos financieros. Por el contrario, estaríamos en presencia de un déficit financiero cuando la disposición de activos financieros supera a la adquisición de los mismos. Así, el concepto de activos financieros incluye no sólo el dinero, sino también créditos, títulos, acciones, obligaciones, etc., así como también activos fijos viejos.

Por consiguiente, el portafolio de una empresa está constituido por un conjunto de activos financieros adquiridos (tal el caso de las disponibilidades y sus cuentas a cobrar), y por la tenencia de activos reales (existencias, equipos, etc.).

De esta forma, la existencia de unidades superavitarias y deficitarias debe satisfacerse mediante un proceso de adquisición y disposición de activos financieros. Existen, por tanto, oferentes y demandantes de activos financieros. Ellos deben conectarse. A veces se hace directamente, otras indirectamente.

En este proceso de conexión de unidades superavitarias y deficitarias juegan un papel vital las instituciones e instrumentos financieros, que en definitiva son los que deben facilitar ese proceso de trasiego de flujos financieros interunidades.

Estas consideraciones, nos dan la base para llegar a ver cómo suelen distinguirse los mercados financieros. En efecto, normalmente se distingue entre mercados de dinero y de capital. El acuerdo es casi total en entender por mercado de dinero aquél que dice referencia con los fondos de corto plazo, asumiéndose por tal, aquél en el cual los instrumentos financieros (que se traducen en derechos sobre otras unidades económicas) tienen un año o menos de duración. Pre

(2) Véase, por ejemplo, Goldsmith, Raymond: "La estructura financiera y el crecimiento económico". CEMLA, México, 1963, Cap. 1.-

valecen en él por tanto, básicamente consideraciones de liquidez.

Por el contrario, el mercado de capital se refiere a los fondos de mediano y largo plazo. Una buena definición de mercados de capital dice (3) que son: "el complejo de instituciones y mecanismos donde los fondos de mediano y largo plazo son reunidos y se hacen utilizables por las empresas, el gobierno y los individuos, y donde los instrumentos ya emitidos son transferidos".

Se recordará que los activos de la empresa los hemos clasificado en fluctuantes y permanentes. En cuanto tiene que ver con el financiamiento de la empresa, el mercado de dinero sería utilizable para cubrir los usos en activos corrientes fluctuantes; en tanto que para el financiamiento de las necesidades permanentes (ya sean éstas de activos corrientes permanentes como de activos fijos), el papel lo deben jugar los mercados de capital.

Es preciso destacar, que no es sólo de los mercados de dinero y de capital de donde las empresas pueden obtener sus financiamientos. Ellos representan acaso sí, una parte importante de los financiamientos externos a la empresa. No obstante, debemos recordar que existen otros financiamientos externos que no se tipifican normalmente como provenientes de los mercados financieros. Tal el caso, de las consolidaciones fiscales y de las fuentes espontáneas de financiamientos.

Por otra parte, las empresas suelen contar con recursos internos que están representados por las utilidades retenidas y depreciaciones.

---

(3) Dougall Herbert E.: "Capital markets and its institutios". Prentice Hall, Englewood Clffs, N. J. 1970. Cap. 1.

## IV. LOS MERCADOS FINANCIEROS EN URUGUAY,

### BREVE DESCRIPCION

El análisis de los mercados financieros uruguayos se ve seriamente obstaculizado por la falta de estadísticas al respecto. A estos efectos, la inexistencia de herramientas como los estados de fuentes y usos de fondos a nivel de la economía en su conjunto (4), por ej., impone limitaciones para el estudio. La sección va dirigida fundamentalmente a efectuar una descripción sobre los mercados financieros uruguayos tratando de separar sus principales instituciones y analizar las características de los instrumentos financieros. Todo ello se ha enfocado, especialmente dados los objetivos del presente trabajo, hacia el financiamiento de la empresa.

#### 1. Consideraciones sobre las instituciones financieras.

Hace más de diez años, la Comisión de Inversiones y Desarrollo Económico decía: (5) "No existe en el país una clara división entre el mercado monetario a corto plazo y el mercado de capitales a largo plazo. Actúan en ambos sin especialización las instituciones bancarias públicas y privadas, salvo el Banco Hipotecario y los departamentos Agrario e Industrial del Banco de la República".

Habida cuenta de algunos cambios ocurridos desde el referido

---

(4) A este seminario se presenta un trabajo sobre el punto.

(5) CIDE, "Estudio económico del Uruguay". Montevideo, 1963, Tomo II, pág. 37.

estudio, la situación actual en su aspecto sustancial no ha experimentado grandes variaciones.

A partir de 1967 las operaciones del sistema bancario están controladas por el Banco Central, quien ejerce todas las funciones reconocidas normalmente a esas instituciones. Con anterioridad algunas de esas funciones venían siendo realizadas por el Banco de la República a través de su Departamento de Emisión.

En la actualidad el Banco de la República es el banco comercial más grande del país, quien además es el depositario de los fondos del sector público. La actuación del Banco de la República como institución de intermediación financiera debe colocarse como actuando parte en el mercado de dinero y parte en el mercado de capitales. En efecto, la parte correspondiente al mercado dinerario es la de -- corto plazo, en donde las empresas acceden a financiamientos típicos para activos de trabajo. En cuanto tiene relación con los financiamientos que exceden el año de plazo, los mismos para la rama industrial son insuficientes, se incluirían en ellos algunos préstamos -- del sector Crédito Industrial y de la división Promoción del Desarrollo.

El sector agropecuario, cuenta con algunos préstamos (también insuficientes) a más de 1 año; a través del sector Crédito Rural, completando el esquema la participación que tiene en la administración del Plan Agropecuario, que cuenta con apoyo financiero del BIRF.

Se trata, por tanto, de un banco típicamente comercial de actuación en el mercado dinerario. Su actuación en mercados de capitales es en casos especiales y escasos. Cabe señalar que por los plazos de ellos son típicamente de mediano. Al 31 de diciembre de 1972 sus colocaciones al sector privado ascendieron a \$ 108.760 millones, en tanto que los depósitos del sector privado a la misma fecha eran \$ 36.090 millones.

Los bancos comerciales privados del país son 28, a los que se les suman en la actualidad una casa bancaria (no puede recibir depósitos pero sí efectuar préstamos y operar con moneda extranjera) y una caja popular (actúan a nivel departamental no pudiendo operar -- con moneda extranjera). Su actuación es la propia de este tipo de ins

tituciones financieras, de intermediación en el corto plazo y por -- tanto integrantes del mercado dinerario. El número de Bancos comerciales ha declinado sustancialmente en los últimos años. En efecto, en 1962 había 61 bancos, y en cuanto tiene que ver con las cajas populares, que en ese año eran 21, presenta similar evolución. Desde su instalación, el Banco Central ha venido impulsando la fusión y reducción de sucursales.

Los depósitos del sector privado en los bancos comerciales, al 31 de diciembre de 1972 ascendían a \$ 130.746 millones y sus colocaciones a \$ 129.379 millones.

El Banco Hipotecario del Uruguay, institución oficial, opera básicamente en el mediano y largo plazo con especialización en el -- campo de la vivienda. Es de las pocas instituciones que se pueden tipificar como pertenecientes al mercado de capitales. Su participa---ción es activa en la administración del Fondo Nacional de Vivienda.

Pero además, el banco ha tenido, también, intervención en el régimen que se ha llamado de "intermediación hipotecaria". Los plazos de los préstamos, que pueden ser a personas o empresas, son de tres años.

Al 31 de diciembre de 1972 las colocaciones al sector privado a corto plazo ascendían a \$ 3.336 millones y las a más de un año a \$ 44.236 millones. En cuanto tiene relación con los depósitos, a esa misma fecha, los mismos ascendían a las siguientes cifras: vista \$ 1.061 millones; plazo hasta un año \$ 24.962 millones y a más de un año \$ 135 millones. Los títulos emitidos llegaban a \$ 5.390 millones.

Otra institución que participa en ambos mercados es la Caja Nacional de Ahorro Postal. Esta institución, también oficial, tiene su mayor parte de la actividad en el mercado de capitales, interviniendo con apreciable intensidad en el campo de la intermediación de adquisición y/o construcción de viviendas mediante garantías hipotecarias. Aunque también las empresas constructoras pueden acceder a estos préstamos, el volumen destinado a las personas es importante.

Aunque mucho menor que la actividad anterior, la Caja Nacional de Ahorro Postal interviene otorgando préstamos para el consumo. Al 31 de diciembre de 1972, el crédito al sector privado de corto --

plazo ascendía a \$ 799 millones; en tanto que el de largo plazo llegaba a \$ 6.071 millones. A esa misma fecha sus depósitos a la vista sumaban \$ 109 millones; en tanto que los a plazo eran \$ 2.759 millones.

Las instituciones oficiales que completan la serie son el -- Banco de Seguros del Estado y el Banco de Previsión Social. Su intervención en el mercado de capitales es, en la actualidad, de muy poca significación, aunque otrora tuvieran una más activa participación. Las empresas prácticamente no intervienen como demandantes de financiamientos de estos organismos, salvo en casos de créditos espontáneos.

La Bolsa de Valores, institución privada, opera actualmente, fundamentalmente con valores gubernamentales (Bonos del Tesoro y Obligaciones Hipotecarias Reajustables), en tanto que su actividad -- con acciones es muy inactiva, en donde están listadas algunas decenas de empresas.

Finalmente, bajo un rótulo de "otros intermediarios financieros" englobamos a un conjunto de intermediarios que, por el escaso desarrollo estadístico no podemos cuantificar. Entre ellos, existen empresas dedicadas a otorgar créditos para el financiamiento de consumos. Asimismo, completan el cuadro prestamistas particulares, cuyos créditos a veces sobrepasan el año. La actividad desarrollada por estos prestamistas no institucionalizados creció en forma vertiginosa hacia fines de la década del 60. El Instituto de Economía lo llegó a situar hacia 1970 como un tercio de los depósitos bancarios. Este mercado que se dio en llamar parabancario, comienza a decrecer seriamente a partir de fines de 1970, dada la presencia de varias -- medidas adoptadas por el gobierno. Entre ellas, se destaca el decreto de 16 de noviembre de 1970 por el cual se prohíben los préstamos de \$ 100000 o más, a menos de tres años de plazo fuera del sistema bancario, otorgándole asimismo la exclusividad al Banco Hipotecario de los préstamos con garantía hipotecaria a un plazo menor de tres años.

## 2. Consideraciones sobre los instrumentos financieros.

Siendo los instrumentos financieros evidencias de derechos -

contra otras unidades económicas o de propiedad sobre ellas, veamos las principales características que asumen en el caso uruguayo.

En cuanto a la naturaleza del instrumento, entendiendo, por tal la separación entre deudas y participaciones de la propiedad, -- Uruguay muestra una predominancia notoria de las primeras sobre las segundas.

Ya se expuso, por ej., la escasa actividad de la Bolsa en el rubro acciones. Con referencia a la duración, la enorme mayoría de los instrumentos pertenecen al mercado de dinero. Sólo quedarían muy pocos para el mercado de capitales.

Para las empresas, prácticamente las hipotecas del Banco Hipotecario en el régimen de intermediación y los préstamos del Banco de la República Oriental del Uruguay que superan el año.

La duración es, por tanto, inferior a un año en la mayoría de los casos. Sobre el aspecto comercialización de los instrumentos financieros debemos establecer que, y en especial con las empresas, los instrumentos no son fácilmente comercializables, a excepción de las acciones, los demás instrumentos asumen forma de hipotecas, vales, etc. A su vez, otras formas de endeudamiento de la empresa tales como las obligaciones, casi no existen en el país.

Pasando al nivel y carácter del precio estipulado, el país muestra una variedad de regulaciones que han distorsionado seriamente la asignación de recursos.

En general, los instrumentos financieros no tienen el carácter de corrección monetaria. Hoy, pocas son las excepciones. Entre ellas, el caso de las Obligaciones Hipotecarias Reajustables con destino a la Vivienda que se reajustan en función del índice de sueldos y salarios.

Ya en el campo de las empresas agropecuarias, son reajustables los préstamos otorgados bajo el régimen del Plan Agropecuario, en base a un índice de precios de la carne y la lana.

Los préstamos de la banca comercial no están sujetos a reajustes.

El Estado a su vez participa con valores en moneda extranjera (U\$S) a mediano plazo (Bonos del Tesoro) y a corto (Letras de Tesorería).



Las empresas, por ejemplo, no pueden emitir obligaciones con corrección monetaria y con ello ven dificultada su competencia con otros papeles que sí pueden ser reajustados. No obstante ser el mercado dinerario el de mayor amplitud, el mismo en cuanto a sus instrumentos lo vemos estancado. Así, por sólo mencionar algunos, no se conocen en el país instrumentos de corto plazo, como las "aceptaciones" de gran utilidad para las empresas y que permitirían también captar parte de los mercados parabancarios, con la posibilidad de ser controladas y orientadas por las autoridades; lo mismo sucede con el "factoring", de significativa utilidad en la gestión financiera de las empresas.

### 3. Consideraciones sobre los mercados financieros uruguayos.

La eficiencia de los mercados financieros se mide en última instancia por su aporte para asegurar y estimular la formación de capital. Ella tiene una enorme importancia para el crecimiento económico de los países. El Prof. Prebisch refiriéndose al caso latinoamericano, lo destaca de la siguiente forma: (6) "Tal ritmo de desarrollo exige un considerable esfuerzo de acumulación de capital. Estímase que el coeficiente de inversiones, que de 18,3 por ciento debiera elevarse aproximadamente hasta 26,5 por ciento a fines del primer decenio y mantenerse durante el segundo" y continúa: "Este esfuerzo de inversión debe ser cumplido principalmente con ahorro nacional. Los recursos financieros internacionales no podrán sustituirlo sino que deben contribuir a estimularlo, sobre todo en los primeros tiempos".

Nuestro país, por supuesto, no escapa a estas consideraciones de necesidad de formación de capital. No obstante, los mercados financieros uruguayos son ineficientes. Lejos de fomentar la acumulación de capital, la han desestimulado, impulsando, por el contrario, la fuga de capitales.

El retraso con que cuenta nuestro país en cuanto a organización, instituciones, instrumentos y funcionamiento de los mercados financieros, y en especial en los de capital, es de varias décadas.

(6) Prebisch, Raúl: "Transformación y desarrollo". Santiago de Chile, abril de 1970.. Pág. 200.

Pero lo que es peor es que no sólo está atrasado con respecto a países altamente industrializados; ello no sería muy valedero. Lo está con respecto a otras áreas subdesarrolladas. (7).

En el campo institucional, por ejemplo, mientras la mayor -- parte de los países de América Latina creaban sus bancos centrales en el período interbélico, Uruguay lo crea en el año 1967 (8). En -- ese mismo período, se empiezan a formar los bancos de desarrollo o -- de fomento con activa participación en la canalización de los recursos internos que captan, así como los recibidos del exterior, actuando con significativa importancia en la financiación de las inversiones de las empresas (aunque no sólo a ellas prestan), ya sea con -- préstamos o con aportes.

Uruguay, por el contrario, no tiene un banco de desarrollo, institución con que cuentan los distintos países del mundo subdesarrollado desde hace muchos años. Argentina, por ejemplo, tiene el -- Banco de Desarrollo (1944); Brasil el Banco Nacional de Desenvolvimiento Económico (1952); en Chile la Corporación de Fomento de la -- Producción (1939); en México, la Nacional Financiera (1934); en Venezuela la Corporación Venezolana de Fomento (1946); etc. (9).

Asimismo, con posterioridad a la Segunda Guerra Mundial, se aprecia la aparición de otras formas institucionales como las compañías financieras de inversión, las cooperativas de crédito, etc. En Uruguay, están prohibidas, por ejemplo, las compañías financieras -- ("Financieras")

En el campo de las instituciones financieras de los mercados de capitales, no se avanza ni creándolas o prohibiéndolas. Pensamos que realmente el camino es entender el funcionamiento de los mercados, de sus instituciones y entonces regular y controlar su gestión.

---

(7) Véase, Godsmith, Raymond W.: "Financial Structure and Development". New Haven and London, Yale University Press. 1969.

(8) Antes parte de estas funciones las cumplía el BROU a través de su Departamento de Emisión.

(9) Para su estudio de las instituciones financieras en América Latina, puede -- verse: "La intermediación financiera en América Latina". CEPAL. Boletín Económico de América Latina, Vol XVI, N° 2, Segundo Semestre de 1971, Naciones Unidas, N. York, 1971. También la serie de estudios de mercados de capitales en América Latina publicados por el BID.

Situación similar se aprecia con los instrumentos en donde predominan las deudas no comercializables. Sus tasas de interés son positivas o negativas según el ritmo de inflación. Se ha escrito "ad nauseam" sobre las perniciosas repercusiones de la tasa de inflación acompañada de tasas negativas de interés sobre la generación de ahorro.

Refiriéndose a la importancia del ahorro y su estímulo en -- nuestro país decía ya en 1958 el Prof. Faroppa: (10) "La expansión económica depende en grado sumo de la inversión y ésta del ahorro. - Parecería, pues, que si una economía desea desarrollarse debería estimular en toda forma el ahorro individual y social. Para deducir, - sin embargo, la política que hemos seguido en los últimos años en materia de ahorro, recordemos solamente las líneas principales de -- nuestras políticas monetarias y financieras. Ellas han incidido para que, en varios sectores se desestimulara, y para que en muchos otros se generaran y desarrollaran las fuerzas que en un período más o me nos prolongado -de mantenerse las actuales condiciones- se opondrán al crecimiento del ahorro nacional". Y agrega más adelante: "Una política monetaria que no solamente fracasa en su tentativa de anular las elevaciones de precios que se deben a factores puramente monetarios, sino que, a través de medidas inadecuadas de tipo crediticio o cambiario, las intensifica, en realidad está contribuyendo a una depreciación del signo monetario, a una pérdida continua de su poder de compra. Ello constituye la peor política que se puede seguir para desestimar el ahorro, pues es la que crea más incentivo, justamente, a no ahorrar y sí, todo lo contrario, a gastar".

En todo este panorama, los mercados financieros uruguayos no han estimulado la generación de ahorro y la formación de capital. Sería por demás ilusorio y simplista pretender achacar al subdesarrollo de los mercados de capitales la baja tasa de formación de ahorro nacional. Sin duda el problema tiene otras raíces mucho más profundas, entroncadas con la misma evolución económica del país. Pero sí sería mos omisos si no destacamos el papel que no ha cumplido.

---

(10) Faroppa, Luis A.: "Posibilidades de acelerar su tasa". Conferencia. 1968.

En este marco, las empresas no han podido contar con las -- fuentes de financiamiento adecuadas a su gestión. Esto ha sido particularmente notorio en el campo de las fuentes de largo plazo.

Al análisis de las repercusiones de estos aspectos en el desarrollo de las empresas, dedicamos las secciones que vienen.

## V. FUENTES Y USOS DE FONDOS DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES EN EL URUGUAY

Hemos visto previamente el modelo general de financiamiento de la empresa pasando posteriormente a definir los mercados de dinero y de capitales, señalando en qué aspectos del modelo intervienen unos y otros. Por último la sección anterior estuvo dedicada a analizar los mercados financieros uruguayos poniendo el énfasis en los aspectos que tienen relación con el financiamiento de la empresa. En la presente sección se efectuará un análisis desde una óptica básicamente descriptiva de las fuentes y usos de fondos de las empresas industriales en el Uruguay.

Los datos sobre la realidad nacional que se expongan en esta sección son extraídos de una investigación (11) realizada durante 1972 sobre empresas industriales de mayor tamaño de carácter privado (más de 200 obreros). Se obtuvo un tamaño de la muestra (del 40 % del universo) en base a las técnicas más recibidas para la selección, -- considerando a su vez agrupamientos de empresas teniendo en cuenta -- la importancia que tuvo cada rama de actividad en la constitución -- del producto bruto interno del sector industrias manufactureras en 1967. Las ramas de actividad seleccionadas fueron: 1) industria del caucho; 2) industrias que procesan materias primas nacionales, consideradas bienes de exportación tradicionales (lana, cuero); 3) industria de la bebida; 4) industrias metalúrgicas y afines, y 5) industrias varias, que incluyen papel, químicas, etc. El conjunto de estas

---

(11) Monografía, "Análisis financiero de empresas industriales en el marco de la política de estabilización," dirigida por Ricardo Pascale y realizada a efectos de su graduación por I. Aguirre, S. Gilvich, D. Iribarne, A. Martínez, A. Muller, J. Ponasso, J. P. Regina, A. Rodríguez y F. Salvador. Facultad de Ciencias Económicas y de Administración. Montevideo, 1972.

ramas generó aproximadamente el 50% del PBI del sector industrias manufactureras.

El Cuadro I muestra las fuentes y usos de fondos para la totalidad de la muestra.

### CUADRO I

#### Fuentes y usos de fondos de empresas industriales (en porcentajes)

U S O S	1966-67	1967-68	1968-69	1969-70
1. Disponibilidades .....	( 5)	( 6)	( 5)	( 2)
2. Créditos .....	(37)	(27)	(35)	(32)
3. Bienes de cambio .....	(38)	(55)	(35)	(42)
<u>Activos corrientes .....</u>	<u>80</u>	<u>88</u>	<u>75</u>	<u>76</u>
4. Bienes de uso .....	(10)	( 9)	(17)	(18)
5. Otros activos (n/corrien)(10)	(10)	( 3)	( 8)	( 6)
<u>Activos no corrientes...</u>	<u>20</u>	<u>12</u>	<u>25</u>	<u>24</u>
<b>F U E N T E S</b>				
6. Comerciales .....	(21)	(19)	(20)	(13)
7. Fiscales .....	( 8)	(14)	--	( 9)
8. Bancarias .....	( 4)	(13)	(13)	(24)
9. Otras deudas c/plazo ... ( 8)	( 8)	(12)	(14)	( 5)
<u>Fuentes externas c/plazo</u>	<u>41</u>	<u>58</u>	<u>47</u>	<u>51</u>
10. Fiscales .....	11	5	13	12
11. Otras deudas l/plazo ...	<u>10</u>	<u>3</u>	<u>1</u>	<u>5</u>
<b>FUENTES EXTERNAS AJENAS</b>				
LARGO PLAZO	21	8	14	17
12. Aportes capital .....	(12)	( 9)	( 8)	(12)
<b>FUENTES EXTERNAS</b>				
PROPIAS .....	<u>12</u>	<u>8</u>	<u>9</u>	<u>27</u>
13. Utilidades retenidas ... (21)	(21)	(18)	(22)	(12)
14. Depreciaciones .....	( 5)	( 7)	( 9)	( 8)
<b>FUENTES INTERNAS .....</b>	<u>26</u>	<u>25</u>	<u>31</u>	<u>20</u>

Las principales apreciaciones que surgen del Cuadro I, las que se le anexan cuando se consideró necesario otros elementos, son:

1. La alta proporción que representan en los usos los correspondientes a activos corrientes. Así se ve que oscilan entre un mínimo del 75 % sobre el total de usos en 1969 y un máximo de 88 % en 1968.

2. Dentre de los activos corrientes se observa que en los periodos de alta inflación los bienes de cambio (representados por los stocks) asumen un papel primordial.

Ello se hace muy claro sobre el año 1968, en donde el 55 % de los usos van destinados a ese fin. A estos efectos es útil recordar que una de las estrategias más comúnmente usadas por las empresas en épocas de inflación es la sobreinversión en inventarios.

Esa inversión en inventarios va perdiendo luego de 1968 importancia, aunque conservando la propia inherente al rubro.

3. Por el contrario, se aprecia un aumento de la importancia de los créditos como uso de fondos en los dos últimos años analizados. A estos efectos, debe recordarse que el abrupto enlentecimiento de la inflación a partir de junio de 1968 trajo a muchas empresas problemas de demanda interna. Ello llevó a que tuvieran que cambiar sus políticas comerciales, ya sea aumentando su proporción de ventas a crédito o aumentando los plazos de los créditos otorgados.

4. Estos hechos que reseñamos, llevaron a una cierta reestructuración de la inversión en activos corrientes. Los datos disponibles para el sector industrias varias así lo muestran.

## CUADRO II

### Composición del activo corriente (en porcentaje)

	1966	1967	1968	1969	1970
Disponibilidades .....	6	7	6	8	6
Créditos .....	32	39	41	47	49
Bienes de cambio .....	62	54	53	45	45
	100	100	100	100	100

En el cuadro II se aprecia una pérdida de importancia de los bienes de cambio, a la vez que un repunte en los créditos.

5. La baja proporción que tienen en los usos las inversiones en activos fijos (aun tratándose, como es, de empresas importantes). Los mismos oscilan entre un 9 % en 1968 y un 18% en 1970.

6. En cuanto tiene relación con las fuentes de fondos el primer hecho remarcable es la baja proporción que representa el autofinanciamiento (el mismo oscila entre 31% en 1969 y un 20% en 1970).

Incluso, debe señalarse que ese pico en 1969 debe relativizarse dado que el mismo deriva en buena medida del hecho de registrar como costo los derivados del sobreestocamiento acumulado, que comenzó a usarse, cargándose contra los ingresos a precios de adquisición notoriamente más bajos que los de reposición.

Esta proporción muy baja del autofinanciamiento es particularmente importante en el caso uruguayo.

La misma es mucho más baja que para los países altamente industrializados, cuyos datos se aprecian en el Cuadro III.

### CUADRO III

Autofinanciamiento como porcentaje del financiamiento total de la empresa en la CEE

	Promedio	
	1960 - 1964	1964
Alemania .....	78	76,6
Francia .....	64	57
Italia .....	46,6	40,2
Países Bajos .....	67	60
Bélgica .....	75	71

Fuente: CEE, Le développement d'un Marche Européen des Capitaux. Bruselas, 1966. Cuadro 6, citado por Antonín Barsh y Milic Kibal, en "Análisis de mercados latinoamericanos de capitales", BID, Cemla, México, 1969.



-23-

Obsérvese la alta proporción que asume el autofinanciamiento. Debe recordarse además que esa situación se da en mercados de capitales altamente desarrollados en los cuales las posibilidades de fuentes de financiamiento para las empresas son múltiples.

El caso uruguayo muestra por el contrario una bajísima participación del autofinanciamiento en un país que, como el nuestro y tal cual se vio, las fuentes de financiamiento a largo plazo son insuficientes.

Pero, Uruguay, no sólo muestra una baja participación del ahorro de las empresas como fuentes de financiamiento, cuando se la compara con países altamente industrializados. Por el contrario, si se mira el panorama de otros países latinoamericanos, aunque las diferencias no sean tan importantes como en el caso señalado anteriormente, es muy notoria la particular posición de nuestro país.

Por ejemplo en Argentina, la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (12) ha efectuado investigaciones sobre más de 400 empresas clasificadas por sectores y por tamaño. Los resultados totales fueron los del Cuadro IV.

Del Cuadro IV surge claramente que las utilidades representan porcentajes netamente superiores a los registrados para Uruguay, oscilando entre un 34,4% para las pequeñas empresas y un 43,1 % para las medianas.

Estudios efectuados por CEPAL (13) muestran no sólo la baja proporción que hoy mantienen las empresas uruguayas como autofinanciamiento, sino que además muestran cómo en nuestro país (vean que da la cifra para 1960) esta fuente de financiamiento ha decrecido con el tiempo en especial en el período de alta inflación.

---

(13) CEPAL, Naciones Unidas: El proceso de industrialización en América Latina, N.º 66, II, G. 4. Nueva York, 1965, cuadro 35; citado por Antonin Basch y Milie Kibal, ob. cit.

(12) Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL): "La Financiación de las Empresas Industriales en la Argentina", 1961-1969, noviembre de 1971, citado por Mario S. Brodersokn en "Financiamiento de Capitales", Buenos Aires, mayo de 1972.

## CUADRO IV

## ARGENTINA

Fuentes de Fondos Promedio 1967 - 1969

(Por ciento)

	Emp. Grandes	Medianas	Pequeñas
I. Internas .....	50,7	53,9	50,4
1. Aportes socios .....	9,2	4,2	10,4
2. Utilidades .....	34,9	43,1	34,4
3. Reducción Act. Ctes. ....	2,2	4,1	0,6
4. Vta. Activos fijos .....	5,5	5,4	5,0
II. Externas .....	49,3	46,1	49,6
1. Créditos .....	39,1		44,1
i. Provedores .....	4,6	27,5	21,3
ii. Bancos .....	20,8	13,1	10,4
iii. Financieros .....	12,3	10,2	7,7
iv. Otros			
—Estado .....	0,5	1,3	1,5
—Otros .....	1,0	2,5	3,2
2. Aumentos			
i. Provisiones			
—impuestos .....	1,7	0,7	1,9
—otros .....	1,4	12,5	0,7
ii. Previsiones .....	2,4	6,9	2,4
iii. Utilidad diferida ...	2,4	17,4	0,5

## CUADRO V

Financiamiento de la inversión de empresas manufactureras privadas - controladas por capital nacional en varios países latinoamericanos.

(Distribución porcentual)

País	Período	Total	Autofinanciamiento		Fuent. ajen. a la emp-		
			Utilidades no distribuidas	Depre- ciación	Total	Cap. Accio.	Otras Fuent.
Argentina	1960-1961	40,0	14,0	26,0	60,0	9,0	51,0
Brasil	1959-1962	43,2	36,4	6,8	56,8	8,2	48,6
Chile	1949-1961	52,3	42,3	10,0	47,7	4,5	43,2
Colombia	1958-1962	51,8	27,8	24,0	48,2	16,4	31,8
Ecuador	1953-1957	56,5	22,7	33,8	43,5	12,6	30,9
Uruguay	1960	42,0	—	—	58,0	16,0	42,0
Venezuela	1961	50,5	21,3	29,2	49,5	10,6	38,9

Fuente: Naciones Unidas, CEPAL: El proceso de industrialización en América Latina, N° 66, II, G. A. Nueva York, 1965.

Asimismo se observa en el Cuadro V la baja que ha sucedido en los aportes de capital desde 1960 al período que venimos analizando.

7. Se aprecia un crecimiento hacia el final del período de los financiamientos con fuentes bancarias que terminan en 1970 representando al 24 % de las fuentes totales.

Este hecho queda además reforzado por el Cuadro VI.

## CUADRO VI

Estructura del financiamiento a corto plazo de empresas industriales  
(En porcentajes)

Fuentes	1966	1967	1968	1969	1970
Bancarias .....	11,25	10,00	14,8	17,2	18,00
Comerciales .....	38,00	41,00	40,6	41,2	42,4
Fiscales .....	23,00	23,4	26,0	22,6	18,8
Otras .....	27,75	25,6	18,6	19,0	20,8

Del mismo surge la importancia creciente de las deudas bancarias, comenzando con 11,25 % en 1960 y terminando con 18 % en 1970.

8. El comportamiento de los financiamientos fiscales mostrándose con un crecimiento sobre el final del período (1970, representan el 21 %) en tanto que arrancan con un 19 % en 1967 y 1968. Asimismo se puede apreciar la suba que representan las proporciones a largo plazo luego de comenzar la política estabilizadora a mediados de 1968.

Los financiamientos con el fisco representan una parte importante en el total de los financiamientos a largo plazo. Esta importancia, que decrece en los períodos de alta inflación, gana terreno una vez que ésta se reduce. El Cuadro VII muestra este hecho.

#### CUADRO VII

Estructura del endeudamiento a largo plazo  
(En porcentajes)

Fuentes	1966	1967	1968	1969	1970
Fiscales .....	64,3	47,4	47,9	53,0	57,6
Otros .....	35,7	52,6	52,1	47,0	42,4

No llama la atención que más de la mitad de las fuentes de financiamiento a largo plazo sean arreglos con el fisco para el pago de los impuestos. No debemos olvidar que ésta es en el país una de las pocas fuentes a la que puede acudir la empresa para obtener fondos de mediano y largo plazo.

Una vez más, el escaso desarrollo del mercado de capital, unido a la baja participación del autofinanciamiento lleva a la empresa a buscar salidas financieras heterodoxas.

Merece además destacarse la forma en que la empresa constituye estas deudas de largo plazo.

## CUADRO VIII

Constitución del pasivo a largo plazo  
(en %)

	Pasivos a l. plazo orig.	Pasivos a c. plazo cons.	Ambas alternativas
Ind. del caucho .....	50	50	0
Ind. que manufactura pro- ductos tradicionales .....	33	67	0
Ind. de la bebida .....	67	33	0
In. metalúrgica y af. ....	0	75	25
Ind. varias .....	40	60	0
Muestra total .....	35	60	5

Del Cuadro VIII se desprende que la mayor parte de los pasivos a largo plazo con que cuentan las empresas, fueron originalmente constituidos como de corto plazo, para ser luego consolidados. En efecto, para el total de la muestra el 60 % de los financiamientos es tán en esa situación.

Efectuadas estas apreciaciones sobre las fuentes y usos de fondos de las empresas industriales, pasamos en la sección que conti núa a establecer algunas reflexiones sobre las influencias del merca do de dinero y capitales con respecto a las empresas industriales.

## VI. EL MERCADO DE CAPITALES URUGUAYO EN EL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA, EL PAPEL QUE NO CUMPLIO Y REFLEXIONES PARA EL FUTURO

En la sección anterior, se ha abordado la situación que presentan las empresas industriales uruguayas en cuanto tiene relación con las fuentes y usos de fondos. El mismo, tuvo un enfoque básicamente descriptivo. En esta sección se intentará efectuar con un mayor énfasis normativo, un análisis de las repercusiones de los mercados financieros, y de capitales en especial, de nuestro país en el financiamiento de las empresas, destacando los principales aspectos en los cuales no cumplió el papel debido.

### 1. En cuanto al crecimiento económico de la empresa.

El financiamiento de un crecimiento económico sano de la empresa debe efectuarse con fuentes de largo plazo. Ya sea con fuentes externas (propias o ajenas) o internas (utilidades retenidas más depreciaciones), cuidando al componer la estructura de la capitalización ciertas relaciones adecuadas de endeudamiento-fondos propios.

¿Qué ofrece el mercado de capitales uruguayo para atender esas necesidades? El desarrollo de las secciones anteriores nos muestra que muy poco. Prácticamente nada. Por tanto, la obtención de fuentes externas de mediano y largo plazo ha estado a niveles tan bajos que las empresas no han podido contar con ellas, ni en las cantidades, ni en las oportunidades, ni con las calidades necesarias.

Si esto sucede con las fuentes externas, ¿qué panorama nos

muestran las fuentes internas? Las mismas, tal cual se expuso, son quizás de las más bajas de América Latina. Dicho en otros términos, el ahorro de la empresa es bajo y por lo tanto estas fuentes no sólo no cubren la falta de financiamientos externos a largo plazo, sino - lo que es muy serio, no cumplen el papel normalmente adecuado. Por ejemplo, se puede recordar que en los últimos años han existido en el país fuertes contralores de precios que han comprimido en muchos casos la generación de utilidades. En otros casos los problemas son debidos a causas más profundas como problemas de economías de escala, baja productividad de los recursos utilizados, deficiente administración, etc.

Por consiguiente, si el financiamiento del crecimiento económico de la empresa (traducido por ejemplo en ampliaciones de la capacidad instalada, renovaciones de equipo, inversiones en activos corrientes permanentes, etc.) debe hacerse sobre fuentes de largo plazo y el panorama nacional muestra una escasez tanto en las externas como en las internas, se concluye que se ha visto obstaculizado por la falta de esos financiamientos.

Naturalmente, que ésta no es la única causa de dificultades para el crecimiento económico de la empresa. Acaso, para ciertos sectores o empresas, no sea ni la más importante. Es una de ellas, y además ha afectado en grado diferente a las empresas según diversos aspectos, como por ejemplo, según se dediquen al mercado interno o sean exportadoras, el carácter que tengan dentro de su rama, según sean nacionales o extranjeras, etc. Otras causas pueden haberse opuesto al crecimiento, por ej., las regulaciones de la política de ingresos, de comercio exterior, monetaria y cambiaria; en otros casos, la estrechez del mercado, la tasa de rentabilidad de las inversiones, etc. En esta oportunidad, dados los objetivos específicos del trabajo, nos detenemos en los aspectos del financiamiento.

Así, vemos empresas, que por falta de productividad de los equipos, no pueden aumentar los beneficios y con ellos las fuentes internas (que serían de las pocas a las cuales podrían acudir), no pueden cambiar sus equipos. Ante este círculo vicioso, ven trabadas en los hechos sus posibilidades de crecimiento, dado que los mercados financieros no ofrecen otras posibilidades de financiamiento. El

subdesarrollo de los mercados financieros uruguayos, es a menudo sorprendente. Pensemos, por ejemplo, que ciertas formas básicas de financiamiento de equipos a mediano plazo como es el "leasing", es -- prácticamente desconocida en el país.

Viendo trabadas las empresas, entre otros factores, sus posi bilidades de crecimiento, por falta de financiamientos adecuados que no brindó el mercado de capitales, ¿cómo han tratado de sortear esas vallas?

Muchas no entendieron claramente el problema que ténían ante sí, con la falta de fuentes de fondos de mediano y largo plazo, que eran indispensables para su crecimiento económico. Entonces trataron de romper delicados círculos viciosos sin mayores refinamientos técnicos. Muchas de ellas se estrangulaban financieramente y sucumbie-- ron, otras a veces más grandes las llevó a tener que reestructurarse. En estos tipos de empresas, hemos visto, por ejemplo, adquirir activos fijos utilizando créditos de corto plazo. En este caso, aun cuando lo hace, la empresa tiene idea que está violando ciertos fundamentos del modelo de financiamiento de la empresa. Quizás peores han sido otros casos, en los cuales hemos visto crecer rápidamente los volúmenes de producción y comercialización, sin darse cuenta que ello llevaría a un incremento de activos y que una parte de ellos pasaban a ser permanentes. Estos permanentes que se iban acumulando debían - financiarse al menos con mediano plazo. Al no contar con fuentes externas para financiarlo, sólo le quedaban que jugaran su papel las uti lidades retenidas. No obstante, crecimientos tan vertiginosos, nor-- malmente no permiten generar los fondos internos necesarios y, por - tanto, esa expansión se financia casi enteramente con fondos de corto plazo (olvidando que hay activos corrientes fluctuantes y perma nentes). Ello efectuado repetidamente lleva a debilidades financieras que dejan a la empresa expuesta. Un comportamiento adverso en al guna variable calve, como cobranzas o caída abrupta de las ventas, - lleva a la empresa ya debilitada a transitar dificultades. Además de éstas que no han entendido el problema (y con ello acarreado un sin número de problemas) hay otras que salieron del mismo cuando las -- condiciones del marco ambiental se lo permitieron. Entre ellas, es-- tán las empresas que en épocas de gran inflación han seguido conduc-



tas inteligentes, con amplias posiciones deudoras netas, distinguiendo entre resultados reales y de inflación, etc. y han crecido realmente. Otras, no igualmente inteligentes, sin entender los problemas que trae la inflación a las empresas, han empeorado su situación con ella. Algunas políticas empresariales frente a la inflación suelen tener ciertos riesgos, que analizaremos en la sección siguiente.

La realidad de los años coincidente con la política de estabilización y también hoy con el rebrote de alta inflación, indica -- que la empresa, cuando ha hecho renovaciones o modernizaciones, han sido las imprescindibles, tratando de cubrirlas con los escasos ahorros que generaba, buscando cubrir como podía las necesidades de fondos a mediano plazo para los activos corrientes permanentes. Ello lo hizo en una parte con deudas fiscales. Pero ellas no eran suficientes. Entonces esta falta de financiamientos de largo plazo ha terminado buscándola en las renovaciones permanentes de las deudas bancarias concebidas como típicamente del corto plazo. Han transformado, por tanto (aun a costa de ciertos riesgos), fuentes de corto en, al menos, de mediano plazo. No es raro ver, por tanto, caer sus índices de liquidez.

Resumiendo, podemos decir que la falta de fuentes de mediano y largo plazo que no brindó el mercado de capitales y que no pudo generar ha significado un obstáculo al crecimiento, modernización, etcétera, de las empresas.

## 2. En cuanto a la constitución de estructuras financieras eficientes

Volvamos ahora a replantear algunos de los problemas de la inflación en las empresas uruguayas, enmarcando los comentarios dentro de las estructuras financieras.

¿Cuál es la estructura financiera óptima de la empresa? ¿Existe alguna estructura financiera óptima? Una respuesta a esta pregunta la ha dado la teoría tradicional de financiación de la empresa(14). Según ella las relaciones entre endeudamiento y fondos propios adquie

---

(14) Para una visión amplia sugiero ver el excelente libro de Ezra Solomón, "The Theory of Financial Management". Columbia University Press, 1964.

ren importancia vital. Considera que una estructura financiera es óptima cuando se producen: a) por una parte maximizar el valor de mercado de la firma, y b) por otra minimizar el costo del capital.

¿Qué evolución sigue entonces la curva de costo del capital de la empresa a medida que crece el endeudamiento? La teoría afirma que luego de una porción decreciente se efectúa un mínimo que puede ser un punto o un segmento, para comenzar a crecer luego. Tendría entonces la curva forma de U. En ese mínimo se configura la estructura financiera óptima. Entonces bajo esta teoría a bajos niveles de endeudamiento, un crecimiento de ellos lleva a disminuir el costo total del capital. Luego si se sigue endeudando hará un mínimo para -- crecer finalmente. Esta es la teoría general. Ahora bien, ¿qué sucede en nuestro país? Sucede que cuando existen tasas negativas de costo del endeudamiento y éste se aumenta, no llega a producirse que suba el costo del capital total; por el contrario el mismo sigue descendiendo a medida que se le agregan fondos ajenos a la estructura financiera, o cuando menos le imponen a la curva importantes discontinuidades.

De esta forma, hemos visto que durante épocas de gran inflación, las empresas se endeudan en forma intensa. Luego, abruptamente puede reducirse la inflación, y entonces las tasas se transforman en positivas y empiezan a pesar seriamente sobre la economía empresarial.

Ante este cambio en el marco ambiental la estructura financiera original deja de ser eficiente. Se debe entonces adecuarla a la nueva configuración del marco ambiental. Nosotros las hemos definido como: (15) "Serían estructuras financieras eficientes dada una determinada de activos, aquéllas que utilizan una combinación de -- fuentes tal que por la naturaleza y magnitud de sus costos, su importancia relativa y su flexibilidad ante expectativas de cambio en el marco ambiental permitan ante una configuración de éste, obtener los objetivos de rendimientos esperados".

Entonces cuando cambia el marco ambiental en nuestro país y

---

(15) Pascale, Ricardo: "Marco ambiental, planificación financiera y estructuras financieras eficientes", Montevideo, 1972.

con ello deja de ser eficiente la estructura financiera de la empresa, cuando debe reestructurarla se encuentra con numerosos obstáculos. Uno de ellos es el escaso desarrollo del mercado de capitales que, a sumiendo las características que hemos reseñado, da poca movilidad a la empresa para poder formar su nueva estructura financiera.

Recuérdese lo analizado en la sección anterior, cuando las empresas entran en la etapa de contención de la inflación, cómo tratan de resolver este problema. En la oportunidad, la reestructura -- si se puede llamar tal -- fue hacer perder entidad a los inventarios en las inversiones y aumentar y consolidar las deudas con el fisco, por citar algunas, acaso las más importantes. Soluciones tan especiales, que traen normalmente un conjunto de problemas económicos y financieros a nivel micro y macro.

Estas especiales reestructuraciones, ocurridas en buena medida por la inexistencia de un mercado de capitales, fueron realizadas todavía por las empresas que pudieron. A otras no les fue posible, y con ello acrecentaron sus problemas.

### 3. Algunas reflexiones para el futuro.

En el correr del trabajo fueron quedando en claro las características de los mercados financieros en el país, en especial el de capitales. Se apreció entonces el papel que no cumplieron. Desde un punto de vista global, ellos no han fomentado la formación de capital, que es de esencia en el crecimiento económico. Son, por tanto, ineficientes.

Las repercusiones de ello en el campo de la empresa industrial han sido, entre otras, la insuficiencia de fuentes de financiamiento a mediano y largo plazo, para a su vez con ellos atender el proceso de inversión que a su vez demanda el proceso de crecimiento.

La empresa uruguaya está, muy a menudo, obsoleta y con problemas financieros para sus actividades corrientes.

Si se tienen intenciones de llevar adelante un desarrollo industrial se necesita, entre otras cosas, un adecuado monto de inversión en el sector. Esa inversión debe financiarse. No creemos que el ahorro de las empresas alcance. Deberán, por tanto, tomar ahorro de

fuera de ellas. Aquí es donde se hace necesario contar con un mayor desarrollo en el mercado de capitales. En este sentido Uruguay ya ha perdido mucho tiempo. Demasiado. Ello ha llevado a que tengamos uno de los sistemas financieros más atrasados de la América Latina.

Se hace imprescindible que entre las mejoras a impulsar, deban situarse en un lugar preponderante, la actualización, la modernización del aparato institucional del sistema financiero, con especialísima atención en los mercados de largo plazo. Deben concebirse nuevas instituciones que con verdadero sentido de desarrollo intermedien en el mediano y largo plazo, para transferir esos ahorros que, sin duda, van a necesitar, entre otros, las empresas para poder crecer. En este sentido, la necesidad de contar con un Banco de Desarrollo que con modernos enfoques intervenga en el financiamiento de activos permanentes la vemos muy clara. Pero no sólo se precisan instituciones adecuadas. La carencia de instrumentos es notoria. A este respecto pensamos que la presencia de correcciones monetarias en los instrumentos se hace necesaria. No obstante se imponen algunas consideraciones sobre el punto, en especial para el caso de las empresas. Como se sabe la empresa trata de trabajar manteniendo una rentabilidad real sobre los activos superiores al costo real de los financiamientos. Si se introduce un sistema de correcciones monetarias de general aplicación, los costos reales de los financiamientos pasarán a ser positivos (hoy, por ej., el costo de las deudas es ampliamente negativo). Por consiguiente las empresas tendrán que tratar que las rentabilidades sobre sus activos sean positivas y superiores a aquellas.

Con tasas de inflación muy altas, como las que soporta hoy - el país, teóricamente puede sostenerse un sistema de correcciones monetarias que lleven a tasas positivas. Es más, prácticamente también podría aplicarse.

En estas situaciones de alta inflación, podría traer algunas repercusiones en el campo de las empresas (que es el que nos ocupa), que puede ser importante recordar. Vemos en este sentido que aun existiendo libertad de precios, será muy difícil que las empresas puedan hacer crecer tan vertiginosamente su rentabilidad sobre activos. Por consiguiente, dada la forma en que está estructurado cada uno de los

subsectores de la industria, es muy probable que por encima de la ineficiencia o eficiencia de una empresa, subsistan en la situación - las de mayor reserva.

Por consiguiente, pensamos que la reducción de la tasa de inflación a niveles más asimilables, es condición básica para desarrollar un mercado de capitales que tienda, sí, mediante un sistema de correcciones monetarias a fomentar, entre otras cosas, la eficiencia de las unidades económicas.

Con tasas muy altas el desarrollarlo posiblemente sea factible, no obstante puede acarrear altos costos económicos y sociales.

## VII. RESUMEN Y CONCLUSIONES

1. La gestión de las empresas muestra la presencia de activos fluctuantes y permanentes. Dentro de los primeros se incluyen -- partes de los corrientes que evolucionan con los ciclos de produc--- ción y comercialización de las empresas. En las segundas aparecen, - además de los fijos, cierta parte de activos corrientes que asumen naturaleza permanente.

2. El financiamiento de los activos fluctuantes debe reali zarse con fondos de corto plazo, en tanto que los permanentes (ya -- sean fijos o la parte correspondiente de los corrientes) deben aten-- derse con fuentes de mediano y largo plazo.

3. El mercado de dinero dice referencia con los fondos de corto plazo (menos de un año), en tanto que los de capital con fon-- dos de mediano y largo plazo.

En cuanto tiene que ver con el financiamiento de la empresa, el mercado de dinero sería utilizable para cubrir los usos activos - corrientes fluctuantes; en tanto que para el financiamiento de las - necesidades permanentes el papel lo deben jugar los mercados de capi tal.

4. En los mercados financieros uruguayos se aprecia poca - especialización de las instituciones, con una predominancia de los - mercados de dinero sobre los de capital. Esto se hace muy notorio en cuanto tiene que ver con la empresa, la cual salvo contadas excepcio nes no tiene posibilidades de acceder a fuentes de mediano y largo - plazo.

5. En cuanto tiene relación con la naturaleza de los ins--

trumentos financieros, se aprecia una predominancia de las deudas sobre las participaciones de la propiedad. En cuanto a la duración de los mismos, la mayoría son a menos de un año (en especial en cuanto tiene relación con el financiamiento de la empresa). Su capacidad de comercialización es baja y en cuanto al nivel y carácter del precio estipulado muestra una variedad de regulaciones que hace distorsionada la asignación de recursos.

6. El país cuenta en cuanto a organización, instituciones, instrumentos y financiamiento de los mercados financieros, en espe--cial con los mercados de capital, un retraso de varias décadas. No obstante no ser los únicos causantes, es más, probablemente ellos a su vez sean efecto de otros problemas económicos, parece claro que ellos, lejos de fomentar la acumulación de capital (objetivo final de un mercado de capitales eficiente) la han desestimulado, siendo uno de los impulsores de la fuga de capitales.

Dentro de este marco la empresa no ha contado con fuentes a mediano y menos a largo plazo, en las cantidades, oportunidad y calidades necesarias.

7. Del análisis de las fuentes y usos de fondos de las empresas industriales se aprecia la alta proporción que representan en los usos los activos corrientes. Aproximadamente un promedio del 80%.

Dentro de los activos corrientes se aprecia en el período -- 1966-1970 una reestructuración, perdiendo importancia sobre el final del período los inventarios (luego de haber crecido en las épocas de gran inflación, por ej., 1968) y tomándola los créditos.

La inversión en activos fijos se muestra muy baja, a un promedio de 12-13 %.

8. Las fuentes de fondos muestran una bajísima proporción del autofinanciamiento, oscilante entre un 20 y 30 % para el período 1960-1970. Esta cifra en la comparación internacional, no ya con países altamente industrializados, sino también subdesarrollados, muestra a Uruguay en una condición muy desfavorable.

El autofinanciamiento es bajo debido a muchas causas, entre ellas problemas de economía de escala, estrechez del mercado, regulaciones estatales de precios, etc.

9. El financiamiento a largo plazo ajeno, muestra la carac

terística de ser mayormente consolidaciones fiscales.

Es más, de la investigación realizada surge que en el 65% -- los pasivos a largo plazo son fuentes espontáneas o contraídos a corto plazo y luego consolidados a largo plazo.

10. Dentro de los financiamientos a corto plazo se aprecia una reestructuración, perdiendo importancia las fuentes fiscales (muchas de ellas fueron transformadas en largo plazo) y a menudo mayor proporción los financiamientos bancarios.

11. Ante estas circunstancias de generar poco autofinanciamiento y de no contar con fuentes de largo plazo ajenas para financiar las necesidades de capital permanente, la empresa barrió ciertas formas heterodoxas de financiamiento, no ya para aumentar su capacidad de producción, o modernizarse, ellas se destinaron a sus capitales de trabajo. Estas fuentes asumieron las características de -- deudas con el fisco, y las permanentes renovaciones de las deudas -- bancarias de corto plazo, por citar las más destacadas y de más general aplicación.

12. En base a gran parte de las anteriores apreciaciones, el escaso desarrollo del mercado de capitales ha sido una de las causas que se ha opuesto al crecimiento económico de las empresas.

Este tiene sus bases sanas en los financiamientos de largo -- plazo. Al ser tan bajo el autofinanciamiento y casi inexistentes las fuentes de largo plazo, las empresas restaron prioridad a las inversiones en equipos, encontrándose actualmente en la mayor parte de -- los casos en claras situaciones de obsolescencia, con todos sus derivados en la competitividad, etc.

Los pocos fondos permanentes que obtuvo (salvo pocas inversiones imprescindibles) los destinó a tratar de mantener su nivel de actividad y por tanto, aunque en forma insuficiente, a financiar activos corrientes permanentes.

13. El bajo grado de desarrollo del mercado de capitales, conspiró no sólo contra el crecimiento económico de las empresas, si no también contra la constitución de estructuras financieras eficientes, a cada marco ambiental que rodea a la empresa.

Cuando cambia el marco ambiental de la empresa (por ej. se pasa de 100 % de inflación a 30 o 40 %), los costos de los financia-



mientos que eran negativos se transforman en positivos, y la estructura financiera puede no ser eficiente en esta nueva configuración. La empresa, entonces, debe cambiarlas. Las empresas han contado con serios obstáculos debido, entre otras cosas, al subdesarrollo del mercado de capitales, para reestructurarlas. Las consecuencias a veces fueron fatales, otras sólo les permitió subsistir y en otros casos, los menos, pudieron sortearlas en vista a la especial configuración de la empresa.

14. Los mercados de capitales en el Uruguay son ineficientes. Si se tienen miras de desarrollar el sector industrial, se deberá impulsarlos, necesitándose para ello modernas instituciones con mentalidad de desarrollo, así como nuevos instrumentos financieros, entre otras cosas.

La corrección monetaria la vemos como necesaria. No obstante debe reducirse la tasa de inflación. Con situaciones como la actual, el implantarla puede acarrear serios problemas económicos y sociales.

Impreso en la División  
Publicaciones y Edicio-  
nes de la Universidad  
de la República.

Depósito Legal 35728/75