

REGULACION JURIDICA DEL MERCADO DE CAPITALES EN EL URUGUAY

Dr. Ricardo Olivera García

Profesor de Derecho Comercial y Bancario

Decano de la Facultad de Derecho de la Universidad de Montevideo

Presidente del Centro de Estudios Financieros del Uruguay

Ex-presidente de la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay

INTRODUCCION

Quiero comenzar por agradecer a la Cámara Argentina de Sociedades Anónimas y a la Universidad Argentina de la Empresa la invitación que me formularan para participar en este panel sobre la Regulación Jurídica del Mercado de Capitales en el Mercosur, en el marco de este VII Congreso Argentino de Derecho Societario y III Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, el cual me da la ocasión de compartir reflexiones y comentarios con queridos amigos argentinos y de otros países hermanos.

Pero quiero además felicitarlos, no sólo por la organización del evento, sino también –y muy especialmente– por haber elegido el tema de los mercados de capitales en el Mercosur para este panel final del Congreso.

Los recientes acontecimientos ocurridos en los mercados internacionales de valores han puesto de manifiesto –de modo harto elocuente– hasta qué punto el proceso de globalización de dichos mercados constituía una realidad palpable y no un mero enunciado retórico. Esta realidad muy empírica no hace más que reforzar la firme convicción sobre la necesidad de comprender la estructura y el funcionamiento internacional de los mercados de capitales y contar con información adecuada y oportuna de los que en ellos ocurre.

Esta necesidad resulta particularmente clara en el caso del Mercosur, donde los Estados partes están en proceso de integrar sus respectivas economías, a través de la consolidación de un mercado común, caracterizado por un régimen de libertad total en la circulación de factores productivos.

Nada más adecuado que un encuentro iberoamericano de especialistas en temas societarios y empresariales para realizar un aporte en este sentido.

CARACTERES DEL MERCADO URUGUAYO

Antes de estudiar el marco normativo del mercado de capitales en el Uruguay, nos parece particularmente importante realizar algunos comentarios sobre los caracteres de este mercado y su particular evolución que tuvo el mismo, desde el punto de vista de su regulación.

Para comenzar es importante destacar que el mercado uruguayo cuenta con una tradición de casi 130 años de la más absoluta y total autorregulación. Entre 1867 y 1996, al régimen de autorregulación del mercado de valores uruguayo, bursátil y extrabursátil, fue total.

En 1867 se creó en el Uruguay la Bolsa Motevideana, predecesora de la Bolsa de Valores de Montevideo. La misma brindó un ámbito de transacción –primero, a todos los comerciantes y luego, a los corredores de bolsa– basado exclusivamente en sus propios estatutos y reglamentos, aplicados por sus pares. Este sistema sobrevivió a las tendencias regulatorias que imperaron en el mundo a partir de la segunda postguerra y fue eficiente aún en períodos de intensa actividad de los mercados de valores uruguayos.

La razón de la supervivencia de este régimen debe buscarse en el prestigio y la seriedad institucional que en todo momento demostraron la Bolsa de Comercio y la Bolsa de Valores de Montevideo, entidades que tuvieron a su cargo la supervisión y regulación privada del mercado.

El proceso de desintermediación financiera, vivido en el mundo a partir de la década de los 80s, también tuvo sus manifestaciones en el Uruguay. El mercado uruguayo fue, en los últimos 50 o 60 años, un centro financiero regional de importancia, donde resultan invertidos importantes recursos de operadores económicos de la zona y extra zona. No obstante, la oferta de productos financieros no era acorde con esta característica del mercado.

El mercado de valores uruguayo era muy pequeño y estaba formado fundamentalmente por valores públicos de renta fija, lo cual lo hacía muy poco atractivo. No existía un mercado accionario y la emisión de obligaciones negociables se veía impedida por una regulación societaria retrógrada –tomada de la Ley de Sociedades argentina de 1972– y por un tratamiento tributario discriminatorio y desestimulante.

Esta carencia de productos financieros comienza a ser colmada por la emisión de “commercial papers” de empresas argentinas y brasileñas, colocados en la plaza, a través de participaciones. Los emisores contaban con el atractivo de obtener financiamiento del atractivo mercado uruguayo, sin necesidad de cumplir con los requerimientos administrativos ni incurrir en los costos impuestos en otras plazas para la emisión de valores.

El atractivo de internacionalizar su operativa, sumado a los objetivos integracionistas establecidos por el Tratado de Asunción, llevó a la Bolsa de Valores de Montevideo a buscar alianzas y convenios con otras bolsas de la región. No obstante, su esquema de absoluta autorregulación se constituyó en un obstáculo para cualquier proceso de acuerdo o de integración, ya que las restantes bolsas y fundamentalmente sus supervisores, se negaban a encarar cualquier proceso de vinculación con una bolsa que no tuviera supervisión estatal de especie alguna.

Fue entonces la propia Bolsa de Valores de Montevideo que solicitó a los Poderes Públicos uruguayos la regulación del mercado. Esta solicitud puso en marcha un proceso que comenzó en 1992 con la aprobación de un decreto que colocó a las bolsas de valores bajo el control del Banco Central del Uruguay y culminó en 1996, con la aprobación de la Ley de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables (ley N° 16.749 del 30 de mayo de 1996).

Paralelamente, se produjeron otros acontecimientos que deben destacarse.

En 1994 comienza a funcionar en la plaza una segunda bolsa de valores: la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay (BEVSA). Esta bolsa es creada por las entidades bancarias de plaza, ante las dificultades y la onerosidad del ingreso a la Bolsa de Valores de Montevideo. BEVSA transa en un mercado electrónico, operaciones de valores, cambios y “call money”.

En sus comienzos, BEVSA representó entre el 20% y el 30% del mercado secundario de valores. La aparición en el mercado de inversores institucionales (AFAPs, Fondos de Inversión) llevó este porcentaje, a fines del año 1997, al 80% o 90%.

El otro elemento de destaque es la aparición en el mercado de inversores institucionales. En 1995 se aprueba la Ley de Reforma de la Seguridad Social, en la cual se revé la creación de fondos de ahorro previsual y en setiembre de 1996 se aprueba la Ley de Fondos de Inversión. Paralelamente, la Ley de Mercado de Valores había autorizado a los bancos a invertir en obligaciones negociables de oferta pública, lo cual les había estado prohibido legalmente desde 1965.

LA LEY DE MERCADO DE VALORES Y OBLIGACIONES NEGOCIABLES

El marco regulatorio del mercado de valores está dado fundamentalmente por la Ley de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables de mayo de 1996, la cual centra su régimen en el concepto oferta pública de valores.

La ley entiende por oferta pública de valores la invitación dirigida al público en general o a ciertos sectores o grupos específicos de éste, a los efectos de adquirir dichos valores (art. 2). Por su parte, entiende por valores, a los efectos de la ley, los bienes o derechos transferibles, incorporados o no a un documento, que cumplan con los requisitos que establezcan las normas vigentes. Se incluyen en este concepto a las acciones, obligaciones negociables, futuros, opciones, cuotas de fondos de inversión, títulos valores y, en general, todo derecho de crédito o inversión (art. 7).

No se encuentran sujetos al régimen de la ley los valores emitidos por el Estado o los Gobiernos Departamentales.

Tampoco se encuentran sujetos al régimen de la ley los valores de emisión privada, los cuales deben indicar expresamente el carácter privado de la emisión, deberán colocarse en forma directa y no podrán cotizarse en bolsa ni hacer publicidad para su colocación.

Las consecuencias de que un valor sea de oferta pública son la obligación de inscripción en el Registro de Valores y el cumplimiento de requisitos de información.

El Registro de Valores es un registro público a cargo del Banco Central del Uruguay, en el cual se inscriben los valores de oferta pública, con las exclusiones que prevé la ley. La solicitud de inscripción podrá ser presentada por el propio emisor o por una bolsa de valores. El Registro tendrá 30 días para pronunciarse sobre su inscripción, en el primer caso, y 10 días, en el segundo. La omisión de pronunciamiento por parte del Banco Central constituye aprobación tácita de la solicitud y autorización del valor para su oferta pública.

La ley impone además al emisor la obligación de divulgar, en forma feraz, suficiente y oportuna, toda información que resulte esencial respecto del propio emisor o de los valores ofrecidos. La reglamentación, ha establecido requerimientos de información en el momento de la inscripción, en forma periódica (anual y semestral) y en forma permanente, respecto de los hechos relevantes que pueden incidir en la oferta del valor.

Ni la ley ni la reglamentación exigen calificación de riesgo, a pesar de que las normas reglamentarias de ambas bolsas de valores exigen dicha calificación para las emisiones realizadas a partir de 1998.

La ley regula el "insider trading", sancionando civilmente el uso de información reservada o privilegiada, obtenida en razón del cargo o posición, e ignorada por el mercado, para obtener ventajas con la negociación de valores. También se sanciona la divulgación de información falsa o tendenciosa sobre valores o emisiones, con la finalidad de beneficiarse de ello (art. 6).

La ley regula no solamente la oferta pública de valores, así como también los mercados, bolsas, intermediarios y emisores, los cuales se encuentran sujetos a las normas reglamentarias que dicte el Poder Ejecutivo, y a las normas generales e instrucciones particulares aprobadas por el Banco Central del Uruguay.

En el caso del mercado bursátil, la ley establece un régimen de autorregulación, teniendo las bolsas de valores potestad reguladora, de control y sancionatoria respecto de intermediarios y emisores, en relación con las operaciones realizadas en su mercado. La función del Banco Central del Uruguay tiene carácter subsidiario, estableciendo pautas generales a las cuales deberá ajustarse la operativa del mercado de valores y aprobando las normas reglamentarias internas de cada bolsa de valores. También tiene potestad sancionatoria sobre bolsas, intermediarios y emisores; en el caso de los dos últimos, cuando sus conductas no hubieran sido sancionadas por la bolsa de valores respectiva, o lo hubiera sido en forma insuficiente.

OTROS ELEMENTOS DE REGULACION DEL MERCADO DE CAPITALES

No puede hablarse de la regulación del mercado de valores sin referirse a dos temas que están íntimamente vinculados por la misma: el régimen cambiario y el régimen tributario.

Desde 1974 existe en el Uruguay la más absoluta y amplia libertad cambiaria. Es absolutamente libre la compra y venta en moneda extranjera en el territorio nacional, siendo también absolutamente libre el ingreso y egreso de divisas al y del territorio uruguayo. No existe tampoco restricción alguna para la celebración de contratos en moneda extranjera ni para la ejecución de los mismos en la moneda en la cual se hubieran celebrado.

Tampoco existe en el Uruguay imposición sobre la renta personal. Solamente están gravadas las rentas provenientes de actividades industriales, comerciales y similares, y de la actividad agropecuaria. El Impuesto a las Rentas de la Industria y Comercio grava solamente las rentas de las empresas, que provienen de la aplicación conjunta de capital y trabajo. En consecuencia, las rentas derivadas de la aplicación de un capital no están sujetas al pago del impuesto.

En virtud de este régimen, no existe imposición a la renta sobre intereses y dividendos ni retención alguna cuando los mismos son girados o acreditados a personas del exterior. La única excepción lo constituyen los dividendos pagados al exterior, cuando los mismos se encuentran gravados en el país del domicilio del titular y existe crédito fiscal por el impuesto pagado en el Uruguay.

La ley establece exoneraciones especiales del Impuesto al Patrimonio en el caso de las inversiones en acciones y en obligaciones negociables de oferta pública.

En consecuencia, la inversión en valores de particulares y de personas del exterior no está sujeta a ningún tipo de tributo en el Uruguay, siguiendo el mismo tratamiento que tradicionalmente tuvieron las colocaciones bancarias.

EL MERCADO DE VALORES FRENTE AL MERCOSUR

El proceso de integración regional encarado por nuestros países a partir de la suscripción del Tratado de Asunción abre una nueva dimensión al tema de los mercados de valores.

El modelo de integración propuesto por dicho Tratado consiste en la creación de un mercado común, caracterizado por la libre circulación de factores productivos, incluidos capitales y servicios.

Esto determina que, como ha ocurrido en el modelo de integración comunitaria europea, el Mercosur habrá de avanzar inexorablemente hacia una integración de los mercados de valores, desarrollada sobre las siguientes bases:

· La libre circulación de valores y operadores: de modo que los valores registrados y los operadores habilitados para actuar en alguno de los Estados del Mercosur podrán hacerlo igualmente en los restantes Estados.

· La armonización normativa: tendiente a evitar la existencia de asimetrías en la regulación de los mercados de valores, que se traduzcan en un costo de emisión diferencial en los diversos Estados.

· La supervisión consolidada: de modo de concentrar en el país del domicilio del emisor los controles tendientes a asegurar la información del inversor.

Uruguay ha sido siempre un entusiasta propulsor de la integración de los mercados de capitales. Es su objetivo ampliar el mercado de los emisores locales, que podrán colocar sus papeles en la región, así como ampliar la oferta de productos para quienes invierten en esta plaza.

Uruguay se ha caracterizado en los últimos 50 años como un centro financiero regional, brindando a los inversores nacionales y extranjeros una plaza confiable, segura y altamente profesionalizada donde poder realizar sus transacciones. Es su aspiración que la tradición, la experiencia y el profesionalismo de sus operadores pueda volcarse ahora exitosamente en el desarrollo de un centro regional para el mercado de capitales.

Buenos Aires, 19 de setiembre de 1998.