

13a

Comisión N° III: MERCADO DE VALORES Y EL SEGUNDO MERCADO.

Miguel C. Araya.

El regimen de nominatividad obligatoria de títulos valores, impuesto por las leyes 20.643 y 23.299, ha venido ha significar una carga más en nuestro ya alicaído Mercado de Valores.

No constituye el objeto de esta ponencia analizar el citado regimen, que en la forma que ha sido consagrado merece nuestra reprobación, sino plantear a partir de ese dato de la realidad las posibilidades que restan para el desarrollo del citado mercado.

Sobre su actual estancamiento, su falta de respuesta para servir de medio a través del cual las empresas obtienen recursos genuinos para destinarlos a la producción; no caben dudas, si nos atenemos a las opiniones más autorizadas y sobre todo si analizamos estadísticamente su evolución.

Si consideramos el mercado primario de valores, real aporte para el financiamiento empresario, cabe ratificar aquí que el mismo ha quedado reducido a las autorizaciones en concepto de revalúos contables y autorizaciones en concepto de pago de dividendos en acciones, siendo prácticamente insignificantes las colocaciones efectivas realizadas entre el público inversor.

En relación al mercado secundario, éste revela ya hace muchos años una contracción general de las transacciones, sólo revertida en breves períodos de tiempo. Y lo que es más grave, es que ese mercado se destaca por una creciente concentración en los títulos emitidos por el Estado, lo que a no dudarse se agravará con el régimen de nominatividad accionaria, en la medida que estos títulos de renta variable deberán competir en el futuro, desde la óptica del inversor con títulos públicos emitidos al portador.

El panorama, como se advierte, no puede ser más desalentador, y lo que es más grave, la presente constituye una crisis de larga data. Ya en el año 1972, se aconsejaba no malgastar esfuerzos ni esperanzas en el Mercado de aquel momento, proponiéndose como solución la elaboración de una nueva estructura ("La crisis del Mercado de Valores argentino en la capitalización empresarial" - Jorge E. Berardi - pag. 172). (1)

La crisis se ha acentuado, y su recuperación, lo sabemos, / no depende de la sanción de nuevas normas jurídicas, sino de un mayor desarrollo económico, de estímulos fiscales, y tal vez de un radical cambio de mentalidad de nuestros empresarios, reacios -y como se ha visto, con razón- a abrir

2.-

los capitales de sus sociedades. (2)

Pero es importante que, de darse algunas de las circunstancias apuntadas, las reglas de derecho, no estén presentes para trabar el desenvolvimiento del mercado, sino para colaborar a su auge.

Con ese espíritu, es el propósito de esta ponencia analizar algunas ideas -en general ya expuestas por otros autores en distintos certámenes científicos- sobre las reglas de derecho que antañen al mercado de valores, convencido que el debate sobre las mismas, debe servir al objetivo / esencial de desarrollo del mercado de valores.

Ley de sociedades comerciales N° 19.550:

A la ley 19.550 -sancionada en el año 1972- le corresponde el mérito de haber incorporado normas específicas en la legislación argentina para las sociedades anónimas abiertas, prevista en el art. 299 - inciso 1.

Si bien, como es sabido, la distinción de la ley, no residió fundamentalmente en una regulación diversa para las / sociedades anónimas autorizadas para hacer oferta pública de títulos valores, y las sociedades anónimas cerradas, / reformas posteriores (leyes 22.686 y 22.903), acentuaron aquella distinción inicial, y por tal razón, existe hoy /

un regimen diferenciado en temas como capital, acciones, disolución, receso y fiscalización.

En otras palabras, nuestro regimen no legisla un subtipo para las sociedades anónimas abiertas (pese a los propósitos del legislador de 1972, afirmados en la exposición de motivos), pero no obstante ello, distingue entre las sociedades anónimas sujetas al control estatal permanente / (art. 299) a las sociedades abiertas, sujetas a normas específicas.

Esta distinción en nuestro juicio, debe acentuarse.

Para ello deberá tenerse presente que la sociedad anónima abierta constituye una estructura esencial en el mercado de valores, por lo que al momento de su regulación, cabe incorporar las reglas que faciliten la transferencia del ahorro social hacia la empresa.

En ese orden de ideas, entendemos que nuestro regimen societario debe brindar a las sociedades anónimas abiertas una amplia posibilidad de títulos en condiciones de ser // ofrecidos públicamente.

En primer término el capítulo relativo a Debentures, merece una reforma, que tienda a facilitar su utilización, ya que, de reactivarse el mercado, la sociedad anónima abier-

3.-

ta debe tener la posibilidad de una amplia operatoria, y en tal sentido los títulos de renta fija privados, tienen que cumplir el rol que le atribuyen otros Mercados.

En efecto, mientras que en la Argentina han perdido toda significación, en otros países, constituyen una atractiva alternativa de inversión.

Una de las causas de su desaparición (la más importante / por supuesto es la inflación), lo constituye la extrema / complejidad de su regulación actual en la ley de sociedades. (3)

Pero también las disposiciones sobre acciones, deben ser objeto de debate.

Ya ha sido dicho, que el regimen de nominatividad obligatoria merece nuestra aprobación, pero aquí cabe agregar, que es más injustificable para el caso de las sociedades anónimas abiertas (a las que se debió alentar con reglas diferenciadas de las cerradas), que se ven obligadas a // competir con títulos públicos al portador.

Además, debe considerarse la posibilidad de incorporar a nuestra legislación distintas clases de acciones, que amplíen el elenco de alternativas a ofrecer al inversor en títulos de riesgos. Tal pareciera haber sido el criterio

de los más recientes proyectos de reforma elaborados en /
Europa.

Ley de Bolsas y Mercados de Comercio:

La sanción de la ley 17.811 de Bolsas y Mercados de Comercio, constituyó sin ninguna duda un avance importante en /
la estructuración del sistema bursátil.

Además de las excelencias técnicas de la ley, es oportuno
destacar el rol significativo que la ley le adjudica a ins-
tituciones privadas (Bolsas de Comercio, Mercados de Valo-
res), en el referido sistema.

Pero la regulación actual de la oferta pública, que se in-
tegra no solamente con la citada norma legal, sino también
con la Reglamentación de la Comisión Nacional de Valores y
de las Bolsas de Comercio del país, esencialmente Buenos
Aires, revela hoy una excesiva rigidez que atenta contra /
la apertura de capitales, en especial en las medianas y pe-
queñas empresas.

En efecto, las disposiciones vigentes conoce un sólo mer-
cado al que se accede luego de cumplimentarse con reglas /
idénticas para todo tipo de empresas y cualquiera sea su
ubicación geográfica.

Las disposiciones vigentes, en este punto, parecieran pro-

4.-

ponder a un Mercado de Valores, limitado a un número reducido de sociedades anónimas, de gran envergadura económica, y en cambio, en nuestro juicio el criterio debe ser / diferente: la ampliación del Mercado secundario, estableciendo para ello reglas que alienten y no que dificulten la participación en el mismo.

Parece oportuno, en consecuencia, tener en cuenta los ejemplos de otros países (Bolsas de París, Barcelona, Londres) que han desarrollado en este último mercado de "iniciación" como alternativa al principal. (4)

El establecimiento de este segundo Mercado, tendería a revertir el proceso generalizado en varios países y acentuado en el nuestro, de abandono del régimen de cotización / bursátil por parte de las sociedades anónimas.

Este Mercado, debería tener exigencias menores para la admisión a la oferta pública, atento en lo relativo al capital social, como a la difusión de acciones y en definitiva, en cuanto a los costos de la permanencia en el mismo. Sin embargo, en modo alguno podrían restringirse las exigencias en el plano de la información.

Pensamos además, que esta experiencia que se alienta, permitiría el desarrollo de los Mercados de Valores ubicados

en el interior de la república (Rosario, Córdoba, La Plata, Mendoza), en la medida que facilitaría el acceso a esta fuente de financiación, a las pequeñas y medianas empresas, radicadas en las mencionadas regiones. Estos Mercados, como se sabe, hoy se hallan reducidos prácticamente a la negociación de valores públicos.

NOTAS:

- (1) Jorge Berardi, "La crisis del Mercado de Valores argentino en la capitalización empresarial" - pag. 172 -
- (2) Es importante, también, al analizar las posibles soluciones, partir de la consideración del mercado de capitales, como integrante del sistema financiero // del país, tal como lo hace Jelonce. Esta visión, permitiría que en el Mercado de Valores, se comercialicen, además, instrumentos de corto y mediano plazo, acogiendo, en alguna medida la experiencia de otros países como México y Brasil (Mercado de Capitales - Edgar J. Jelonce - Temas de derecho comercial - pag. 153 y sigtes.).
- (3) Jorge A. Bacqué y Edgar Jelonce - "Conveniencia de crear nuevas clases de títulos de renta fija y alen-

5.-

tar la mejor utilización de las existentes".-Segundo Congreso de Derecho Societario- Comisión III - p. 339 -

- (4) La idea ha sido elaborada por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, en "Propuestas para el desarrollo del Mercado de Capitales" - Bs.As. diciembre de 1983. Consultar, también sobre el tema "La problemática / financiación de las P.Y.M.E." en el Boletín de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores - año 2 - Nº 5 - pag. 55 -

* * * * *

FALTA PÁGINA

6.-

CONCLUSIONES:

- 1.- El regimen de nominatividad de acciones ha venido a significar una carga más en el ya marchito mercado / de valores.
- 2.- La recuperación del mercado no depende de la normativa jurídica, pero sí, cabe destacar que tales reglas no deben tender a su limitación, sino apuntar a su desarrollo.
- 3.- En ese orden de ideas, en nuestro juicio cabe proponer aquellas reformas en el regimen societario y bursatil que apoyen su desenvolvimiento.

En el primero de los casos acentuar la distinción entre sociedades anónimas autorizadas para la oferta / pública y las sociedades anónimas cerradas y ampliando el elenco de títulos valores negociables en el mercado (diversos tipos de acciones, nuevo regimen de debentures u obligaciones).
- 4.- En cuanto a los mercados de valores, apuntar al establecimiento de un mercado especial, que cumpla un rol de mercado de iniciación para la incorporación de nuevas empresas, creando exigencias menores en el regimen de oferta pública a este respecto. En tal sentido, debe tenerse presente la existencia en el inte-

rior del país de Mercados de Valores ya instalados, /
algunos con muchos años de operatoria, que podrían de-
sarrollarse como mercados regionales por supuesto com-
plementando al Mercado de Valores de Buenos Aires.

o * o * o * o * o * o * o * o