

CONVENIENCIA DE CREAR NUEVAS CLASES DE TÍTULOS DE RENTA FIJA Y ALENTAR LA MEJOR UTILIZACIÓN DE LAS EXISTENTES

Jorge A. BACQUÉ
Edgar I. JELONCHE

El mercado de valores de renta fija en Argentina ha desaparecido prácticamente desde hace años. A nadie se le escapa que el flagelo inflacionario que padece el país conspira contra el mercado de títulos en general y en lo que se refiere específicamente a los valores de renta fija, su posibilidad de colocación en el mercado dependería del ofrecimiento en condiciones suficientemente atractivas, que naturalmente tendrían que comprender cláusulas de protección contra la inflación y un rédito aceptable.

Una adecuada estructura financiera de las empresas requiere una proporción de recursos propios y préstamos, estos últimos a corto, mediano y largo plazo, que obedezca a las circunstancias dadas en un determinado tiempo y lugar.

Una de las dificultades con que se han encontrado las empresas argentinas en los últimos años ha sido tener que requerir prácticamente todos sus fondos de préstamo en el mercado financiero a corto plazo, con las consecuencias de inestabilidad y encarecimiento que son conocidos.

Actualmente, las empresas cuya dimensión se lo permite recurren al endeudamiento en divisas, cosa que continuarán haciendo mientras las condiciones especiales del mercado de cambio en la actualidad se mantengan. Las empresas pequeñas permanecen ajenas a esta posibilidad, entre otras cosas por el alto costo de las garantías que se les exige en ese mercado.

En los países altamente industrializados, la emisión de títulos de deuda por parte de las empresas privadas, a largo plazo, es un recurso normal. En los Estados Unidos de América, las empresas recogieron mediante la emisión de títulos de deuda casi cinco dólares por dólar, recogido mediante la emisión de títulos representativos de capital, en 1978. Esta proporción se repite en otros países. Y en aquellos en que no ocurre el fenómeno en tal magnitud, no obstante las emisiones de bonos, obligaciones y títulos similares tienen mucha importancia relativa. Véanse las cifras suministradas por once de las más importantes Bolsas del mundo.

En el cuadro se puede advertir, además, el rendimiento promedio de los bonos de empréstito emitidos por las empresas y de la deuda pública.

El inconveniente más grande que puede observarse para una reactivación del mercado de los títulos privados de renta fija es la imposibilidad, para las empresas, de ofrecer condiciones suficientemente atractivas a los tomadores, especialmente si se tiene en cuenta la desigualdad de trato impositivo con respecto a los títulos de deuda pública.

Esta desigualdad de trato, además de resultar injusta, pone una valla casi infranqueable para las empresas, en cuanto a competir con el Estado en el mercado de títulos de deuda.

- Obsérvese que el rendimiento de los bonos privados es en casi todos los países superior al de los fondos del Estado.

- Si se pudiera pensar en la posibilidad de remover el inconveniente apuntado, valdría la pena observar con más detenimiento al mercado de títulos valores de renta fija institucionalizado, para ver si es susceptible de ser mejorado en este aspecto.

En tal tema caben las siguientes observaciones generales:

Los únicos papeles privados de renta fija institucionalizados por las normas de nuestro derecho positivo son los debentures de la Ley 19550 y los bonos instituidos por la Ley 19060.

- Los primeros, someten a la sociedad a un inflexible régimen de control, que llega a la

intervención del representante de los acreedores en la gestión del directorio, a pedir su suspensión en caso de mora, pérdida del 25 % del capital, etc.

EMISION DE TITULOS PUBLICOS, ACCIONES Y OBLIGACIONES DURANTE 1978

Obligaciones

Fondos Públicos

Bolsa	Acciones		Renta media	Renta	
	Millones u\$\$	Millones u\$\$		Millones u\$\$	Renta media
Amsterdam	251	1.484	7,7	1.864	7,7
Johanesburgo	630	105	10,96	5.276	7,96
Madrid	2.285	1.981	12,8	1.089	10,3
Milán	3.919	128	13,6	27.325	13,0
EE.UU.*	12.300	56.300	8,5	67.500	8,25
París	502	2.584	8,2	11.244	6,7
Roma	3.593	125	13,6	21.876	13,7
Tokio	4.609	8.334	7,2	70.190	6,1
Viena	36	2.363	7,9	3.219	7,6
Zurich	452	4.523	4,7	633	2,9
Buenos Aires	79			265	103,8

Fuente: Datos suministrados por las respectivas Bolsas a la Federación Internacional de Bolsas de Valores—.

* Todas las Bolsas y mercado "over-the-counter".

Tales características, determinan la reticencia de los empresarios, naturalmente reacios a las estructuras tan rígidas, y - desde el punto de vista del tomador - no garantizan, en el fondo, el cumplimiento de la obligación en mayor medida que otros mecanismos que la imaginación pueda proponer, como la garantía bancaria por ejemplo.

El bono instituido por la ley 19060, en el que se tuvieron tantas esperanzas y no fue utilizado por ninguna empresa, resultó también demasiado rígido especialmente en dos sentidos: Era convertible en acciones, a opción de los tenedores (art. 13), esto es, obligatoriamente para las sociedades emisoras, circunstancia por la cual los grupos mayoritarios con problema de control no estaban dispuestos a emitirlo, y eran obligatoriamente nominativos (art. 15), lo que aparte de la opinión que pueda merecer la nominatividad compulsiva en nuestro país constituye, de hecho, un freno para la colocación, especialmente en relación con el carácter al portador de los valores públicos.

Siguiendo la teoría que admite la posibilidad de crear títulos valores distintos a los previstos legalmente, la Comisión Nacional de Valores ha autorizado en algunas oportunidades valores de especiales características (Título de deuda de Telefunken S.A., Certificados de añejamiento de vino), pero en otro caso (Segba) denegó el acuerdo para la emisión de bonos sosteniendo que del Código de Comercio surgía la obligación de la adecuación de los títulos a las leyes que los crean y especialmente a la Ley 8875, entonces vigente.

Las condiciones económicas, financieras y fiscales no están dadas actualmente en Argentina para desarrollar un amplio mercado de títulos de deuda privados a largo plazo.

No obstante convendría ir preparando el aparato institucional para que, una vez dadas esas condiciones, se dispusiese de una regulación suficientemente flexible y amplia que permita a la imaginación empresarial la creación de los títulos adecuados para cada coyun-

tura. Además, no cabe esperar que las necesidades de las empresas generen por sí mismas nuevas modalidades de títulos, si la legislación las prohíbe o desalienta. Las empresas han de recurrir, por lógica, a los instrumentos a su alcance, siendo tarea del legislador, en cambio, ofrecer las opciones que las necesidades de financiamiento de los sectores productivos reclamen.

A ese objeto, cabe concluir con las siguientes proposiciones:

1) La disciplina societaria y de oferta pública debería admitir con flexibilidad títulos de renta fija que las sociedades emitan aunque no respondan a tipos pre-legislados.

2) Con relación a los existentes, se debe propender a equiparar el trato fiscal de los tenedores de títulos de deuda privados con los de títulos públicos.