

- 54 -

COMISION V

Dr. Miguel Angel Martínez (h)

" LA FINANCIACION DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS A TRAVES DE LOS DEBENTURES "

El mercado de capitales constituye un fenómeno contemporáneo que se ha venido desarrollando durante muchos años y que todavía no ha terminado de desarrollarse. De modo que podría decirse a su respecto, lo que ese gran Juez que fué Oliver Wendell Holmes decía del Common Law: "Que es un ser viviente en constante crecimiento y diferenciación; que debe por lo tanto examinarse como tal -como ser viviente- y no como una estatua inerte o un hecho concluído y definitivo."

Dentro de ese orden de ideas y en términos generales, podemos afirmar que el mercado de capitales desarrolla tanto en el sector público como en el privado.

Es dable apreciar la incidencia que podría tener en las obras públicas, en la política de precios, en la política salarial, en la política monetaria sobre las tasas de interés, en la relación existente entre el mercado interno, en la financiación de las empresas privadas.

La estabilidad del nivel de precios, la inexistencia de la desocupación, el poder adquisitivo de la moneda, constituyen en el orden interno los objetivos prioritarios de la política económica sumado a ello el objetivo de equilibrio del sector externo, como consecuencia de una balanza de pagos estables y de sólidas reservas internacionales.

Uno de los más graves problemas que la Argentina tendrá que afrontar en el curso de los próximos años, será el de compatibilizar las necesidades de reconstruir el capital financiero de las empresas con las inevitables restricciones de orden monetario que exigirá el control de un proceso inflacionario que llegó a límites desconocidos en el presente siglo.

Intentando una definición sobre el mercado de capitales, hablaremos en primer término de " MERCADO "

Los mercados eran antiguamente el lugar de encuentro de compradores y vendedores de mercaderías o bienes. Era un lugar de intercambio de una cosa por otra o de un valor por otro; es decir, un centro de intermediación. De este concepto proviene la palabra mercado. En torno al mercado, en su cercanía física, fué donde se formaron los primeros centros financieros. Por ej. Mr. Edwards Lloyd, era propietario de una casa donde servían café en Tower Street, Londres, hasta que en 1692 se mudó a la esquina de Lombard Street. Allí la gente se reunía no sólo

para tomar café sino para hablar de negocios. Hoy, en la actualidad, una de las compañías de seguros más importantes de Inglaterra es Lloyds Insurance Company, fundada por Edward Lloyd.

Desde el punto de vista literal, en la actualidad el centro no es físico. El intermediario o la función de intermediación se realiza en varios lugares a la vez; así por ejemplo, en BANCOS, Sociedades de Ahorro y Préstamo, Bolsa de Comercio, Compañías Financieras, Mesas de Dinero, cada uno de los cuales es un centro físico de transacciones independientes. En tal sentido parecería más lógico hablar en plural y referirse a "mercados".

Sin embargo, estos centros financieros aparentemente independientes no lo son tanto desde el punto de vista conceptual ya que todos ellos se encuentran ligados, porque todos captan un mismo recurso: el dinero; denomínese a este: ahorro, capital o inversión; y el dinero se mueve sin cesar de un lado a otro según las condiciones de retorno, plazos o expectativas. Pero si ahondamos en la realidad vemos que el mercado es uno solo. Solamente en condiciones de imperfección y falta de información es posible considerar áreas del mercado como independientes de otros.

Se podría preguntar si el Mercado es uno solo, ¿porqué se observan tasas de interés diferentes?. Este es un concepto donde los economistas pecan de un exceso de simplificación verbal; ellos hablan de un espectro de tasas de interés, de una tasa testigo, de un punto de equilibrio; pero sucede que puede haber y de hecho los hay varias tasas de interés a un mismo tiempo; si analizamos esas diferencias observamos que ellas (las diferencias) responden a distintas pautas en el tipo y calidad de operación financiera. Hay riesgos distintos; hay plazos distintos; hay costos operativos distintos; hay problemas impositivos distintos. Ello explica en gran forma la diferencia de los intereses pero lo básico es que el mercado de capitales es un mercado de dinero. Ahora bien, cuando se habla de mercado de capitales es necesario establecer una distinción entre el mercado institucional formal y el informal o paralelo.

Entiendo por mercado formal, la entidad financiera o el intermediario financiero debidamente autorizado para operar como tal por el organismo jurisdiccional y por contraposición es informal la actividad financiera que carece de habitualidad, es decir, esporádica, o que se da en subsidio a otra actividad principal de la empresa cuyo objeto social es, por ejemplo, comprar y vender inmuebles.

Entre lo que podemos llamar mercado formal e informal se produce en realidad un curioso fenómeno, mientras mayor limitación existe y se exige al sistema formal mayor tendencia existe a la creación y desarrollo del mercado informal como sustituto del institucional, pero solo como sustituto de operación y captación de recursos y no pocas veces desarrolla sus actividades al margen de la legislación financiera y/o impositiva.

Definición Descriptiva: el mercado de capitales es una actividad financiera que requiere habitualidad y supone:

- 1.- un suministrador del capital o inversionista;
- 2.- un tomador de Dinero y
- 3.- un intermediario.

Normalmente los patrimonios de los inversores y de los tomadores se encuentran confundidos siendo preponderante la figura del intermediario que por su actividad gana un "spread" que es la diferencia entre el interés que cobra al tomador o deudor. (En la relación jurídica surge como objeto: el crédito que, al igual que cualquier otro bien, tiene una oferta y una demanda y su precio, la tasa de interés, queda determinado por ambos.

Es una realidad que las empresas necesitan dinero, basta observar sus balances para tener en cuenta la incidencia que, en el cuadro patrimonial tienen los costos financieros.

La financiación de las grandes empresas se puede conseguir de dos formas: aumentando el capital social o contratando préstamos a través de emisión de obligaciones por parte de la empresa. En el caso que nos ocupa los debentures. Con el primer método la sociedad consigue financiación mediante un capital propio; en el segundo mediante un capital obtenido a crédito. ES evidente que este último es el más costoso porque la sociedad contrae un débito a garantizar con sus propios bienes; con lo que aumenta su pasivo gravándose el activo.

Ahora bien, la Ley solo permite a las sociedades por acciones si sus estatutos lo autorizan, contraer empréstitos, en forma pública o privada, mediante la emisión de debentures u obligaciones negociables.

Qué es un debenture? Es un título de crédito y según la clásica definición de Vivante: Título de crédito es quel documento necesario, literal y autónomo que da derecho a su tenedor legítimo a exigir el cumplimiento de lo consignado en el documento y el deudor a cumplir con la obligación a su cargo.

Podría afirmarse respecto a los títulos de crédito lo que ese sabio profesor de la Universidad de Bolonia que fue Tulio Ascarello decía acerca de esos institutos: "Al profano que nos preguntase cuales son los méritos y cual la contribución del derecho mercantil en la formación de la civilización moderna, acaso no podríamos indicarle ningún instituto más perfecto ni de más alta significación que el de los títulos de crédito. La vida jurídica moderna sería inconcebible sin su tupida red de tales documentos; los inventos técnicos carecerían de medios y de disciplina para su adecuado funcionamiento social; las relaciones de cambio tomarían necesariamente otro aspecto. Los títulos de crédito son justamente los medios de que ha podido servirse el mundo moderno para movilizar sus riquezas.."

Elaborados por la práctica y la costumbre, dichos títulos han logrado en no pequeña parte su propia disciplina merced a los esfuerzos y resultados obtenidos por los intérpretes, y los estudiosos podrán ver en esa institución una de las mejores demostraciones de la capacidad creadora de la ciencia jurídica de los últimos siglos!.

El debenture es una institución que se encuentra legislada desde el año 1889. En la reforma de 1889 se introduce esta figura jurídica ya que el Cód. de Comercio de 1862 nada disponía sobre estos institutos. La Ley 8875 también legisló sobre ellos. La Ley 19550 perfecciona su funcionamiento con respecto a las disposiciones legales anteriores. El debenture está en la ley positiva, pero como tantas otras figuras jurídicas, está destinado a una lenta agonía solitaria salvo que los intérpretes y los estudiosos intentemos la aventura del rescate, aunque nuestros esfuerzos se agoten en el intento.

El primer problema que se presenta es el inventario de la cuestión. En mate-

ria de la investigación sobre los aspectos prácticos del debenture en el mercado de capitales, la legislación positiva no se adapta o adecúa a la realidad, la ley carece de criterios prácticos y se crean grandes lagunas para los intérpretes, estudiosos o juristas.

El jurista se halla asombrado y para salir de su asombro, le son necesarias algunos conocimientos extrajurídicos, un poco de imaginación y mucha audacia y mucho entusiasmo.

Inventariando la situación actual, ésta presenta por una parte inversionistas que desean inmovilizar su dinero por plazos inferiores a 90 días, por otra parte, las empresas tomadoras que requieren préstamos a largos plazos: uno, dos o tres años.

La cuestión consiste entonces, en buscar una forma de conciliar la exigencia de liquidez de los inversionistas locales con las necesidades de inmovilización de las empresas.

Ante este planteo propongo la siguiente clasificación a resolver:

- 1) Es posible la financiación de las sociedades anónimas a través de los debentures?
- 2) Inconvenientes y obstáculos que han impedido su utilización.
- 3) Algunas ideas que posibiliten su utilización en el mercado de capitales.

Con respecto a la primera pregunta, pienso que sí lo es; pero es condición previa y fundamental reformar la ley de sociedades en el tema que nos ocupa, ya que es necesario conformar en la legislación los hechos que suceden en la realidad; habíamos dicho que el inversionista exige el corto plazo y la empresa requiere el largo plazo, ¿cuál sería una forma viable de conciliar dos exigencias con trapuestas? Darle facultades al Agente Fiduciario, para recomprar los debentures y volverlos a colocar entre los integrantes de su cartera inversionistas; es decir, otorgar legalmente una participación activa a todos los intermediarios financieros autorizados, tales como los Bancos comerciales y financieros.

Generalmente ha sucedido que los intermediarios financieros ha asumido la función de arbitrar las inversiones entre el corto y largo plazo transformando a ambos en un solo mercado.

En el caso en estudio, los intermediarios financieros adquirirían directamente de la empresas la emisión de debentures cuyos vencimiento serían por ej. a tres años de plazo y con posterioridad lo ofrecen a sus inversionistas por plazos muy cortos garantizándole la recompra a un precio determinado.

De esta forma garantizan al inversionista y estabilizan las cotizaciones de los debentures al establecer sus precios futuros.

Sostienen los economistas, opinión que comparto plenamente, que este mecanismo es posible de aplicar cuando se cuenta con un sistema monetario cerrado, es decir, donde la moneda argentina no es requerida por otros mercados monetarios. Por consiguiente, el volumen monetario dentro del país no se reducirá por ese motivo; de esta forma, las necesidades de liquidez de una empresa para tomar dinero supone siempre el exceso de otro para cubrir esa necesidad, de manera que los interme-

diarios financieros pueden reunir a ambos en el Mercado de Capitales.

Este sistema, en lo que a determinar el precio futuro se refiere, es decir, a la recompra, no sería aplicable si el debenture cotizara en la Bolsa de Comercio, donde quedaría librado su precio de cotización al libre juego de la oferta y la demanda.

En lo que respecta a los obstáculos que han impedido su utilización, aparte de la situación impositiva el debenture adquiere importancia fundamental en el marco de la tasa de interés real; las tasa de interés libre han sido en un pasado no muy lejano, relativamente positivas; con tasas de interés subsidiadas no hay posibilidad de interesar a los inversores para que inviertan en debentures. En la actualidad si se les diera el mismo tratamiento impositivo que a los títulos públicos y a los certificados de depósito, sería posible interesar a inversionistas en esta clase de papeles, mientras tanto los debentures seguirán plasmados en los libros de textos, en la legislación o en la inquietud de algún atrevido congresista que denuncia una legislación estática frente a una realidad cada día más dinámica.

Con relación a las ideas que tornen posible su realización, en cuanto a este tercer punto de clasificación propuesta, me parece interesante relacionarlo con un tema específico: fórmulas de convivencias entre el capital nacional y extranjero.

Si dirigiéramos nuestra mirada hacia América Latina, observaremos en materia de inversiones extranjeras una vocación legislativa nacionalista y estática, a veces desmedida y es entonces cuando nace la exigencia de conciliar el deseo de control nacional con las necesidades de preservar la inversión de capitales extranjeros.

El principio de la convivencia implica la participación nacional ya sea en la propiedad, ya sea en la gerencia de la empresa.

En lo que a los debentures concierne, se está estudiando su aplicación comp una de las formas de la convivencia.

Otras fórmulas bilaterales son los certificados de acciones, la opción reserva y la nacionalización pre contratada.

A través del procedimiento del debenture, la empresa local de capital extranjero,

1) emitiría debentures convertibles en acciones;

2\_ se obliga a no distribuir dividendos por el período que dure el empréstito (son plazos bastantes largos), y los otros intereses del desbenture sería garantizados por la Casa, Matriz del accionista extranjero.

Este procedimiento se facilitaría si la I.G.P.J., la Comisión Nacional de Valores y cualquier otra autoridad competente considerase a la emisión de debentures on la condición de que éstos fueran convertibles en acciones-, como acciones emidas a los efectos de caracterizar a la sociedad como sociedad abierta.

El esquema de certificado de acciones (obligaciones negociables) implica el

- 59 -

lanzamiento - en el mercado nacional- no de acciones de la subsidiaria sino de certificado de acciones de la Casa Matriz del exterior. La subsidiaria se obliga a capitalizar las utilidades y de la Casa Matriz a pagar los dividendos en moneda extranjera provenientes de los certificados de acciones.

Si bien es cierto que la participación nacional en las sociedades extranjeras, no incidirían en la unidad de decisión y en el control patrimonial, no es menos cierto que no es lo mismo tener una acción que cotiza en moneda fuerte que tener una acción que cotiza en moneda devaluada.

Frente a este tipo de propuesta, nuestro peligro es el dogmatismo ideológico, a través del cual nos arriesgamos a comprar orgullo y perder rendimiento; exigir control y perder eficiencia.

El peligro de los inversores extranjeros, reside en mantener formas absolutas de estructuras societarias por la resistencia en reconocer el deseo nacional en las decisiones de la empresa.

Busquemos el punto de equilibrio que estará dado fundamentalmente por la tolerancia con el objeto de canalizarlo en una dirección constructiva.

Sea cual fuere la elaboración de fórmulas de convivencia entre el capital nacional y el extranjero, su instrumentación es uno de los grandes desafíos tanto para los inversores extranjeros como para los orientadores de la política económica argentina.

===