

✓
BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES

COMISION N° 3

LA NOMINATIVIDAD NO ENDOSABLE AFECTA EL MERCADO DE CAPITALES Y DEBE SER DEROGADA

Angel Daniel Vergara del Carril

Nuestro país necesita imperiosamente desarrollar un mercado de capitales. Nadie puede cerrar los ojos al dramático proceso de desinversión que se ha producido en los últimos veinticinco años, con muy esporádicas alternativas. Ello no sólo ha detenido nuestro crecimiento, sino que ha producido índices negativos en la evolución de nuestro producto industrial, contrastando con el notable crecimiento experimentado por algunos países como Japón, Corea, Singapur, y muy cerca nuestro Brasil, merced a un decidido apoyo a los mecanismos e instrumentos propios del mercado de capitales.

Por el contrario, en nuestro medio las circunstancias derivadas de las políticas económicas y normativas monetarias han conducido, desde hace cuarenta años, a que los emprendimientos empresarios públicos o privados se financien fundamentalmente vía préstamos bancarios internos o externos, de manera tal que tanto los dadores como los tomadores de fondos se inclinaran por actuar cada vez más en el mercado financiero y cada vez menos en la inversión de capitales.

La inversión de capitales exige seguridad y confianza, estabilidad económica, reglas de juego claras, pero también instrumentos aptos para alentar a enfrentar el riesgo. Si el ahorrista encuentra por el lado de la colocación financiera de corto plazo exenciones impositivas, garantías estatales y virtual anonimato, mientras que cuando opta por la inversión de capital a largo plazo se lo sanciona impositivamente, se lo obliga a realizar tortuosos trámites y no se le otorga el menor incentivo, es evidente que va a optar por el primer camino, donde sus riesgos son mucho menores, aunque su inversión será menos productiva.

El año pasado se perdió una muy buena oportunidad para rectificar el rumbo. Lograda la normalización institucional e iniciada la ba-

talla contra la ya desbordante inflación, a partir del Plan Austral, se pudo observar una vigorosa reacción en el ámbito de la inversión bursátil, con sensible aumento de los volúmenes negociados e importante crecimiento de los valores transados. Es entonces cuando al finalizar el período ordinario de sesiones del Congreso se sancionan una serie de leyes de contenido impositivo que cambian bruscamente el panorama.

Así, por ejemplo, se aumenta en un cincuenta por ciento el impuesto a las transferencias de títulos valores, con el agravante de que tal gravamen, que era sustitutivo del impuesto a las ganancias eventuales por las diferencias entre compras y ventas, ya no lo es más, toda vez que es reimplantado este último gravamen. Se crea un impuesto a las ganancias en cabeza del accionista por la percepción de dividendos en efectivo (hasta entonces el pago por la sociedad se consideraba total y definitivo). Mientras tanto, las rentas de los títulos públicos permanecen exentas, como así también los intereses provenientes de depósitos a plazo fijo. La tenencia accionaria es alcanzada por el impuesto al patrimonio, del cual quedan exentos los títulos públicos, con lo cual se patentiza el tratamiento hostil a la inversión privada de capital.

Estas políticas impositivas también afectan la inversión de capitales externos, en un momento en que se advertía la necesidad de hacer algún esfuerzo por repatriar al menos una parte de los cuantiosos capitales argentinos que se encuentran en el exterior. Cualquier titular formal de un capital extranjero y cualquier receptor local de ese capital saben, lamentablemente, que son considerablemente menores las cargas impositivas para ambos si ese capital entra como préstamo reembolsable, que si entra como inversión de capital. El propio Estado pues, ha alentado con su normativa impositiva, el crecimiento de la deuda externa, cuando debería haber sido exactamente al revés.

En este estado de cosas llegamos al objeto final de nuestra ponencia, que es la ley 23.299, sancionada el 30 de Septiembre de 1985 sobre el filo del cierre del período ordinario de sesiones, por la cual se instau-

3.

ró la nominatividad no endosable obligatoria de los títulos valores privados emitidos en serie, sin que tema tan importante pudiera ser objeto de un debate reflexivo y ajustado a la realidad de nuestro medio.

Con el apuro se reimplantó, sin la debida revisión, la ley 20.643, sancionada el 25 de Enero de 1974, para luego ser virtualmente dejada en suspenso por el mismo parlamento, a través de un artículo de la ley de Presupuesto N° 20.954, aprobada un año después. Esta falta de revisión dejó subsistentes las gravísimas sanciones de los arts. 28 y 29 de la ley 20.643, cuyo carácter confiscatorio no reconoce antecedentes ni siquiera en normas parecidas dictadas por regímenes totalitarios o en países que se encontraban en estado de guerra.

Para fundar la sanción de la ley 23.299 se adujeron razones de orden fiscal, particularmente vinculadas con la evasión. Si ello es así, no se advierte cómo los títulos valores públicos pueden ser emitidos al portador con irritante desigualdad. Si los títulos al portador incentivan la evasión fiscal, mal puede el Estado dejar que se canalice a través de sus propios instrumentos de crédito.

La nominatividad no endosable afecta especialmente a los instrumentos propios del mercado de capitales (acciones y obligaciones o debentures), pues merma sensiblemente la circulación que es condicionante fundamental de la liquidez, característica que de algún modo contrapesa el riesgo que corre el inversor. Es falsa la premisa de que en la mayoría de los mercados de valores las acciones y los bonos u obligaciones son nominativos. Por el contrario, es frecuente que las emisoras puedan optar y aún poner en circulación la misma especie bajo ambas formas, sin contar que normalmente se trata de nominatividad endosable, que favorece en mayor medida la circulación.

A ello cabe agregar, en nuestro caso, que la nominatividad no endosable como medio de identificación fiscal era innecesaria en

el caso de los títulos que cotizan en Bolsa, toda vez que con anterioridad el parlamento había eliminado el secreto bursátil. Toda operación de Bolsa queda necesariamente registrada en la Caja de Valores a través del agente depositante y la necesaria apertura de la sub-cuenta a nombre del comitente. Por consiguiente, el Fisco no necesitaba de la nominatividad para poder hacer el seguimiento de los títulos cotizables en Bolsa.

Mientras tanto, la nominatividad ha traído una serie de trastornos que aún continúan vencido el plazo de conversión establecido por la ley. El movimiento del mercado de valores experimentó una notable caída en volumen y precios a partir de la sanción de la ley 23.299 y no sólo los inversores sino el Fisco sufrieron perjuicios, pues éste último recaudó mucho menos en concepto de impuesto a la transferencia de títulos valores. Volúmenes diarios en acciones que habían superado largamente los diez millones de dólares, cayeron a menos de un millón, mientras que comparativamente las Bolsas de San Pablo y Río de Janeiro movían más de cien millones de dólares diarios en títulos valores privados. Es la consecuencia de legislar olvidando la realidad del país.

Los pequeños inversores fueron los más perjudicados, porque se vieron forzados a trámites y diligencias engorrosas que en muchos casos los llevaron a malvender en baja sus modestas tenencias y optar por colocaciones más privilegiadas en el mercado financiero o menos vigiladas en el campo de los activos externos, a veces del propio Estdo.

Esta lamentable experiencia nos lleva a propiciar la derogación de la nominatividad no endosable obligatoria, al menos para las sociedades que hacen oferta pública de sus títulos valores, como así también a dejar sin efecto las sanciones confiscatorias de los arts. 28 y 29 de la ley 20.643, que no son propias de un país democrático, toda vez que afectan a aquellos que no hayan cumplido con la formalidad de la conversión, aún cuando puedan tener en orden sus cuentas fiscales, permitiendo que la Dirección General Impositiva se convierta sin contraprestación en socio del socio primero y en suplantador del socio después.