

CIERTAS CUESTIONES QUE INFLUYEN NEGATIVAMENTE SOBRE EL PROCESO DE INVERSIÓN EN EL MERCADO DE CAPITALES

Angel Daniel Vergara del Carril

RESUMEN DE LA PONENCIA

Actualmente no existen incentivos explícitos o implícitos que contribuyan al desarrollo y sustento de la inversión en el mercado de capitales. Este impulso no puede surgir de la mera voluntad de la ley, debe provenir de políticas económicas concretas que alienten los emprendimientos que necesitan inyecciones de capital de riesgo. Tan preocupante como la ausencia de esas políticas es la existencia de trabas, restricciones o simplemente acumulación de cumplimiento de requisitos impuestos por órganos reguladores que no responden al régimen legal aplicable o lo exorbitan sin que se advierta una relación adecuada de costo beneficio.



TEXTO DE LA PONENCIA

Nuestro mercado de capitales perteneciente a la órbita de la oferta pública bursátil ha experimentado en los últimos tiempos una fuerte declinación en lo que toca a montos de transacción, suscripción de aumentos de capital e ingreso de nuevas sociedades, particularmente en materia de oferta pública de acciones. También son escasas las transacciones sobre deuda corporativa. En el haber puede registrarse un satisfactorio incremento del mercado de cheques de pago diferido, que por sus particularidades no exige obligaciones de inscripción, presentación periódica de documentación o sometimiento a autorizaciones propias de otros valores negociables transables en el mercado público.

Se trata de un proceso inverso al que se ha producido en los últimos años en los denominados mercados emergentes, entre los que cabe mencionar a la mayoría de los latinoamericanos y que contrasta con la posición hegemónica que nuestra Bolsa tuvo desde los primeros años del siglo XX. La aludida declinación no solo obedece a una falta de incentivos, sino que se han acumulado factores que desalientan la inversión y para las emisoras incrementan los costos de estar en la ventana transparente con información a tiempo real. Apuntamos algunos ejemplos sin pretender agotarlos ni detenernos en ellos, habida cuenta del limitado marco de este tipo de ponencias.

La imposibilidad de ajustar los balances por inflación o computarla para la liquidación de impuestos erosiona las ganancias netas distribuíbles a los accionistas. Si bien resultó atendible derogar el ajuste por inflación a partir de la libre convertibilidad y aún mantener la prohibición cuando se la dejó sin efecto para no exacerbar aún más el golpe inflacionario desatado por la fuerte devaluación del año 2002, lo cierto es que los porcentajes de inflación de los últimos años han producido un notorio desfasaje al quedar gravadas ganancias que no resultan reales o producirse el mantenimiento de mínimos no imponibles con tasas de impuestos que terminan en la realidad superando los topes tradicionalmente establecidos por la jurisprudencia de nuestros tribunales.

La política de dividendos de las sociedades cotizantes ha sido motivo de especial atención por las normas del gobierno corporativo y en ocasiones objeto de controversias entre los accionistas de control y los accionistas minoritarios. Se venía observando una saludable tendencia a una mayor distribución de dividendos en efectivo con la consiguiente disminución del grado de controversias, pero en los últimos dos años se ha experimentado un sorprendente cambio en la posición de la representación accionaria estatal a través de las tenencias de la ANSES, que ha pasado de exigir la distribución de la totalidad o buena parte de los resultados no asignados a votar sistemáticamente en contra o con abstención a la hora de deliberar propuestas de distribución de dividendos, cuando no a impedirlos totalmente, como ha ocurrido con disposiciones del Banco Central aplicables a las entidades financieras cotizantes.

Las regulaciones cambiarias también han jugado un rol disuasivo para la inversión. Nuestro país necesita de inversiones extranjeras para proyectos de infraestructura que demandan un fuerte aporte de capitales y tiene atractivos naturales para atraerlas. Basta ver el enorme drenaje de

divisas que ha debido emplearse en la importación de recursos energéticos, cuando tenemos bajo tierra las materias primas para desarrollarlos. Cuanto más capital se obtenga, menos intereses habrá que pagar por cuantiosas financiaciones para el desarrollo de estos proyectos, pero no se puede esperar que vengan capitales de riesgo si su ingreso al país debe ser cambiado por moneda local a un tipo de cambio muy por debajo del curso de la inflación de los costos internos o cuando después de varios años de exploración y construcción y con el comienzo del rendimiento, se impide girar los dividendos.

En este orden de cosas y habida cuenta de la escasez de reservas y el incremento en la fuga de capitales, resulta paradójico el mantenimiento de la Resolución 616/05 del Banco Central que obliga a constituir un depósito indisponible no remunerado por un plazo de 360 días con el 30% de ingreso de fondos en moneda extranjera que no se destine al pago de ciertas obligaciones o de suscripciones de capital debidamente conformadas y acreditadas.

En materia de normativa societaria también se advierten trabas que desalientan la elección de armados de centros de inversión locales. Es lo que está pasando últimamente con la falta de la debida atención en los órganos de control o recepción de inscripciones societarias, como es el caso de la Inspección General de Justicia, en la que se han producido desplazamientos o corrimientos de personal idóneo y donde, además, los trámites de mera inscripción o control de legalidad se someten a múltiples y repetitivos requisitos sin que los mismos respondan a las pautas establecidas por la ley.

Es lo que pasa, por ejemplo, con la inscripción de sociedades extranjeras para ser socias de sociedades locales y poder actuar como tales en las asambleas de accionistas, para lo cual es requisito acreditar la respectiva inscripción del artículo 123 de la ley 19.550. Para ello se les exige prácticamente a estas sociedades los mismos requisitos que a las sociedades extranjeras que se aprestan a constituir una sucursal. No debería ser así porque la sociedad extranjera responde por los compromisos de su sucursal, que no es un ente autónomo, sino un apéndice de su casa matriz. En cambio, la sociedad anónima extranjera que debe inscribirse en los términos del artículo 123 como accionista de una sociedad local no habrá de quedar obligada por las obligaciones de la misma, salvo en situaciones excepcionales y es la sociedad participada la que queda sometida a los

controles permanentes y al régimen informativo contable periódico establecido en la normativa societaria.

El art. 123 de la ley de sociedades solo exige que la sociedad extranjera que constituya sociedad en el país o resulte socia de sociedad local, acredite ante el órgano de control del registro público societario que se ha constituido de acuerdo con las leyes de sus países respectivos, inscribiendo su contrato social y demás documentación habilitante, así como la relativa a sus representantes legales. Sin embargo, la normativa de la IGJ exige muchos otros requisitos y presentaciones, entre ellos la de sus balances de ejercicio, la demostración de la existencia de activos no corrientes en su país de origen y la participación en otras sociedades y luego durante todos los años es necesario actualizar y repetir esas presentaciones, con lo cual se incrementan innecesariamente los costos de la inversión.

Todo estudio comparativo que hoy se haga con los sistemas de inscripción de este tipo en otros países, incluso los vecinos latinoamericanos, demuestran que los requisitos se pueden cumplir en mucho menor tiempo y a costos considerablemente más bajos.