

Discurso de Incorporación Académica del Dr. Daniel Vergara del Carril

07 de abril de 2016

“Empresa, inversión y seguridad jurídica, pilares para la instrumentación y el desarrollo del mercado de capitales en el país”.

Hemos elegido el tema del mercado de capitales porque consideramos que es fundamental para apuntalar la necesaria reconstrucción del país. Si echamos una mirada hacia el pasado podremos verificar que las recurrentes crisis que nos ha tocado enfrentar casi siempre, sea en el sector privado o en el público, han tenido parcialmente que ver con un exceso de endeudamiento.

Tanto el estado nacional como los estados provinciales se han endeudado por encima de sus posibilidades de repago al no poder mantener un razonable equilibrio entre sus gastos y sus ingresos. Una y otra vez la ley de leyes, como se ha denominado al presupuesto, aparece como una pintura reluciente y de suave colorido como la de un Turner para terminar con la oscuridad propia de la época negra de un Goya. No se han obtenido los recursos –genuinos necesarios, por la falta de seguridad jurídica para atraer capitales y, de otro lado, ha cundido –el exceso del gasto público cubierto con emisión sin respaldo que debilitó el valor de la moneda local.

Algo parecido, aunque en menor medida, ocurre en el sector privado. Se cuenta con el capital de riesgo en el inicio de un emprendimiento porque no es posible endeudarse sin el respaldo de activos aun no constituidos, pero a medida que se van generando, se restringe la disposición para inyectar capital propio o de terceros para continuar financiando la expansión del proyecto y nace la tentación del apalancamiento a través del endeudamiento. Ya veremos que el entorno legal, especialmente el de contenido fiscal, inclina la balanza a apostar más a la deuda que a la capitalización.

El afloramiento de los capitales que promueven la inversión, y por consiguiente el empleo formal, necesita de un mercado que, en primer lugar, encuentre un escenario atractivo con proyectos viables, materia prima accesible, personal preparado en todas las categorías para llevarlo a cabo y demanda interna y externa dispuesta a adquirir los productos elaborados. Hasta aquí los recursos humanos y naturales de nuestro país califican para tal encuadramiento. Han sido las erróneas políticas públicas, ejecutadas en el campo local en el internacional, como asimismo la insuficiencia de normativas adecuadas, las que frustraron en ocasiones temporales prolongadas el desarrollo y la fructificación de muchos proyectos.

El funcionamiento de un adecuado mercado de capitales es imprescindible para la sana financiación de proyectos de capital de riesgo que necesitan de un tiempo prolongado para ser llevados a buen fin. El mercado de capitales posibilita ofertas públicas iniciales y sucesivas de acciones, el título valor por excelencia representativo del capital y facilita también la transacción pública de esas acciones en el mercado secundario. El inversor en acciones está dispuesto a tomar el mayor riesgo o menor rendimiento que emana de un valor de renta variable sobre otro de renta fija por la natural expectativa de apreciación de su acción con el correr de un tiempo que suele ser más largo que el que transcurre para los cobros de renta fija, pero con la expectativa de que la valorización lograda supere los retornos fijos. Y para que eso ocurra las acciones tienen que estar registradas en uno o más mercados bursátiles confiables.

En nuestra práctica de varias décadas pasadas el mercado de deuda superó largamente al mercado de capitales. Aun en los comentarios escritos, los vaivenes de los títulos de deuda insumieron mucho más tinta que los comentarios sobre la inversión en acciones. Incluso en la enseñanza universitaria en carreras afines a la economía o el derecho se ha podido observar cierta orfandad para transitar la materia. El corto plazo produce más adeptos que el largo y afrontar el riesgo del largo plazo no merece

mayor adhesión. No obstante, hace muchos años, un jurista de nota y destacado dirigente político, el Dr. Cueto Rúa, demostró con ejemplos fácticos en un artículo publicado en una revista económica que se sigue editando, que la inversión de capital bien orientada otorga buenas recompensas en el largo plazo.

En los años del primer decenio del siglo XX, cuando para asombro del mundo nuestro país se ubicaba entre los ocho más sólidos por sus avances económicos y estructurales, la Bolsa de Buenos Aires, creada apenas un año después de sancionada la Constitución de 1854, era la más importante en Latinoamérica y contaba entre sus cotizantes a un buen número para la época de sociedades locales y aun extranjeras. Entre las primeras, a la mayoría de los bancos y compañías de seguros, como así también constructoras de puertos y las que daban los primeros pasos en la producción local industrial y entre las segundas a compañías de transporte ferroviario o tranviario y de servicios públicos vinculados con inventos relativamente recientes. Algunas de ellas llegaron a cotizar paralelamente en Londres y en Paris.

Así como en el siglo XIX y hasta 1890 habíamos estado muy dependientes de la deuda, el comienzo del siglo XX nos vio en la palestra con fuertes inversiones de capital. Empezamos, y lamentablemente no permanecemos, jugando en primera división. Más adelante y si la generosidad y el aguante del auditorio lo permite, volveré a hacer una referencia a esta transición.

Un buen funcionamiento del mercado de capitales ha contribuido siempre al desarrollo económico y de las inversiones sostenedoras del progreso tecnológico, la industria pesada, la infraestructura y la agro industria. No solo ocurrió en Estados Unidos, sino también en países vencidos en la última guerra mundial, como Alemania, Italia y el propio Japón y más recientemente en los incrementos de producción y empleo en varios países asiáticos, como en los repuntes de algunos países latinoamericanos que tuvieron que

superar graves crisis y hostilidades políticas internas, como es el caso de Perú y Colombia.

Destaco que no cualquier funcionamiento, sino un “buen” funcionamiento del mercado de capitales produce estos efectos beneficiosos. Para funcionar bien es preciso respetar las normas éticas que no se agotan en la necesaria transparencia en la información que deben brindar las sociedades cotizantes, ni en un correcto funcionamiento de los mecanismos de liquidación y compensación de operaciones, sino también en el cumplimiento de los preceptos del buen gobierno corporativo que hoy ya constituyen un verdadero código de aceptación universal y, en muchos de sus aspectos, de cumplimiento obligatorio para los directores y gerentes de sociedades cotizadas, a punto tal que ya hay gerencias especialmente diagramadas para seguir el cumplimiento de estas y otras normas.

La efabilidad humana no nos podrá liberar de fallas o incumplimientos pero los principios del gobierno corporativo han llegado para quedarse y eso contribuye a respaldar información auténtica y oportuna, brindar transparencia y evitar transgresiones al patrón de lealtad y de obrar como un buen hombre de negocios que la ley de sociedades impone a los administradores. Eso no quita reconocer que los órganos de control no deberían imponer excesivas y a veces innecesarias cargas formales en las acreditaciones del cumplimiento de las pautas del gobierno corporativo, algunas veces repetitivas.

No solo las cotizantes están sujetas a las buenas prácticas corporativas, sino que también los mercados deben cuidar que las transacciones no sean ficticias, que se logre el adecuado equilibrio entre los derechos de los compradores y los vendedores y que se cumplan los acuerdos transaccionales. En esta materia podemos estar satisfechos con el historial de la Bolsa de Buenos Aires. Son conocidos los efectos demoledores que las crisis económicas han producido en el pasado sobre entidades e intermediarios financieros. No obstante, nuestra Bolsa y el Mercado de Valores han mantenido con esfuerzo una adecuada red de seguridad y es así

como en la tremenda y convulsionada crisis que hizo eclosión entre fines del año 2.001 y principios del 2.002, todas las operaciones bursátiles convenidas en dólares en el año 2.001, se liquidaron también al precio del dólar libre el 21 de enero de 2.002, en plena época de corralitos y corralones.

También cabe destacar la solidez en los Fondos Comunes de Inversión, creados legislativamente por primera vez en 1961. Son varias las entidades financieras depositarias y gerentes que cayeron desde entonces pero el aislamiento patrimonial de las cuotas partes de los fondos logró que los inversores pudieran rescatarlas sin inconvenientes.

Pasemos ahora a ver los tres pilares a los que hace referencia el título de esta exposición. Comenzaremos por la empresa. No es necesario, y menos en este ámbito, hacer alusión a lo que es o constituye una empresa ni cuáles son los tipos de empresa vigentes, pero he de referirme a la empresa desde la óptica jurídica y sus objetivos.

Hasta la segunda decena del siglo pasado, el derecho comercial se asentaba, por un lado, en la figura del comerciante, sea que obrara personalmente o bajo una estructura societaria y, por el otro, en el acto de comercio, con la salvedad de que quienes participaban de un acto de comercio quedaban sometidos a la aplicación del derecho comercial, aunque no fueran comerciantes. Hacia 1926, el destacado jurista italiano Mossa comenzó a propugnar que el derecho comercial debía ser enfocado desde la perspectiva del derecho de la empresa y ambos debían converger en una sola cosa. Todos los institutos del código y los actos de comercio estaban para Mossa ligados y coordinados a la existencia de la empresa. Sostenía que si el fin del derecho comercial es la organización jurídica del comercio, es evidente que eso se identifica principalmente con la organización jurídica de la empresa.

Es así como en Italia, el denominado Código Civil de 1942, que era simultáneamente Código Comercial, adoptó los principios de Mossa y de buena parte de la doctrina italiana y ya no se centra sobre el comerciante, sino sobre el empresario, surgiendo así la regulación de la empresa. Diría luego el jurista italiano Dalmartello que la comercialidad no está atada al acto

aislado, sino a la actividad y que esa actividad se ejercita en forma de empresa.

En nuestro ámbito jurídico hubo cierta resistencia a otorgarle a la empresa un espacio protagónico en el derecho comercial, atribuible para algunos al régimen político vigente en Italia cuando aparece esta doctrina de la empresa luego receptada en el Código de 1942, pero el Código, más allá de ciertas exclusiones, sobrevivió, como lo hizo la doctrina italiana de aquél entonces que incluía nombres notables como los de Rocco, Bolaffio, Vivante, Ascarelli y Messineo, entre otros. Lo cierto es que las opiniones de estos juristas no tenían por qué resultar vinculadas con el entorno político de su época, de la misma manera que no había motivos para cuestionar la maestría de Furtwangler porque había dirigido en la Alemania de esa época, a punto tal de que después de la guerra fue contratado para dirigir en Estados Unidos.

Entre nosotros, fue Waldemar Arecha con su libro *La empresa comercial*, escrito en 1948, el primero en blandir la bandera protagónica de la empresa y más tarde en 1971 mi inolvidable maestro Carlos Zavala Rodríguez lanzó con el entusiasmo y el fervor que lo caracterizaba su obra *Derecho de la Empresa*, en la que describió con notable sentido práctico cuales eran los elementos e ideales que caracterizaban a la empresa y su bien ganada posición en el campo del derecho comercial, destacando entre sus atributos la organización, el emprendimiento y el valor de sus marcas y otros derechos de propiedad industrial, sin dejar de alertar sobre las fallas en las que no debía incurrir.

Ya por entonces habían nacido los primeros cursos de post grado enfocados en el Derecho Empresario o Derecho de la Empresa y debo recordar que esta Universidad que hoy nos aloja fue de las primeras, junto con la Universidad Católica, en promover un curso de esta naturaleza, a pesar de que la UADE por dedicarse entonces a organizar carreras no tradicionales, no tenía Facultad de Derecho.

La empresa es un conjunto de factores impulsados por el o los empresarios creadores que conjuntamente con sus gerentes, empleados y obreros aúnan capital y trabajo con el sano propósito de llevar a cabo un emprendimiento para la producción y distribución de bienes y servicios en diferentes áreas y con variados matices. Pueden ser catalogadas como pequeñas, medianas o grandes y si bien se asocia usualmente a la gran empresa con el mercado de capitales, hoy en día las pymes no tienen dificultad alguna para incorporarse a los mercados de capitales. Buena parte de las Bolsas del mundo, entre ellas la nuestra, han adoptado regímenes aptos y con menos exigencias para que las pymes, sin descuidar las responsabilidades y transparencia del caso, abran su capital y puedan producir la dispersión de sus acciones u otros títulos para fondear sus emprendimientos.

Es sabido que en los últimos tiempos muchos proyectos, especialmente en el área tecnológica, nacieron como grandes ideas de jóvenes emprendedores, que dieron lugar a empresas de enorme trascendencia. Ahí están varios ejemplos de las famosas que se iniciaron en el Silicon Valley. Y en nuestro país, sin ir más lejos, tenemos varios casos de empresas que se crearon durante la segunda guerra mundial para sustituir importaciones que se tornaban entonces imposibles, como ocurrió con el acero y la petroquímica, entre otras y hoy son líderes nacionales y algunas, mundiales. También las hubo en la alimentación y sin dar nombres para no quedar mal con omisiones involuntarias, recordamos los ejemplos de empresas que iniciaron la fabricación de caramelos y alfajores en Córdoba, vinos finos en Mendoza o limones en Tucumán que hoy están a la cabeza de las exportaciones internacionales.

En el campo tecnológico comercial tenemos tres importantes empresas argentinas cotizando por ahora solamente en el mercado de Nueva York que surgieron de jóvenes manos y mentes. La Bolsa de Buenos Aires tiene un sector especialmente dedicado a promover la cotización de acciones, valores negociables y fideicomisos de pymes y el mercado de cheques de pago diferido emitidos o colocados por endoso por parte de pymes con patrocinio del librador o el aval de sociedades de garantía recíproca ha tenido un

enorme crecimiento que sorprendió incluso a los que lo propusieron hace no mucho tiempo. Recientemente se ha reglamentado la posibilidad de cotizar pagares, otro instrumento apto para la financiación de las pymes a menor tasa, con la ventaja de que pueden ser librados a plazos superiores a los 360 días máximos de los cheques de pago diferido. Para ello se eliminó el requisito formal del primer beneficiario, de modo tal que puedan ser colocados al público con la intervención de agentes de mercado y a través del filtro de la Caja de Valores.

Es muy trascendente el rol que hoy juegan las pymes involucradas en el sector denominado de capital de riesgo. Son empresas habitualmente creadas por gente joven con visión emprendedora, sin mayores recursos pero con un interesante proyecto para el sector económico. Los fondos de capital de riesgo, cada vez más presentes en la búsqueda de estos proyectos, los analizan y seleccionan aquéllos a los que consideran más viables, inyectando importantes dosis de capital, sin la pretensión de manejar la empresa, pero sí de asociarse con aportes de capital y controlando su funcionamiento a través de la designación de uno o más directores. Al cabo de un tiempo que puede fluctuar entre 5 y 7 años, cuando el proyecto ya está en pleno desarrollo exitoso, los aportantes de capital de riesgo y a veces los propios fundadores, promueven su salida cosechando el incremento en los valores de las acciones a través de un lanzamiento de apertura del capital en Bolsa o de la venta a algún grupo empresario fuerte que puede o no estar cotizando en Bolsa.

Nuestro país, a diferencia de otros como España, no ha legislado esta operatoria de empresas de capital de riesgo, salvo por alguna normativa en el sector tecnológico, lo que no ha impedido que existan varios fondos moviéndose en esta área típicamente emprendedora, logrando así que el capital aportado desarrollara proyectos de envergadura que no hubieran podido progresar sin esos aportes. Es de destacar también el muy valioso aporte de la ONG Endeavor en la promoción de emprendimientos de capital de riesgo, como así también el impulso brindado por la Bolsa de Buenos Aires

que anualmente realiza un concurso de proyectos en ciernes con asignación de premios.

Precisamente el mes pasado Endeavor convocó a un grupo de empresarios argentinos y funcionarios del actual gobierno para tratar el tema. El jefe de Gabinete expresó entonces que para cambiar al país es preciso dar las herramientas para que los argentinos cambien y el Secretario de Emprendedores y Pymes, anunció la elaboración de un proyecto de ley para emprendedores que facilite la inversión con capitales de riesgo, mientras que Endeavor, sostuvo que estaban hace mucho deseando que en el país el Estado no sea el que deba asumir funciones que son propias de los emprendedores empresarios dispuestos a asumir riesgos.

De su lado, el Foro de Convergencia Empresarial, que tan pujante y eficientemente viene impulsando políticas esenciales de estado desde su creación a principios del año 2.014, ha precisado acertadamente que “El rol esencial e indelegable del empresario es la de crear valor, organizando ideas, trabajo y capital de una manera eficiente”.

La empresa, cualquiera sea su dimensión, es entonces un elemento necesario para el desarrollo del mercado de capitales. Si nos atenemos al contenido del capital representado por la emisión de acciones destinadas a la oferta pública, se puede observar en los últimos tiempos poca disposición y bastante reticencia a cotizar acciones. Resulta evidente que los montos de emisión de deuda en oferta pública son notoriamente superiores, lo que ha acrecentado peligrosamente las relaciones entre el capital y la deuda y los índices de liquidez y endeudamiento con resultado contraproducente, habida cuenta de las altas tasas que ha debido pagar el país y sus empresas por erróneas políticas estatales, paradójicamente en circunstancias en las que las tasas a nivel mundial se han mantenido a niveles históricos mínimos. Ya hay entidades financieras en las que hay que pagar para depositar dinero y tasas activas cercanas a cero.

En otras épocas y hasta los primeros años de la década del sesenta, la actitud empresarial era diferente. Entrar a cotizar las acciones de sus empresas era una meta virtuosa y deseable. Se advertía en las sociedades líderes en sus respectivos objetos sociales. Aun aquellas recientemente creadas en la industria pesada, pensaban prontamente en ingresar al ámbito bursátil, incluso cuando el estado tuvo participación de control, como ocurrió en los casos de sociedades de economía mixta fundadas en los principios de los cuarenta, entre ellas Somisa y Atanor. No resultó fuente de financiación para la primera de ellas por la escasa o casi nula participación del capital privado, pero sí en cambio para Atanor en la que el capital privado resultó mayoritario.

En 1960 cotizaban sus acciones en la Bolsa más de 600 sociedades. Hoy apenas hay un centenar. Es cierto que varias de esas sociedades no tenían la capitalización que hoy tienen las que cotizan, que en aquella época los requisitos aún a nivel mundial, no eran tan exigentes, que no existía la competencia del importante número de títulos públicos en moneda local o extranjera que hoy se registra y que la oferta pública de bonos corporativos se había extinguido con la desaparición de los debentures por el efecto de la desvalorización de nuestra moneda o el temor a que la mora en el pago diera lugar al ingreso de algún representante de los debenturistas al directorio. En los años sucesivos a 1962 se profundizó el desinterés para ingresar a la oferta pública de acciones, a la par que se produjo un incremento en los retiros de cotización. Se comenzó a transitar cada vez menos el mercado de capitales y cada vez más el mercado de deuda. Algunas de las razones de este cambio contraproducente las analizaremos al abordar los efectos negativos de ciertas políticas impositivas.

No obstante, un importante repunte se registró en el comienzo de los noventa, cuando se decidió que las empresas públicas privatizadas abrieran su capital en Bolsa organizando al mismo tiempo programas de participación para el personal de las mismas. Un ejemplo muy exitoso y que permitió la mayor apertura y dispersión del capital fue el caso de YPF que durante años se estudió en Harvard como un leading case de acertada privatización.

La oferta pública inicial de sus acciones tuvo una demanda mundial que superó a la oferta sin que ningún adquirente pudiera inicialmente tener más del 3% del capital y a través de la propia normativa de direccionamiento del voto de los ADRs colocados en Estados Unidos, el directorio local conservó los cargos para que los directores argentinos la siguieran conduciendo, utilizando hábilmente la norma según la cual el banco depositario de los ADRs debe cursar una comunicación a cada tenedor de esos certificados de acciones y, de no recibir respuesta, cosa que ocurre con frecuencia, el representante del banco que asiste a las asambleas debe votar en el sentido de la propuesta emanada del propio directorio. El trágico fallecimiento de José Estensoro, empresario orquestador de esta privatización y las conocidas circunstancias políticas posteriores produjeron con el tiempo cambios en la estructura planificada.

Conforme a datos emanados de la Federación Iberoamericana de Bolsas, nuestro país ocupa en materia de acciones para el año 2.014 el cuarto puesto en materia de capitalización bursátil anual, detrás de España, Brasil y México, en ese orden, pero si midiéramos la capitalización solo por las sociedades domésticas o inscriptas en el país, Argentina ocuparía el séptimo puesto, ya que se vería superada por la capitalización bursátil en acciones de Chile, Colombia y Perú. Eso se debe a que hay algunas importantes sociedades que efectuaron canjes de sus acciones por holdings registradas en el exterior y por la importante presencia en nuestro mercado de Petrobras de Brasil que tiene una muy alta capitalización.

Si en cambio se midiera comparativamente el monto operado en acciones domésticas en el mismo año 2.014, la bolsa argentina se ubica también en el séptimo lugar detrás de España, Brasil, México, Chile, Colombia y Perú, en ese orden. La diferencia estriba en que mientras la capitalización de sociedades extranjeras es más alta que la de sociedades locales en nuestro país, ocurre lo inverso cuando se mide el monto total operado en acciones. De todos modos, el cepo cambiario ha hecho que el mercado de capitales de

sociedades argentinas tuviera un amplio movimiento transaccional en el exterior y lo mismo ha sucedido con los títulos públicos o bonos corporativos. Es preciso recuperar parte de ese mercado que se canaliza en mercados externos.

Volvamos ahora sobre el pilar de la inversión. Nuestro país ha padecido en lo que va de este siglo una fuerte caída de la inversión local y también de la extranjera y ello influye negativamente dado el importante rol que la inversión cumple como motor del crecimiento y del empleo formal. No podemos olvidar que la creación de empleo es fundamental para disminuir la pobreza y parafraseando a Chesterton diría que “expertos en pobreza no son quienes hablan de la pobreza sino los propios pobres” cuyas necesidades es preciso atender, más que con dádivas con la más edificante provisión de empleo.

Conforme a un reciente informe del Instituto de Economía de la Universidad Argentina de la Empresa la relación entre el crecimiento de la inversión con el del PBI es positiva. Cada 1% del crecimiento de la inversión bruta interna fija es coincidente con una tasa de crecimiento promedio del PBI del orden del 0,56%. La inversión también contribuye a generar empleo. Es así como se ha detectado que cada 1% de crecimiento registrado en la inversión promedio, se observa una reducción en la tasa de desempleo del orden del 0,92%.

De acuerdo al referido informe, con algunas variantes entre años, básicamente la mitad de la inversión bruta fija interna se vuelca a la construcción residencial y empresarial y la otra mitad al equipo durable de producción. El crecimiento del 1% en equipo durable disminuye el desempleo en un 0,70%, mientras que similar aumento del 1% en la construcción hace caer la tasa del desempleo en un 1,18%.

No era posible pretender que entraran fondos del exterior si la moneda extranjera se convertía obligatoriamente a un tipo de cambio irreal y luego la remesa de dividendos a los accionistas externos también debían efectuarse, si es que le tocaba en suerte ser autorizada, por la aplicación de un tipo de

cambio que nada tenía que ver con la realidad y mucho con el relato. Ello sin contar con el decreto que obligaba a constituir con el 30 % del ingreso de fondos externos, un depósito no remunerado por el plazo de 365 días.

El cierre del acuerdo con los tenedores de títulos públicos defaulteados y el levantamiento del cepo cambiario van a contribuir a un resurgimiento de la inversión tanto local como extranjera y cuando hablamos de extranjera no se puede dejar de lado la aspiración de un retorno de los importantes fondos argentinos en el exterior, hoy colocados a tasas ínfimas o casi inexistentes, que tendrían muy buenas oportunidades en inversiones de capital en el país. Pensar que países como Japón y algunos europeos se desesperan por tener algo de inflación y sus Bancos Centrales inyectan grandes montos de apoyo para lograr algún afecto reactivador. ¡Que buen rubro exportador podríamos ofrecer en la materia!

De acuerdo a un informe elaborado el año pasado por la Federación Iberoamericana de Bolsas sobre los inhibidores a remover a nivel macro y micro que impiden o restringen el desarrollo de los mercados de capitales en la región, Argentina tenía una puntuación de inhibidores en materia tributaria y cambiaria muy elevados. El cambiario ha de bajar significativamente con la reciente eliminación del cepo pero habrá que estar atentos con la presión fiscal en el inhibidor tributario que no recepta los efectos de la inflación.

Tenemos también un fuerte atraso en materia de infraestructura económica que está centrada en los sectores de energía eléctrica, telecomunicaciones, transporte, agua y saneamiento, en varios de los cuales la gente de menores recursos tiene acceso limitado y a veces ningún acceso. En lo que va de este siglo la inversión en infraestructura ha representado el 50% de la registrada en la década anterior y es aún inferior a los guarismos de la década del 80.

Sobre esta materia hay una excelente monografía elaborada por Ariel Chirom y Alejandro Schachter publicado por la Casa de Altos Estudios de la Fundación de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires luego de haberle adjudicado el premio en un concurso organizado a esos efectos. Los autores señalan que

debido al alto grado de costos hundidos, las fuentes provenientes para el cierre de la brecha de infraestructura deben provenir fundamentalmente del sector público o de préstamos de organismos multilaterales, pero como esos recursos no son suficientes para encarar la totalidad de los proyectos es necesario recurrir a los stocks disponibles por el sector privado que no suele estar preparado para afrontar los potenciales riesgos de las inversiones a largo plazo. Citan en este sentido las alternativas que podrían ofrecer las compañías de seguros, el sector bancario y la capitalización bursátil, más allá de sus bajos índices ya descriptos anteriormente.

Señalan también que nuestro país es el que más ha retrocedido entre el monto de la inversión realizada y la calidad percibida de la misma, dado que ha mantenido un monto de inversión similar al promedio de la inversión regional pero con resultados muy inferiores, lo que demuestra la existencia de un claro problema de eficiencia de la inversión en infraestructura en Argentina, atribuible principalmente a las políticas gubernativas y los modos de llevarla a cabo, entre ellas las modalidades expropiatorias desviadas de los cánones legales, la desnaturalización de los índices de precios oficiales y la implementación de un control de cambios ajeno a la realidad fáctica.

Es precisamente aquí donde el mercado de capitales puede asumir un rol preponderante para soportar el largo plazo y permitir mientras se desarrollan los proyectos de financiación en el curso de tiempos prolongados, la entrada y salida de inversores particulares o institucionales. En esta dirección una manera de atraer la inversión privada es llevar los proyectos a cotizar en Bolsa permitiendo la generación de un mercado de valores negociables con subyacentes de infraestructura que pueda ser mantenido merced a una transparente y constante información basada en la interrelación entre el sector público y los protagonistas del mercado de capitales.

Si bien el acceso al mercado de deuda internacional queda rehabilitado con el reciente reordenamiento de la deuda externa y que el cierre por años de las ventanillas de acceso al crédito internacional posibilita hoy una baja relación entre la deuda y el PBI, el país y las empresas deberán por un

tiempo pagar tasas superiores a las que pueden obtener otros países emergentes latinoamericanos con un comportamiento distinto al nuestro. Lamentablemente para nosotros, esos años perdidos fueron de viento a favor para los países emergentes latinoamericanos por los altos precios de commodities agropecuarios y minerales que hoy ya no se sostienen. Algunos se preguntarán: ¿Pero es que acaso nosotros no somos emergentes? La respuesta es negativa. Cabe recordar que nuestro país ni siquiera militó en los últimos años entre los denominados emergentes porque se le asignó desde el año 2009 la vergonzante calificación de país fronterizo. Y eso significa que hubo un aplazo, aún para la amarga pero realista filosofía del cambalache de Discépolo. Y cuando se viene el cartel de fronterizo sabemos que aún a los fondos de inversión más optimistas le está vedado invertir en el país.

El retorno al acceso al crédito internacional es una buena noticia, pero lo que resulta imperioso es el retorno a la recepción de inversiones de capital y es crucial que el retorno se produzca. Habíamos anticipado nuestra aflicción por la opción de deuda sobre capital como fuente de financiación genuina y no es que esa preferencia obedezca necesariamente a impulsos timoratos o a la falta de apetito por el riesgo. Es que la política fiscal de los últimos tiempos, consciente o inconscientemente, está direccionada a favorecer la opción por la deuda, sea para la empresa que busca financiarse, como para el inversor dispuesto a obtener un rédito.

La empresa puede deducir de su declaración de impuesto a las ganancias los gastos e intereses originados en la deuda, pero como no tenemos un régimen de interés sobre el capital propio, no hay deducción alguna para los aumentos de capital o las ofertas públicas de suscripción de capital. Hay países como Brasil y Bélgica que alentaron la inversión de capitales a través de reconocer la existencia de un interés presunto sobre el capital propio. En Brasil relacionado con la distribución de dividendos que en ciertas proporciones es obligatorio para las sociedades que cotizan en el llamado Novo Mercado, que son las de mayor envergadura patrimonial y dispersión del capital social. En Bélgica sin ese condicionamiento.

Del lado del inversor, toda la renta que obtiene de la enorme variedad de títulos públicos, títulos de deuda privada como la de las obligaciones negociables o los certificados de deuda de los fideicomisos, se encuentra totalmente desgravada, pero en cambio debe pagar un impuesto por el 10% de los dividendos que percibe por su tenencia accionaria, que se viene a sumar al 35 % que paga la sociedad emisora, con el agravante que no se reconoce ajuste alguno por inflación en el balance y sabido es que las escalas y deducciones al impuesto a las ganancias han sucumbido al irresistible encanto de suponer la inexistencia de erosión inflacionaria. Adicionalmente, las acciones tributan impuesto a los bienes personales. No así los títulos públicos.

La seguridad jurídica constituye otro pilar del desarrollo para el mercado de capitales. Debemos lamentar que la ley 26.831 del año 2.012 que regula la materia, contenga algunas disposiciones preocupantes al respecto. Se trata de una ley que vino a reemplazar a su antecesora, la ley 17.811 de 1968, que fue para su época una norma prolijamente elaborada y acorde con los principios legales entonces vigentes, pero que 44 años después, necesitaba de una actualización.

La preocupación a la que aludimos no tiene que ver con su técnica legislativa, sino con algunos artículos que implican un avance contra el lógico derecho de defensa que les cabe a las emisoras dispuestas a ofertar públicamente sus acciones. Nos referimos concretamente a sus artículos 19, 20 y 143 a 145. Los dos primeros lastiman seriamente el derecho de defensa y de tener la vía abierta para un recurso judicial y los otros tres modifican el fuero tradicional comercial, preparado para entender en esta temática, para llevar las discusión judicial al fuero contencioso administrativo federal que no está formado para tratarla y ello sucede precisamente después de que el gobierno de entonces había tenido algunos fallos desfavorables en el fuero comercial.

El artículo 19 contiene varios incisos y el cuestionable es uno de ellos, el inciso i) que le permite a la Comisión de Valores declarar irregulares e ineficaces a los efectos administrativos los actos sometidos a su fiscalización sin sumario previo cuando sean contrarios a la ley o a las reglamentaciones dictadas por la Comisión o a los estatutos de las sociedades con oferta pública de sus valores negociables. Se crea así un precedente disvalioso, porque al no promoverse un sumario previo por breve que sea, se afecta el derecho de defensa.

Los incisos I) y II) del apartado a) del art. 20 son más preocupantes aún. Por el inciso I) y en el marco de la competencia establecida por el artículo 19, la Comisión puede designar veedores en la sociedad cotizante con facultad de veto de las resoluciones adoptadas por los órganos de administración de esa sociedad, cuyas disposiciones solo pueden recurrirse en única instancia ante el presidente de la Comisión, que es precisamente quien designó al veedor y lo causó a ejercer el veto referido.

Por el inciso II) la Comisión puede separar a los órganos de administración de la sociedad por un plazo de hasta 180 días hasta regularizar las deficiencias encontradas. Adviértase que esas presuntas deficiencias no son identificadas y que mientras tanto durante seis meses la sociedad quedaría gobernada por el propio organismo estatal. En este caso la medida es recurrible ante el Ministro de Economía y Finanzas, que es precisamente el que ha intervenido en la designación de los miembros de la Comisión de Valores.

En ambos casos es como si en el curso del funcionamiento de la guillotina en la Revolución Francesa, a Luis XVI le hubieran dado la oportunidad de presentar un recurso ante Robespierre.

La propia ley de sociedades establece a partir de su artículo 113 un régimen que permite grados de intervención en la sociedad como medida cautelar por disposición judicial y si bien es preciso para obtenerla acreditar la condición de socio e iniciar una acción de fondo de remoción de directores, el artículo 303 de la misma ley de sociedades le otorga legitimidad a la autoridad de contralor para iniciar la acción de intervención judicial cuando se hayan

adoptado resoluciones contrarias a la ley, el estatuto o el reglamento y se trate de sociedades que hagan oferta pública de sus acciones o títulos de deuda, lo que demuestra claramente que el ordenamiento societario le da posibilidades a la Comisión de Valores de obtener grados de intervención judicial a través de mecanismos que prevean una decisión judicial con el debido ulterior ejercicio del derecho de defensa. Por lo tanto, no era necesario y deviene inconstitucional el mentado artículo 20.

La ley de sociedades también requiere para el pedido de intervención, haber agotado los recursos para impedir las transgresiones que motivan la solicitud, intentando agotar las vías legales y estatutarias, mientras que la ley de mercado de capitales nada dice al respecto. Tampoco menciona si la Comisión responderá por los daños y perjuicios causados por medidas tomadas sin intervención judicial ni ejercicio del derecho de defensa, mientras que la ley societaria le exige al peticionante de la intervención ordenada judicialmente la prestación de una contra cautela por los potenciales perjuicios causados si finalmente la intervención fuera revocada o quedara sin efecto por una sentencia sobre el fondo del asunto, contraria a la parte que obtuvo la intervención en los grados de veeduría, co administración o administración judicial.

Causa sorpresa y es motivo de dura crítica que la norma observada le otorgue al veedor la facultad de veto de las resoluciones adoptadas por los órganos de administración de la entidad, cuando es sabido que el veedor es solo alguien que analiza e investiga para luego informar a quien lo designó, pero de ninguna manera está habilitado para tomar decisiones de la envergadura de dejar sin efecto resoluciones adoptadas por el directorio y tanto más cuando esas decisiones no tienen abierto ningún recurso judicial ya que, como vimos, solo se puede recurrir ante el presidente de la Comisión de Valores.

Las legítimas facultades sancionatorias que se atribuyen a la Comisión de Valores están condicionadas a que los sancionados mantengan su derecho de defensa y tengan abierta la posibilidad de su revisión judicial. El art. 18 de

la Constitución Nacional garantiza la defensa en juicio que implica la posibilidad de ser oído, ofrecer pruebas y obtener una decisión fundada, como así también el acceso sin trabas al control judicial, no pudiendo los entes administrativos reguladores arrogarse funciones judiciales, vedadas por el art. 109 de la misma Constitución.

Si bien en menor medida, el cambio de jurisdicción judicial para los casos en los que sí existe la posibilidad de una apelación judicial, resulta también preocupante. La ley 17.811 había previsto como fuero recursivo a la justicia comercial, pero el art. 143 de la nueva ley de mercado de capitales lo cambia insólitamente a las cámaras federales de apelación y en la ciudad de Buenos Aires a la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Contencioso Administrativo que no es el fuero que se ocupa de cuestiones derivadas de sociedades comerciales o mercado de capitales.

Finalmente, el art. 145 tiene dos disposiciones que van en detrimento de la seguridad jurídica. Una es la que obliga a interponer y fundar el recurso contra las multas impuestas por la Comisión de Valores ante el propio organismo y dentro del breve plazo de cinco días de notificada la sanción y la otra la que dice que el recurso se concederá con efecto devolutivo y no suspensivo, lo que significa que habrá que pagar íntegramente las multas impuestas sin esperar la decisión del tribunal de apelación. Si se tiene en cuenta que estas multas son muy gravosas y se hacen extensivas solidariamente a directores y gerentes, se advierte el indebido rigor de sanciones que obligan a pagar multas antes de que se tramite el recurso previsto en la propia ley.

El régimen de las emisoras se trata a lo largo de 20 artículos en el capítulo III del título II referido a los sujetos del régimen de oferta pública y las emisoras aparecen junto con los mercados y los agentes registrados. Hubiera resultado más apropiado regular por separado a la sociedad cotizada, como lo hace el régimen jurídico español, dado que nuestra ley de sociedades apenas menciona, sin tratarlas, a las sociedades que hacen oferta pública de sus valores negociables. De esa manera se evitaría que los rasgos esenciales de la

sociedad cotizada queden en manos del órgano regulador y no en el del correspondiente poder legislativo.

La seguridad jurídica también se ha visto afectada por las demoras en resolver peticiones o conceder las inscripciones impuestas por diversas normas. Estas demoras se contraponen con la celeridad que se exige y esto último no es criticable, para que las sociedades que actúan en el mercado informen de inmediato sobre los varios hechos relevantes que la ley impone poner en pronto conocimiento público para no afectar el curso de su cotización.

En lo referente a la instrumentación, ya vimos que no solo las acciones y las obligaciones negociables, sino también otros instrumentos de pago o de crédito son susceptibles de cotización. Queremos mencionar el escaso o casi nulo uso actual de las acciones preferidas que pueden resultar un instrumento atractivo para aquellos que busquen obtener una renta variable con la posibilidad de votar cuando no reciban dividendos por falta de utilidades. Estas acciones son rescatables al cabo de un tiempo y el rescate podría estar sometido a contravalores de diversa especie, incluso monedas duras, así como el dividendo quedar atado a la producción anual. Hace algunas décadas hubo una muy buena experiencia para los inversores en esta materia con una emisión de acciones preferidas especiales de Dálmine Siderca.

Otro instrumento de poco uso entre nosotros son las obligaciones negociables u otros títulos de deuda convertibles en acciones al cabo de un tiempo y a opción de sus tenedores. Permiten invertir para lograr inicialmente una tasa de interés y convertir al cabo de un tiempo el título de deuda en acciones conforme a la paridad de canje fijada en las condiciones de emisión, luego de que las acciones de la emisora han madurado su valorización. Son los llamados híbridos porque implican un cuasi capital y son así considerados a la hora de analizar un balance para el otorgamiento de crédito. Luego de la crisis del año 2.002 se tuvo una espectacular experiencia con una emisión de obligaciones convertibles de Acíndar.

Cuanto más grande sea el mercado de capitales, más interés habrá para volcar al mismo las inversiones que el país necesita y cuando más importantes sean esas inversiones habrá más posibilidades de crear fuentes de empleo formal para erradicar la pobreza, permitiendo al mismo tiempo que los empleos queden al alcance de aquellos que habitan en el interior del país.

Quisiera cerrar con tres ejemplos exitosos de recolección de capitales para lograr objetivos constructivos. Admito que no han sido los únicos pero son los elegidos. El primero es atípico por la inexistencia de mercados de valores pero fue el más exitoso por su trascendencia nacional e internacional. Sucedió entre 1814 y 1817. Había dos hombres valerosos y desprendidos sobre cuyas espaldas recaería el destino de la patria. Ambos habían transitado el combate desde muy jóvenes provenientes de tierras acostumbradas a la lucha por sus derechos. Uno provenía de España, aunque nacido en un pequeño pueblo de Argentina y el otro de la verde Irlanda, también nacido en un pequeño pueblo pero prontamente afincado entre nosotros como luego ocurrió con tantos irlandeses. El primero se instaló sobre el poniente del sol de nuestra bandera para librar combate en tierra y el otro sobre el sol naciente para librar combate en el mar. Ambos lucharían con fuerzas inferiores a las de sus contrincantes. Ya habrán identificado al general José de San Martín y al almirante Guillermo Brown.

Tuvieron que recaudar fondos para sus cañones, sus caballos, su tropa y sus barcos y los obtuvieron por la generosidad y la confianza de sus aportantes. Los altísimos dividendos logrados justificaron el esfuerzo.

En 1890 había estallado una revolución que fue sofocada pero el entonces presidente Juárez Celman se vio obligado a renunciar. La situación económica era caótica. Antes de asumir el vicepresidente Carlos Pellegrini necesitaba con urgencia fondos y no había tiempo ni posibilidad de organizar ninguna colocación interna y menos externa. Pellegrini decidió cruzar caminando al edificio de la Bolsa que funcionaba a metros de la casa rosada en lo que hoy

está el Banco Nación. Fue a pedir esos fondos y logró recaudarlos. Entonces aceptó asumir la presidencia.

Los virtualmente quebrados Banco Nacional, Banco de la Provincia de Buenos Aires y Banco Hipotecario le pidieron a Pellegrini les diera alguna parte de la suma recolectada, pero el Gringo decidió pagar la deuda que desde hacía décadas mantenía el país con la Baring Brothers que como consecuencia del impago se había visto obligada a entrar en un concurso de acreedores. Casi nadie entendió este giro inesperado, pero pagada que fue la deuda los bancos internacionales levantaron la veda y se pusieron en fila para allegar fondos para la financiación de proyectos que el país necesitaba con urgencia y lo mismo ocurrió con fondos de inversores. Quince años después la Argentina no solo había superado su crisis sino que pasó a formar parte de los primeros diez países el mundo.

El tercero se ubica a partir de 1958 cuando asume la presidencia el Dr. Arturo Frondizi, también en una situación de crisis económica. Consideró que era necesario obtener un monto muy elevado de capitales para el desarrollo de varias industrias básicas y para lograr el autoabastecimiento en muchos sectores industriales, entre ellos, el energético, aun yendo en contra de algunas ideas que había sostenido como legislador. Para ello había que recrear el mercado de capitales y dictar normas que los atrajeran. Soportó muchas críticas, pero logró ir concretando el deseado desarrollo inspirado fundamentalmente en las políticas empleadas por la democracia cristiana europea durante la post guerra. Lamentablemente, su derrocamiento impidió cristalizar muchos de sus proyectos.

Cuando yo me desempeñaba como rector de esta casa de altos estudios en 1985 se aproximaba la celebración de los 25 años de su creación y se me ocurrió invitarlo a exponer en el acto académico celebratorio al ex presidente. Me preocupé especialmente por el protocolo del llamado telefónico para transmitirle la invitación dado que nunca lo había tratado. No fue necesario, el mismo atendió mi llamado telefónico. Aceptó la propuesta y

me invitó a que lo visitara en su casa. No estaba en ningún barrio especialmente elegante, sin desmedro de la calle, Berutti al 3.500.

Cuando llegué al lugar me encontré con un edificio de una treintena de departamentos sin portero ni custodios a la vista. Pensé que había tomado mal la dirección porque el acceso a un ex presidente no podía operarse a través de un nutrido portero eléctrico, pero como en esa época no había celulares no podía chequear el error, de modo que por las dudas y antes de volverme pulsé el número del departamento que me habían dado y la llamada fue atendida por la inconfundible voz del propio Dr. Frondizi. Ese día pasé 2 inolvidables horas escuchando anécdotas de su presidencia y sus encuentros con Kennedy, Adenauer y De Gaulle alrededor de un pequeño escritorio.

El día del acto lo estaba esperando en la puerta más acotada de lo que comenzaba a ser el campus urbano de esta Universidad y observé que se estacionaba enfrente un pequeño Fiat 147 de aquella época. Me acerqué al auto para reprender al probablemente despistado alumno que pretendía estacionar en el lugar de arribo del ex presidente, cuando se abrió la puerta del acompañante y emergió de la misma un sonriente Dr. Frondizi que poco después nos encandiló con su exposición en este mismo auditorio. No quise dejar de recordar hoy este hecho porque no quedó registrado en ninguna publicación y pienso que no todos los gobernantes han tenido los mismos parámetros de conducta.

Concluyo haciéndome una pregunta que tal vez alguien de los presentes me hubiera querido formular: ¿Qué piensa sobre el futuro en la materia abordada? Soy optimista. No va a ser fácil ni pronto, pero se abre una oportunidad que no debemos dejar pasar. El mundo tiene problemas serios que afrontar y la locomotora china ha disminuido su marcha pero existe una abundante liquidez que después de muchos años parece mirar a Argentina con creciente interés. Creo que al país se le abre un panorama muy auspicioso para inversiones dirigidas al mercado de capitales, lo que permitirá crear muchas fuentes de trabajo dignas y formales, mayor oferta

de bienes que contribuirá a bajar la inflación y un incremento muy significativo en el frente exportador. Si tuviera que responder a la clásica pregunta sobre si hay que comprar o vender títulos argentinos, la respuesta es Compremos Argentina.

Muchas gracias