LA NOMINATIVIDAD DE LOS TITULOS VALORES Y LA ACTIVIDAD BURSATIL ARGENTINA

por JOSE JORGE MASELLI
Profesor Titular de Economía y Técnica Bursátil de la Facultad de Ciencias Económicas de la U. N. de Cuyo.

I. La nominatividad de las acciones: Algunos efectos

El 1 de mayo de 1986 y como consecuencia de la aplicación de la ley 23299 entró en vigencia el régimen de nominatividad de los títulos valores privados, que fuera consagrado en 1974 por la Ley 20643 y posteriormente dejado en suspenso hasta ahora. Cuando el diputado Jesús Rodríguez, titular de la comisión de presupuesto y hacienda presentó en forma pública el proyecto de ley respectivo, expresó entre otros conceptos que el mismo "no implica que se intente reducir el mercado bursátil, sino que se propone esta medida para evitar la evasión impositiva". En la misma oportunidad otros legisladores allí presentes vincularon la iniciativa a la reforma tributaria sancionada también por entonces, en especial las modificaciones al Impuesto al Patrimonio y el Impuesto a los Capitales, a los que se incorporaron las acciones. A pocos días de la puesta en marcha del sistema, ya pueden plantearse algunas reflexiones sobre ciertos efectos que puede acarrear el nuevo régimen, aún circunscribiendo el análisis solamente a los dos aspectos enumerados por el mencionado legislador: el estímulo o desaliento del mercado bursátil y los propósitos fiscalistas perseguidos de modo explícito.

1. El objetivo fiscal

Evitar la evasión impositiva es sin duda, algo a lo que nadie sensatamente puede oponerse, por razones de ética, de honestidad, de justicia tributaria e incluso del propio interés individual, por cuanto mientras menos contribuyentes potenciales evadan y dejen de pagar sus impuestos, más posible será también aliviar la presión tributaria sobre los que cumplen. Pero cabe preguntarse si la medida de "nominativizar" las acciones y demás títulos privados producirá tales efectos.

Creemos que a este respecto puede dudarse seriamente de la eficiencia de la medida. En primer lugar, porque existen otros canales que permiten mantener en el anonimato fondos que pueden haberse originado en la evasión tributaria. Paradójicamente uno de los más simples, notorio y de fácil acceso lo provee el propio Estado con sus títulos valores al portador (por ejemplo los "Bonex"), que para más, también están exentos del pago de impuesto. Este y otros diversos medios han absorbido seguramente buena parte de los fondos que han "huido" en los últimos tiempos del mercado bursátil, fondos que costará mucho hacer retornar a este tipo de inversión, agravando su evidente deterioro.

Consecuentemente, el fisco, aún antes de entrar en vigencia la ley, ya ha sufrido algunos efectos no previstos ni seguramente deseados. El pozo en que cayó el volumen de operaciones según se consignó antes, ha disminuido de modo muy importante la recaudación del simple impuesto a las transacciones de títulos valores, el que en los momentos de mayor volumen de operaciones (que superó los catorce millones de australes diarios) produjo alrededor de 175.000 australes por día. Si se consideran 22 ruedas por mes en las que se hubiera mantenido ese nivel de negocios, podrían haberse recaudado cerca de 4 millones de australes por mes o sea casi 50 millones anuales. Pero la vertical caída del monto de las transacciones en los últimos tiempos, en los que el monto diario llegó a descender bastante por debajo del millón de australes, ha provocado obviamente una caída proporcional de la recaudación del impuesto mencionado con el consiguiente perjuicio fiscal (1). Todo lo contrario de lo buscado.

---

(1) Diario "Ambito Financiero", 20 de abril de 1986, pág. 21.

Frente a las dudas planteadas y frente a este saldo negativo concreto y real, queda por verse si en el futuro la nominatividad logra una disminución significativa de la evasión. Aún desde este ángulo, creemos que el régimen no aporta nada relevante, puesto que debe señalarse que parecido resultado se hubiera logrado por otros medios tanto o más eficaces, sobre todo teniendo en cuenta el actual funcionamiento pleno de la Caja de Valores que mantiene individualizados a los inversores y la reciente ley por la que se eliminó el secreto bursátil.

2. Sanciones confiscatorias

Relacionado también con este espíritu exageradamente fiscalista del régimen, corresponde señalar que las sanciones previstas para los casos en que no se presenten en término los títulos para ser convertidos, son realmente sorprendentes.

En efecto, el artículo 28 de la ley 20643 establece que el título valor privado al portador que no fuera presentado en el plazo fijado para su conversión a nominativo no endosable (30 de abril de 1986), sólo podrá convertirse con posterioridad previo pago del 20% de su *valor contable* por cada año de atraso, en carácter de sanción conminatoria. En los casos de acciones que se coticen en bolsa, se tomará en cuenta la cotización de cierre del día 29 de abril, si este valor fuere mayor al antes referido valor contable. Cabe recordar acá, que el valor contable de una acción es el que resulta de dividir el valor del patrimonio de la empresa por la cantidad de acciones en circulación, valor éste que en nuestro país, por complejas razones que no es procedente analizar aquí, resulta la generalidad de las veces muy superior, a la cotización o precio a que se puede comprar o vender la misma acción en la bolsa, dado que este último es el que surge solamente como consecuencia de la oferta y demanda de la misma en los mercados de valores. Esto, lógicamente trae como consecuencia, que la sanción mencionada, supera en mucho el valor total que puede obtenerse por la venta de la acción en el mercado bursátil, por lo que la presunta multa, significa en realidad tener que pagar un importe casi siempre superior al valor comercial de la acción y por lo tanto, en la mayoría de los casos, hasta tener que agregar dinero para cancelar la pena aplicada. Esta situación, aunque atenuada en parte, sigue siendo real, después de las medidas tomadas recientemente por la Dirección General Impositiva y que veremos más adelante.

En tal sentido, puede afirmarse sin exagerar, que cuando estas sanciones se visualizan numéricamente mediante algún caso concreto, los resultados más que interés causan asombro.

3. Ejemplo práctico

Tomamos a modo de ejemplo cuatro acciones de primer nivel en el Mercado de Valores de Buenos Aires considerando sus valores contables y cotizaciones de cierre del día 16 de abril de 1986:

Acciones	1. Valor Contable	2. Cotización en bolsa	3. Sanción: 20% de 1. pagar a DGI
Alpargatas	12.30	2.26	2.46
Aluar	94.60	25	18.90
Celulosa	84	7.40	16.80
Fiplasto	116.90	21.0	23.88

La sanción consignada en la última columna es la que se aplica por *cada año* de mora en la nominativización, de lo que fácilmente se deduce los exorbitantes montos a pagar en casos de demoras más prolongadas. Ubicándonos *sólo en el primer año* de mora, una persona que por ejemplo posea una acción de Celulosa y que por cualquier motivo no la haya nominativizado, deberá oblar una multa a la DGI de A 16.80 mientras que si necesita o desea vender la misma acción sólo puede obtener A 7.40.

Resulta por demás evidente que esta disposición es injusta desde cualquier ángulo que se la considere: más aún, desde el punto de vista estrictamente económico, puede afirmarse que es absurda además de resultar verdaderamente confiscatoria. Por otra parte, si de absurdos se trata, hasta cabe preguntarse cómo se determina la sanción cuando el patrimonio de una sociedad es negativo y no tiene o está suspendida su cotización bursátil (todos supuestos que actualmente se dan en el caso del Banco de Italia y Rio de la Plata). En tales casos podría pensarse que la sanción

UNIVERSIDAD NACIONAL DE CUYO
Facultad de Ciencias Económicas
BIBLIOTECA

desaparece o lo que es más, hasta podría pensarse con un poco de humor, que sería la DGI lo que debería pagar al tenedor de la acción puesto que se opera con valores negativos para éste...

4. Una resolución posterior de la Dirección General Impositiva que "suaviza" esta sanción

La sanción a que se hace referencia en el punto precedente planteó otra duda para su aplicación, que ha sido resuelta de manera razonable y rápida por la Dirección General Impositiva. En efecto, producida la mora en la presentación del título valor privado para su conversión a la nominatividad no endosable ya vimos que se lo sanciona con el 20% del valor contable del título *por cada año* de atraso, pero la ley no especifica en las situaciones que plantea las diferencias en el tiempo incurrido en mora dentro de cada año, que obviamente puede ir desde 1 a 365 dias en que se entra al segundo año y consecuentemente correspondería la aplicación de otro 20% de recargo por el segundo período de mora, también aplicado para 365 días y así sucesivamente.

Ante esto, creemos que con buen criterio, bastante habilidad y mejor oportunidad se ha aprovechado la situación para aclarar el problema y moderar en alguna medida los efectos de la sanción, que en su forma original calificamos de confiscatoria. Para ello la D.G.I. por resolución general N° 2601 del 25 de abril de 1986 ha reglamentado la aplicación de la siguiente forma:

"Art. 1°": La sanción conminatoria de carácter pecuniario, establecida en el segundo párrafo del artículo 28 de la Ley N° 20.643, modificada por la ley N° 23.299, se aplicará a los tenedores de títulos al portador o nominativos endosables que no hubieran procedido a su conversión antes del día 1° de mayo de 1986, desde el primer día de mora y en forma proporcional al retardo en que hubieran incurrido en cada uno de los períodos anuales que fija la precitada norma.

"Art. 2°": A los fines previstos en el artículo anterior, la sanción equivalente al veinte por ciento (20%) del valor contable o de cotización de los títulos, según corresponda, relativa a cada período anual, será fraccionada en doce partes iguales, adicionando cada una de ellas por cada mes

de demora dentro del año aniversario, incluyendo al mes en el cual se efectúe la conversión.

"Art. 3°": La cancelación prevista en el artículo 28, tercer párrafo, de la ley N° 20643 y su modificatoria, se producirá al cumplimiento del cuarto año aniversario contando a partir del día 1° de mayo de 1986, quedando el emisor obligado a: 1) cancelar el título y crear otro que pondrá provisoriamente a nombre de esta Dirección General Impositiva; 2) ...etc. ...

Es decir, que la D.G.I. interpreta que la sanción debe aplicarse en forma gradual o proporcional al tiempo de mora o como lo expresa en sus considerandos "atendiendo a una equitativa graduación en función del tiempo de demora en el cumplimiento de la obligación legal". Ello implica que si la demora es de un mes se aplicará la doceava parte de la sanción, si es de dos meses las dos doceavas partes y así sucesivamente.

Es evidente que esta disposición aunque no resuelve totalmente el problema planteado mejora considerablemente la situación del propietario de los títulos. Veamos en uno de los casos ya ejemplificados: un propietario de una acción de Celulosa cuyo valor contable es de A 84, y su cotización bursátil (al 16/4/86) A 7.40. El 20% del valor contable de la sanción impuesta por la ley es A 16.80 para cada año de mora en la presentación, pero con el criterio impuesto por la D.G.I. ese monto recién se aplicará cuando la mora alcance los 12 meses. Desde 1 hasta 30 días corresponderá sólo una doceava parte es decir A 1.40, hasta 2 meses será 2/12 parte o sea A 2.80 hasta 3 meses la 3/12 parte o sea A 4.20 y así sucesivamente hasta alcanzar el año con la sanción total de A 16.80.

Es indudable que esta medida constituye un alivio a la sanción original, y es a la vez un reconocimiento del grave error incurrido por aquélla, pero creemos que de todos modos, es sólo un remedio parcial, un "parche" que no resuelve totalmente el grave daño que experimenta el derecho de propiedad de los tenedores de acciones y, ni siquiera hace aceptable el monto de la sanción, puesto que debe advertirse que aunque se la hace más leve al comienzo, en el ejemplo que hemos dado basta incurrir en mora de 6 meses para que la multa resulte mayor que la cotización de la acción en el mercado bursátil. Ni pensar entonces lo que ocurre con demoras mayores, hasta llegar a los cuatro años previstos por la ley.

5. Una solución más integral

Creemos que resultaría más justo y conveniente modificar a fondo el espíritu y la letra de la ley en este aspecto, mediante la eliminación de los plazos para la conversión y las consiguientes sanciones establecidas por la segunda parte del artículo 28 de la Ley 20643, manteniendo en cambio vigente sólo la primera parte de dicho artículo que establece la obligación de nominativizar los títulos en el momento que se deba ejercer algún derecho económico o político inherente a los mismos (transferencia por venta, cobro de dividendos, cauciones y otros gravámenes, derecho de voto, etc.). (2)

Ello evitaría graves perjuicios sobre todo a los pequeños inversores que son los que generalmente están más desinformados y menos preparados para este tipo de circunstancias, y a los que siempre se declama que se quiere proteger y atraer a la inversión bursátil, pero a los que en la práctica, con medidas y complicaciones como la que nos ocupa, en realidad se los desalienta hasta ahuyentarlos.

II. La nominatividad de las acciones y los mercados bursátiles

Ya dijimos antes que el combatir la evasión impositiva es una meta a la que todos debemos adherir. Pero ello requiere también que las medidas que se tomen sean eficaces y que no interfieran en la vida económica de manera tal que, como acabamos de ver, a la postre las tornen contraproducentes.

1. El contexto y oportunidad de aplicación

Y afirmamos esto, no porque técnicamente la nominatividad por sí misma, interfiera de un modo decisivo en las transacciones bursátiles, puesto que sus complicaciones

(2) Artículo 28, ler. párrafo, de la ley 20643: "Los títulos privados al portador que no hayan sido presentados para su conversión no se podrán transmitir, gravar ni ejercer derechos inherentes a los mismos".
Segundo párrafo del mismo artículo: "Los portadores de títulos que no procedan a su conversión vencido el plazo que se fije, ingresarán el equivalente al 20% de su valor contable en carácter de sanción conminatoria...etc..."

(mayores costos, registro de transferencias, intervención o no del cónyuge, etc.) en circunstancias favorables podrían obviarse, sino porque dentro de una coyuntura económica adversa, de estancamiento y desconfianza bastante generalizada como la que actualmente atraviesa el país, cualquier nueva dificultad, real o aún presunta, adquiere un valor marginal desmesurado.

Para agudizar aún más esta impresión, conviene recordar que la ley 20643 que crea el régimen de nominatividad fue sancionada en 1974 y ha sido puesta en vigencia en 1986, es decir doce años después, en una economía, más aún, en un país que ha sufrido profundos cambios y perturbaciones durante ese lapso realmente álgido de nuestra historia contemporánea. Ello indica, que por lo menos debió ser objeto de una profunda revisión y adaptación a las nuevas circunstancias y no una mera aplicación de normas de 12 años atrás.

Así por ejemplo, cuando en 1974 se dispuso la implantación del régimen, se acababa de disponer, en 1973, por la ley 20532 un blanqueo de capitales, lo que hacía coherente considerar cerrada una etapa y plantear nuevas condiciones tributarias. El contribuyente regularizaba su situación fiscal con el blanqueo (sin abrir juicio sobre la procedencia o no de este tipo de medidas), pero en cambio debía absorber la nominatividad de sus acciones, favorecido además por la misma ley 20643, que en otro de sus capítulos instituía un régimen de beneficios y desgravaciones impositivas para la compra de títulos valores. Nada de esto ha ocurrido ahora. Muy por el contrario, la reforma tributaria, sancionada de modo casi concomitante con la medida que nos ocupa, ha castigado de diversos modos, directa o indirectamente a la actividad bursátil (aumento del gravamen a la transferencia de títulos valores, modificaciones respecto a su tratamiento en el impuesto a las ganancias y al patrimonio, etc.) todo lo cual unido a la casi simultánea aplicación de la nominatividad y a la eliminación del secreto bursátil, ha configurado un panorama de desaliento generalizado, que se puede advertir cuantitativamente sin ninguna dificultad, a través de los montos negociados en nuestros mercados de valores, los que aunque nunca fueron extraordinarios, en los últimos meses se han reducido en 10 ó 15 veces, hasta bajar a cifras de muy escasa significación, lo que como ya se expresara anteriormente, ha repercutido desde el punto de vista fiscal, en forma precisamente opuesta a los objetivos perseguidos.

2. Efectos sobre el mercado bursátil argentino

Por otra parte, aquella situación, vale reiterarlo, ha producido en estos momentos uno de los mercados bursátiles más recesivos del mundo. Para tener una idea de ello, no es necesario tomar como punto de referencia a los grandes mercados de valores de los países altamente desarrollados (Nueva York, Tokio, Londres, Milán, etc.) cuya comparación derivaría a realidades demasiado distintas y apabullantes para nosotros, sino que creemos que es suficiente y quizá más significativo, saber que un país latinoamericano de rango más o menos similar al nuestro como México, también con una gran deuda externa -incluso bastante mayor que la nuestra con 75.000 millones de dólares, por lo que no puede utilizarse como argumento negativo para nuestro país- mueve en su mercado bursátil alrededor de 200 millones de dólares cada día (3), mientras que en Argentina, en los últimos tiempos, muchas veces las ruedas diarias del mercado de valores de Buenos Aires ni siquiera han alcanzado el millón de dólares, para no mencionar lo que acontece en los restantes mercados del interior del país, como por ejemplo el de Mendoza, cuyas cifras son verdaderamente irrelevantes.

Tal realidad debe ser realmente alarmante en momentos en que la Argentina requiere un mercado de capitales vigoroso para alimentar su imperiosa necesidad de crecimiento. Esto tiene que constituir una luz roja, una aguda señal de alarma que indique la urgencia de revisar medidas como las que ahora nos ocupan, para producir las rectificaciones que nuestro país demanda imprescindiblemente en relación al mercado bursátil como estructura económica generadora de capitales de riesgo y por ende, como parte vital de su mercado de capitales.

III. Conclusiones

En síntesis, volviendo al punto de partida de este trabajo, en el que transcribimos conceptos de un legislador en los que expresamente manifiesta que el proyecto de nominatividad no implica un "intento de reducir el mercado bursátil" sino que se propone para "evitar la evasión imposi-

(3) INSTITUTO ARGENTINO DE MERCADO DE CAPITALES- Mercado de Valores de Buenos Aires, "Nuevos instrumentos en la operatoria bursátil. Pagarés y letras de cambio" (Buenos Aires, 1985), pág. 7.

tiva" creemos que desde ya se puede afirmar que con el sistema que entró en vigencia el reciente 1 de mayo resultará muy difícil lograr una y otra finalidad. En efecto, respecto al primer aspecto y por razones expuestas precedentemente, objetiva y estadísticamente analizado, el solo anuncio y los primeros días de aplicación han producido desconcierto y deterioro en la actividad bursátil.

En segundo lugar, con relación a la faz fiscal, también puede sostenerse que el régimen no agrega elementos decisivos ni mejores a los ya existentes, sino que por el contrario pudieron simplemente utilizarse estos últimos (caja de valores, secreto bursátil, informática, etc.) que no presentan los inconvenientes del camino elegido, esto es el del carácter nominativo no endosable de los títulos valores privados.

En última instancia, frente al hecho aparentemente irreversible de la puesta en marcha del régimen, debería pensarse por lo menos en:

a) resolver a fondo algunos de los problemas que el régimen presenta, como es el caso de la oportunidad y plazos para la conversión de los actuales títulos al portador en nominativos no endosables, aspecto que hemos analizado en páginas anteriores y que aunque suavizado por las recientes normas de la D.G.I. subsiste en lo esencial.

b) dictar otras medidas complementarias que incidan en el contexo jurídico-económico general en que debe ser aplicado el nuevo régimen de modo tal, que se facilite la generación de un clima de mayor confiabilidad y optimismo en las empresas e inversores que es de decisiva importancia en la actividad bursátil y que haría viable sin mayores contratiempos la aplicación del nuevo sistema.