

Los vetos a la ley de sociedades

El Parlamento uruguayo ha sancionado un proyecto de sociedades inspirado en un ideal de regulación detallista de su estructura y funcionamiento. El Poder Ejecutivo que había hecho suyo un proyecto de calificados juristas especialistas en derecho comercial, ha vetado ahora algunos artículos agregados durante la elaboración legislativa, que llevan más lejos aún la misma orientación. En nuestra opinión es altamente dudoso que el proyecto inicial fuera la clase de medicina que requiere nuestro maltrecho mercado de capital, sean cuales fueran las excelencias jurídicas de la iniciativa. Por la misma razón de índole general, y por razones específicas y concretas, creemos que los vetos del Ejecutivo, a cuya consideración se abocará en breve el Parlamento, no deberían ser levantados. Ellos no hacen que el estatuto aprobado se libere de su excesivo reglamentarismo, pero sí le lima algunas de las aristas más agudas en esa dirección.

Nosotros participamos de la insatisfacción, que está en la base de la decisión de legislar ahora sobre esta materia, por la languidez extrema de nuestro mercado de acciones, y el consiguiente desaprovechamiento del incentivo que él podría representar para que nuestros hogares no empresarios canalizaran hacia él alguna parte significativa de sus ahorros, con ventajas tanto para la capitalización de nuestro sector industrial y comercial como para la difusión de la propiedad sobre sus recursos. No basta, sin embargo, con que un proyecto de ley esté inspirado en objetivos aceptables —nosotros diríamos que los del proyecto en discusión son beneméritos— para que lo sea él mismo. Los aforismos de la sabiduría popular que aseguran que el infierno está empedrado de buenas intenciones, y advierten que las enmiendas pueden empeorar los sonetos, merecerían ser tenidos en cuenta.

El estado realmente caquético de nuestro mercado de acciones, ¿se deberá realmente a la falta de un estatuto legal adecuado para las sociedades por acciones? Hay dos maneras sencillas de buscar una respuesta: una consiste en echar una ojeada al pasado; otra, en hacer un examen sucinto de otros factores disuasivos que estén indudablemente ejerciendo su influjo.

La primera por sí solo arroja un resultado concluyente. Una idea central en todo este asunto es que hay que revitalizar los negocios bursátiles sobre acciones. La palabra *revitalizar* es totalmente correcta, porque ese mismo mercado años atrás, cuando no regía otro estatuto jurídico en la materia que el viejo Código de Comercio que ahora se está a punto de modificar, se mostraba razonablemente activo. En 1947, por ejemplo, las transacciones en la Bolsa de Montevideo en valores privados (que aquí tomamos como equivalentes a transacciones sobre acciones) fueron del orden de US\$300 millones, 10 veces la suma de 1978, y 60 veces la de 1982, en términos reales, según datos de la publicación N° 13 del Depto. de Estudios Económicos de la Cámara de Comercio.

Y si nos remontamos a 1867, cuando la población del país era como 1/7 de la de 1947, nos encontramos —según la misma fuente— con un volumen de transacciones sobre papeles privados superior a US\$100 millones, usando siempre dólares de 1882, y por tanto un volumen *per capita* mucho mayor aún. Quiere decir que, más allá de toda duda posible, el nivel tremendamente deprimido en que encontramos la respectiva sección de negocios bursátiles no es el resultado de una carencia a llenar, algo que jamás tuvimos antes, sino la consecuencia de algún factor negativo, que en cierto momento irrumpió con notable fuerza en nuestro medio y prácticamente destruyó el mercado de acciones, sin duda entre otras cosas, como es el clima favorable a la inversión física, que fueron quedando echas trizas, en nuestro pobre país. Nosotros no tenemos duda de que el agente agresivo principal —por desconfiado que no el único— fue de índole fiscal.

El hecho de que 1947 haya sido el último año que nos deja ver un mercado accionario relativamente activo coloca al impuesto a las Ganancias Elevadas, que comenzó a regir en 1944, en el banquillo de los acusados. En verdad, aquel tributo, más que un impuesto más, fue una verdadera plaga, algo así como un tornado institucional. Más tarde, cuando aquél ya había sido derogado, pero antes de que la lenta tarea de recomposición del mercado pudiera siquiera ponerse propiamente en camino, el impuesto al patrimonio vino a desempeñar un papel análogo. Por otro lado, casi permanentemente han regido impuestos a la ampliación del capital de las sociedades anónimas, verbigracia el de timbres, y el actual con muy semejante base. Cualquiera investigador que revisara nuestro registros de leyes sin otra información habría llegado a la conclusión de que nuestro sistema impositivo había sido manejado por una potencia enemiga, o por un ejército de ocupación, con el expreso designio de impedir que el desarrollo económico se acercase a nuestro territorio.

Sabemos, pues, que la ley comercial no es el factor inhibitorio del mercado de acciones, y hasta hemos encontrado una razón suficiente de su triste condición en el ámbito impositivo. No podemos, entonces, leer el proyecto sancionado con la presunción de que viene a colmar un vacío crucialmente importante. Debemos, en cambio, percibirlo como un factor que en principio será indiferente en lo que concierne a los negocios bursátiles, pero —esto es lo importante— que puede ampliar e intensificar los desincentivos presentes para la inversión. Desde ese punto de vista, los vetos interpuestos por el Ejecutivo deben percibirse como un amortiguador del impacto previsible del nuevo estatuto legal.

En tal sentido queremos referirnos a las disposiciones vetadas por las cuales se imponen dividendos mínimos y se obliga dentro de ciertos parámetros a la capitalización de reservas. En ambos aspectos el proyecto amenaza convertirse en una fuente adicional de ineficiencia respecto de las que ya pesan sobre nuestras compañías comerciales.

Tomemos primero el caso de los dividendos. Una

disposición de las vetadas obliga a distribuir una cierta proporción de las ganancias —30%— de cada ejercicio. Supongamos que existe un mercado accionario activo. Supongamos que el que vimos que existía otrora en nuestro país. En como el que vimos que existía otrora en nuestro país. En ese caso el accionista no le interesa por lo general cobrar dividendos, ya que si la sociedad retiene la totalidad de las ganancias, sus acciones se valorizan, y vendiendo recurrentemente una parte de su tenencia el accionista puede conservar el capital intacto y percibir una renta. Supongamos que, pese a ello, la ley ordena la compulsión del dividendo. La existencia de ganancias en el balance en modo alguno implica la de disponibilidades líquidas para efectuar el pago. Tal vez la sociedad tiene oportunidades excepcionales para crecer en la determinada coyuntura por la que atraviesa, y financia de modo continuo su expansión con sus utilidades. Llegado el momento en que el pago de dividendo se vuelve forzoso, la dirección tendrá que tomar dinero prestado para financiar el crecimiento de la empresa, independientemente de las condiciones del crédito y sea cual fuera la tasa de interés que rijan. Eventualmente, podrá tener que abandonar el proyecto que parecía tan promisorio. Todo para beneficiar ¿a quién? Los accionistas tal vez unánimemente prefieran dejar todos sus beneficios en el negocio, y suministrar ellos mismos la financiación del crecimiento, a fin de optimizar sus propias posiciones individuales. La ley se lo prohibiría. En el interés —en cuanto nosotros podamos columbrar— de nadie.

Es cierto que si falta un mercado de capital normal esta cuestión se ve un tanto distorsionada; pero no es admisible pretender compensar la distorsión actual que en definitiva tenderá a posponer la reactivación del mercado: ello implica organizar un círculo vicioso, que conduciría a intervenciones progresivamente más intensas del Estado en la vida de las sociedades.

Algo semejante ocurre con la capitalización de las reservas. El proyecto desatiende una regla de oro, inapreciable no sólo para estatuir sobre sociedades anónimas, sino aun para pensar sobre ellas. Ella afirma que el valor nominal de las acciones es trivial; los accionistas tienen derecho a un cierto porcentaje del remanente patrimonial de la sociedad, una vez satisfechos los acreedores, y las cantidades de acciones emitidas y en poder de cada individuo es lo que importa, y no los valores nominales escritos sobre los títulos, que no significan nada. Un corolario de esa regla dice que si se reparten acciones en proporción a las tenencias de los distintos accionistas, sus posiciones relativas permanecen inalteradas. ¿A santo de qué, entonces, obligarlos a capitalizar? Hasta se corre el riesgo que, a fuerza de entregar acciones liberadas a troche y moche, el valor de cotización baje de la par, y como el proyecto —con nuevo olvido de la regla de oro— prohíbe emitir por debajo de la par, la sociedad así afectada verá efectivamente trabadas sus posibilidades de expansión.

Eventualmente habrá que revisar a fondo todo este estatuto, pero por el momento habrá que contentarse con que los vetos prevalezcan.