

¿Por qué no arranca el mercado de capitales?

| | |
|---|---|
| ¿Por qué no arranca el mercado de capitales?..... | 0 |
| Introducción..... | 2 |
| ¿Qué es la Bolsa de Valores?..... | 2 |
| Los conceptos bursátiles no siempre son intuitivos. | 3 |
| Falta de confianza ante lo desconocido..... | 4 |
| Falta de confianza ante lo conocido. | 4 |
| Un plano tributario nivelado..... | 5 |
| Cultura de empresa familiar o de círculo de confianza. | 6 |
| La ética en los negocios. | 7 |
| Perspectivas y reflexiones finales. | 8 |

Introducción

Cuando me abordó D. Eduardo Evertsz sobre la posibilidad de escribir estas breves reflexiones, le externé mi opinión en cuanto a que se trata de un asunto que puede enfocarse a muy distintos niveles de profundidad y que yo no podía comprometerme a más que compartir con los lectores de esta publicación mis reflexiones, a lo largo de algunos años, como asesor legal del Consejo de Administración de *BOLSA DE VALORES NACIONAL, S.A.* (en adelante “BVN”) y como persona que alberga la profunda convicción de que el desarrollo del mercado de capitales es uno de los presupuestos del desarrollo de la economía del país, en general. Mis observaciones lo serán, exclusivamente, a título personal y no institucional. De hecho, a lo largo de más de tres lustros he podido constatar que algunos de los accionistas y administradores de la Bolsa difieren de algunas de mis observaciones, a veces del todo, a veces por su matización.

Otro pensamiento a guisa de introducción es que no existe un solo factor determinante de la inoperancia de un mercado activo de acciones de sociedades mercantiles guatemaltecas o regionales. Son varios los factores que convergen para que sea ese el resultado y no siempre se puede medir objetivamente cuál tiene mayor incidencia. Procuraré abordar los principales, en su justa dimensión.

¿Qué es la Bolsa de Valores?

Al final de cuentas una bolsa de valores es una institución mercantil cuyos funcionarios tienen la obligación de administrar, o de hacer valer, varios conjuntos de reglas o de normas, que deben operar coordinadamente, vertical y horizontalmente. Si pensáramos en el Reglamento Interno de BVN como el centro del conjunto de cuerpos normativos, tendríamos que, a nivel horizontal, sus disposiciones deben encajar con las de la escritura social de BVN (tanto dicho Reglamento como dicha escritura son aprobados y pueden modificarse por los socios de la bolsa, reunidos en asamblea). Verticalmente hacia arriba, la escritura social debe encajar adecuadamente con las normas del Código de Comercio, que rigen el funcionamiento de las sociedades anónimas, principalmente, y las reglas del Reglamento Interno deben encajar con las de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías (que en parte también incide en la propia escritura social). Hacia abajo, la materia de las normas que el Consejo de Administración de BVN puede dictar conforme al Reglamento Interno, deben conformarse con este último y, en materia de los requisitos para que sus decisiones sean válidas, debe respetarse lo que las normas de la escritura social prescriben. Tanto de acuerdo con el Reglamento Interno, como también con base en los numerosos reglamentos especiales que se han emitido (para establecer los requisitos para la emisión de valores, para la operación del mercado de futuros, para el funcionamiento del mercado de divisas, para la administración de la Caja de Valores, etc.), deben celebrarse —y constantemente se celebran— numerosos y variados contratos: de transmisión de

valores en el mercado primario (cuando se colocan por primera vez), de transmisión de valores en el mercado secundario (cuando ya se encuentran en circulación), de reporto, a futuro, de cambio de divisas, de emisión de valores, de comisión mercantil, de operación de un puesto de bolsa, de depósito colectivo de valores, etc. Todos estos contratos deben encajar, verticalmente hacia arriba, tanto con las normas de los reglamentos que los rigen, como también con las de la ley. Pero no termina allí el sistema, ya que la gerencia de BVN y algunos otros de sus funcionarios constantemente emiten instrucciones, giran órdenes y envían circulares que también deben guardar congruencia con todas las normas o reglas de esta especie de “maquinaria de reloj” que es un “mercado institucionalizado”, como la bolsa de valores.

Por si todo ello fuera poco, el sistema propiamente bursátil debe encajar adecuadamente —eso sería lo ideal— con otros sistemas muy importantes, como por ejemplo el fiscal o tributario, el penal, el bancario, el jurisdiccional (el sistema de justicia pública) y otros. Por último, pero no por ello menos importante, los mercados bursátiles descansan en la existencia de ciertos niveles básicos de confianza en la buena fe y seriedad de los emisores, los agentes de bolsa, los inversores, la propia bolsa y las autoridades públicas encargadas de este sector de la economía. Cuando falta la confianza en todos o cualquiera de esos protagonistas del proceso, difícilmente se desarrolla el mercado con todo su potencial.

En resumen, pues, la bolsa de valores más que un lugar, que una sofisticada red de ordenadores, que un grupo de profesionales y expertos, es una compleja maquinaria en la que, en lugar de engranajes, pernos, ejes y tornillos, hay normas constitucionales, legales, reglamentarias, contractuales y convenciones sociales que deben articularse y administrarse adecuadamente para que la institución, y todos los que con ella se relacionan, funcionen bien.

Los conceptos bursátiles no siempre son intuitivos.

De lo expuesto arriba ya puede apreciarse que las instituciones del mercado de capitales y los elementos que se conjugan para su operación y funcionamiento eficaz, son conceptualmente sofisticados y pocas veces intuitivos. Pregúntele usted a sus vecinos, exactamente ¿qué es una acción emitida por una sociedad anónima? Probablemente muchos tengan una idea general, más o menos vaga de lo que es una acción, pero no mucho más. A continuación inquiera usted sobre ¿por qué o cuándo tiene valor una acción?, verá que la ambigüedad de los conceptos aumenta. Si, finalmente usted cuestiona ¿a qué da derecho una acción?, es posible que todos puedan explicar lo del voto en las asambleas de accionistas y el derecho a recibir dividendos, pero no mucho más. El primer obstáculo, entonces, para el desarrollo de un mercado de capitales, en el que sean decenas de miles los inversores que acudan a adquirir acciones, como una opción más de inversión, al lado de la compra de un inmueble, por ejemplo, es la falta de formación e información del gran público sobre lo que son las

acciones de sociedades mercantiles y el hecho de que se trata de conceptos abstractos, mientras que el inmueble se ve, se toca y se asimila conceptualmente con cierta facilidad, por su concreción.

Falta de confianza ante lo desconocido.

El corolario de las observaciones anteriores es que existe cierta desconfianza “natural” por parte del gran público, de invertir en acciones (u otros valores que se negocian en el mercado bursátil). No es una desconfianza que se relacione con circunstancias concretas de algún emisor, o de la coyuntura económica, sino con el hecho liso y llano de que se sabe poco sobre, exactamente, qué significa invertir en el mercado de capitales y cómo funciona el sistema. He ahí un gran desafío, que es, al mismo tiempo, una gran oportunidad. Probablemente cuando las compañías de seguros comenzaron a vender sus planes de vida al gran público, hace ya muchas décadas, confrontaron retos parecidos, que los agentes de seguros tuvieron que remontar sentándose en la sala de la casa de los potenciales clientes a recorrer, uno tras otro, los farragosos párrafos de la póliza.

Además está el problema relacionado con los factores que pueden incidir en la valorización o desvalorización de una inversión en acciones. ¿Cuál es la naturaleza de los riesgos y cómo puede hacerse frente a esos riesgos? Nociones tales como las de diversificación de riesgos y del portafolio de inversiones, requieren, también, de cierta formación financiera que, en nuestro país, no es todavía parte del bagaje de conocimientos del gran público.

Falta de confianza ante lo conocido.

Paradójicamente, aquellos cuya formación profesional, experiencia personal o capacidad de análisis les ha permitido conocer a fondo ¿qué son las acciones emitidas por sociedades mercantiles, qué es el mercado de capitales y cómo funciona?, desconfían del sistema, en el específico sentido de qué tan difícil podría llegar a ser exigir sus derechos ante la justicia, o deducir responsabilidades a los responsables de la administración de una sociedad emisora de valores, en caso de darse acciones negligentes, o peor aún, dolosas.

Desafortunadamente, la falta de efectividad del sistema de justicia del país incide en todos los órdenes de la vida ciudadana, en todos los mercados y en todos los negocios. Sin embargo, cuando se trata de negocios sobre bienes tangibles (inmuebles, maquinaria y equipo, efectos intrínsecamente valiosos, etc.) la posibilidad de tomar posesión y control de los mismos, a cambio de la inversión efectuada, mitiga los riesgos (o por lo menos, la percepción de ellos) que se corre el inversor. En cambio, cuando se trata de negociar derechos abstractos: a votar en las asambleas de accionistas, a recibir

dividendos (cuando fueren decretados), a inspeccionar los libros y operaciones contables (cuando fuere la oportunidad y conforme a las reglas); a recibir informes de la administración, etcétera, la situación es más compleja, porque no hay forma concreta de “tomar posesión o control” de los derechos adquiridos. Esos derechos son tan buenos como la posibilidad de hacer cumplir sus deberes a las diversas personas responsables de la gestión de una sociedad mercantil.

Creo que no exagero al afirmar que la falta de credibilidad generalizada en el país en este aspecto es muy grande y, a pesar de que instituciones novedosas, que poco a poco han ido ganando terreno, como el arbitraje, pueden servir para paliar la crisis, todavía falta mucho camino por andar. Además, hay cuestiones que no pueden quedar sujetas a arbitraje, como es todo lo relativo a la materia penal. Las experiencias sufridas por muchas personas durante la crisis de liquidez de 1998-1999, cuando ciertos emisores (la mayor parte extra-bursátiles), algunos agentes de bolsa y determinadas *financieras* no reguladas (ajenas, también, a las operaciones de BVN) prácticamente defraudaron al público que había creído en ellos, la gran decepción fue, al final de cuentas, la imposibilidad de hacerlos responsables, civil o penalmente.

Un plano tributario nivelado.

Otro de los aspectos del tipo llamado “macro” del país, que incide de manera importante en el desarrollo del mercado de capitales es el tributario o fiscal. Es un problema en el que, desafortunadamente, tanto los contribuyentes como la Administración Tributaria, han dejado mucho que desear. Por un lado, una comprensión a veces equivocada de lo que es la “planificación fiscal” y la necesidad de ser agresivo en ese sentido, ha llevado a muchos contribuyentes a “desnaturalizar” algunos de sus negocios y la forma en que los mismos se reflejan en los documentos legales y los libros contables de la empresa, con el afán de aprovechar algún “escudo fiscal”, así llamado. El incentivo de un ahorro inmediato, frente a la probabilidad bastante incierta de que la caracterización del negocio o negocios que fueren, sea cuestionada con efectos tributarios por la SAT en el futuro, lleva en ocasiones a tomar decisiones rayanas en la ilegalidad o en la ilegitimidad (jurídica). Esta problemática se complica todavía más en actividades empresariales muy competitivas, en las que una carga fiscal menor o mayor puede significar, para los diversos competidores, la diferencia entre ganar o perder porciones de mercado, de modo que los administradores de la empresa se ven, muchas veces, entre la espada y la pared.

Por su parte, la Administración Tributaria ha sido incapaz de ir dotando de seguridad o certeza suficientes al sistema. Siguen formulándose ajustes que se discutían hace ya más de una década y, amnistía tras amnistía, los contribuyentes han aprendido el mensaje: vale la pena jugársela. Aunado a esto la mentalidad de muchos inspectores sigue siendo la de “ajustar por sistema” y la de sus colegas encargados de conocer y resolver las audiencias de treinta días, “confirmar por sistema”. Asuntos que el

Tribunal de lo Contencioso Administrativo ya ha resuelto favorablemente en determinados casos, vuelven a cuestionarse por la SAT. El resultado, lejos de la conformación de criterios más o menos claros sobre lo que puede considerarse legalmente procedente, es la sensación de que, no importa qué tan razonable pudiera ser el sustento legal con que se opere, en caso de duda, se formulará un ajuste. Esta dinámica favorece los enfoques agresivos, sobre los conservadores o razonables.

Ahora bien, la necesidad, real o percibida, de adoptar medidas de planificación fiscal agresiva, cuando el grupo de los accionistas es cerrado y el análisis de las posibles consecuencias puede hacerse por todos los posiblemente afectados en un futuro, es una cosa; otra muy distinta es la situación que se presenta cuando se trata de sociedades abiertas, cuyas acciones están dispersas entre cientos de personas ajenas a la administración. ¿Qué hacer entonces? La respuesta es bastante clara: una planificación fiscal agresiva puede llevar a cuestionamientos, también, de tipo corporativo y esto se percibe por muchas personas como una desventaja inherente a las sociedades abiertas, es decir, la necesidad de ser “fiscalmente conservador” y por ende, en no pocos casos, menos competitivo en el mercado.

Lógicamente, la solución sería que la SAT propiciara un “cambio de cultura tributaria”, en la que todos, o la gran mayoría de los contribuyentes, compitieran en eficiencia empresarial y no en el plano de la “planificación fiscal”. Lo que se requiere es de un estado de cosas en que las reglas de tributación y, sobre todo, los criterios de su aplicación e interpretación, vayan quedando claros para autoridades y contribuyentes. En la medida en que las empresas guatemaltecas sigan percibiendo que el “grado de agresividad en la planificación fiscal” es un factor de competitividad en el mercado, preferirán no abrir sus capitales porque, como indico arriba, esa agresividad sólo es aceptable para un accionista cuando ha podido deliberar sobre el asunto y ha decidido asumir los riesgos del caso. En las sociedades abiertas, esto sería prácticamente imposible.

Cultura de empresa familiar o de círculo de confianza.

Algunos opinan que la cultura de empresa familiar o de accionistas que pertenecen a un cierto círculo cerrado de confianza, es el principal factor a vencer, por así decirlo, para que se abran los capitales de las empresas guatemaltecas. Yo creo que no. Esta cultura, que efectivamente existe, es la consecuencia, no la causa, de que muchas de las sociedades mercantiles guatemaltecas que tendrían la talla y la sofisticación para abrir sus capitales, decidan permanecer cerradas. En efecto, el fenómeno de asociación masiva, o por lo menos, abierta, supone la sustitución de la confianza que deriva de la “relación de intimidad”, por la confianza que surge de la existencia de reglas, en relación con las cuales se tiene una firme expectativa de cumplimiento, de manera razonable y estable por todos los involucrados. Esto opera de la misma forma a todos los niveles y, al de los negocios, también.

Dicho de otra forma, los fenómenos asociativos abiertos, con lo que me refiero a aquellos en los que cualquiera puede hacerse miembro del grupo, sin la anuencia previa del mismo, sino que cumpliendo ciertas condiciones objetivas claramente definidas —como por ejemplo pagar el precio de la acción—, descansan en la expectativa de que las reglas o normas que rigen el funcionamiento de la sociedad, la asociación, el partido, etcétera, serán cumplidas de manera estable y predecible. Es imposible pensar en una sociedad mercantil de capital abierto en la que el elemento asociativo clave siga siendo la “confianza o amistad” existente entre sus socios.

Por consiguiente, las sociedades mercantiles guatemaltecas son predominantemente familiares o de círculos de confianza cerrados, como consecuencia de que en nuestra jurisdicción no es posible forjarse expectativas suficientemente concretas y predecibles, sobre la aplicación de las reglas que rigen el funcionamiento de la sociedad. En defecto de eso, se ha hecho necesario recurrir a la confianza personal, derivada, a veces, de los lazos familiares, a veces, de los de amistad o de conocimiento personal. Si bien podría ser verdad que el empresario guatemalteco es de “mentalidad cerrada”, esto se debe a que no tiene en el sistema legal e institucional de su país un marco de certeza y estabilidad que convierta sus expectativas en algo predecible y razonable. Para cambiar esa mentalidad, debemos ser capaces de generar un marco jurídico serio y consistente.

La ética en los negocios.

Este es un aspecto de especial importancia en al generación de confianza, ya que cualquier persona medianamente informada sabe que, cuando son muchos los integrantes de un sistema (el mercado de valores, por ejemplo) que están empeñados en hacer ganancias, violando las reglas y, por lo tanto, a costa de otros, el sistema completo, tarde o temprano, tenderá al colapso. Dicho de otra forma, la existencia de una certeza razonable de que los infractores: (i) serán pillados por lo general por los funcionarios encargados de la fiscalización; (ii) serán procesados por esas infracciones ante los funcionarios competentes; y (iii) de ser encontrados culpables, serán sancionados en proporción a sus infracciones, es indispensable para que surja la confianza en dicho sistema; pero si no existiera un sustrato básico de decencia para hacer negocios; si la comunidad de negocios no está dispuesta a reprochar con hechos cualquier comportamiento falto de ética por parte de sus miembros, difícilmente podría desarrollarse cualquier mercado. Es algo parecido a esa idea de “*fair play*”, por la cual tanto el público como los propios compañeros condenan el comportamiento indecoroso, carente de transparencia o falto de buena fe de cualquier competidor.

Simplemente, hay ciertas cosas que no son “ilegales”, pero deben ser reprochadas con hechos y actitudes claras por la comunidad o el conglomerado en el que se desenvuelve el “jugador rudo” o inescrupuloso.

Perspectivas y reflexiones finales.

El horizonte, sin embargo, no es gris. La sociedad guatemalteca ya está consciente de que todas las actividades que diariamente emprende o realiza, requieren de un marco institucional y legal sólido, que actualmente está de moda describir en términos de un “Estado de derecho”. La pregunta, pues, ya no es el “qué hacer” sino el “cómo hacerlo”. Cuando algunos piensan en términos, por ejemplo, de incentivos fiscales para que despegue el mercado de capitales, lo que están realmente diciendo es que, tal vez si se redujera el costo de la inestabilidad e inseguridad jurídicas, más inversores y más emisores, acudirían al mercado. Es muy probable que así ocurriera. Sin embargo, la solución de fondo está en la generación de la confianza necesaria para que el nivel de actividad sea cada vez mayor y eso requiere de mucho más que otro incentivo fiscal. Los administradores de BVN han sido conscientes de todo esto desde hace tiempo y, como consecuencia de ello, han procurado desarrollar alternativas que, por así decirlo, puedan suplir ciertas deficiencias del entorno, como también han procurado mejorar todas las tareas que son parte de su responsabilidad. Lógicamente, sin embargo, el cambio de fondo que se necesita, es a un nivel más general.

Eduardo Mayora Alvarado
Guatemala 20 de Febrero de 2004 © .