



REPUBLICA ARGENTINA

# DIARIO DE SESIONES

## CAMARA DE DIPUTADOS DE LA NACION

6ª REUNION — 2ª SESION ORDINARIA — MAYO 22 DE 1991

Presidencia de los señores diputados Alberto Reinaldo Pierri,  
Augusto José María Alasino y Jorge Reinaldo Vanossi

Secretarios: doctores Esther H. Pereyra Arandía de Pérez Pardo,  
Alberto Edgardo Balestrini y Ariel Puebla

Prosecretarios: doctores Juan Estrada y Enrique Horacio Picado  
y señor Juan Carlos Stavale

### DIPUTADOS PRESENTES:

ADAMO, Carlos  
AGUADO, Jorge Rubén  
ALASINO, Augusto José María  
ALBAMONTE, Alberto Gustavo  
ALENDE, Oscar Eduardo  
ALESSANDRO, Julio Darío  
ALSOGARAY, Alvaro Carlos  
ALTERACH, Miguel Ángel  
ALVAREZ, Carlos Alberto  
ALVAREZ, Héctor Claudio  
ALVAREZ ECHAGUE, Raúl Ángel  
ANTELO, José María  
ARAMOUNI, Alberto  
ARANDA, Saturnino Dantti  
ARCIENAGA, Normando  
ARMAGNAGUE, Juan Fernando  
AVELÍN, Alfredo  
AVILA, Mario Efraín  
AVILA GALLO, Exequiel José B.  
BADRAN, Julio  
BAGLINI, Raúl Eduardo  
BALL LIMA, Guillermo Alberto  
BARBEITO, Juan Carlos  
BASSANI, Ángel Marcelo  
BERHONGARAY, Antonio Tomás  
BLANCO, Oscar Alberto  
BORDA, Osvaldo  
BORDIN CAROSIO, Hugo Antonio  
BREST, Diego Francisco  
BRITOS, Rolando Roque  
BROOK, Mario Carlos  
BRUNATI, Luis Pedro  
BUDINO, Eduardo Horacio  
CABRERA, Gerardo  
CAFIERO, Juan Pablo  
CALLEJA, Ovidio Amílcar  
CAMANO, Dante Alberto  
CAMANO, Graciela  
CANATA, José Domingo  
CAPUTO, Dante Mario  
CARDO, Manuel  
CARRERAS, Portirio Mario  
CARRIZO, Raúl Alfonso Corpus  
CARRIZO, Víctor Eduardo  
CASARI de ALARCIA, María Leonor  
CASSIA, Antonio

A-22-01  
B-01-03  
A-08-01  
A-02-03  
B-01-14  
A-01-04  
A-02-03  
B-14-01  
B-02-04  
B-14-01  
A-01-01  
A-21-06  
A-01-09  
A-21-01  
A-17-01  
A-13-02  
B-19-18  
A-22-02  
A-24-19  
A-04-01  
B-13-02  
A-01-01  
A-18-01  
B-01-02  
B-11-02  
B-01-01  
B-01-01  
B-13-01  
A-05-02  
A-21-01  
B-04-02  
B-01-04  
A-01-01  
B-21-01  
B-01-04  
B-21-01  
B-01-01  
B-01-01  
B-02-02  
B-02-02  
A-07-01  
B-21-02  
A-04-02  
A-20-01  
B-04-01  
A-13-01

CAVALLARI, Juan José  
CAVIGLIA, Franco Agustín  
CLÉRICI, Federico  
CORCHUELO BLASCO, José Manuel  
CORTESE, Lorenzo Juan  
COSSOS PÉREZ, Juan Nicolás  
CRAMARO, Hugo Arnaldo  
CRUCHAGA, Melchor René  
CRUZ, Roberto Aníbal  
CURI, Oscar Horacio  
CURTO, Hugo Omar  
DALESIO de VIOLA, Adelina Inés  
DALMAU, Héctor Horacio  
D'AMBROSIO, Ángel Mario  
DE MARTINO, Víctor Amador  
DÍAZ LOZANO, Julio César  
DOMÍNGUEZ, Jorge Manuel R.  
DURANONA y VEDIA, Francisco de  
DUSSOL, Ramón Adolfo  
ECHEVARRÍA, Luis María  
ELÍAS, Ángel Mario  
ENDEIZA, Eduardo Aníbal  
ESPECHE, Alberto Luis  
ESTÉVEZ BOERO, Guillermo Emilio  
FELGUERAS, Ricardo Ernesto  
FERNÁNDEZ, Roberto Carlos  
FERNÁNDEZ, Roberto Enrique  
FERRADÁS, Miguel Enrique  
FERREYRA, Eduardo Mario  
FESCINA, Andrés Julián  
FIGUEROA, Pedro Octavio  
FLORES, Rafael Horacio  
FOLLONI, Jorge Oscar  
FONTELA, Moisés Eduardo  
FORMOSA, Salvador Cayetano  
GARAY, Nicolás Alfredo  
GARCIA, Pedro Alberto  
GARCÍA, Roberto Juan  
GATTI, Héctor Ángel  
GENTILE, Jorge Horacio  
GERMANO, Alberto Raúl  
GÓMEZ, Roque Julio César  
GÓMEZ MIRANDA, María Florentina  
GONZÁLEZ, Alberto Ignacio  
GONZÁLEZ, Eduardo Aquiles  
GONZÁLEZ, Luis Mario  
GONZÁLEZ, Oscar Félix  
GONZÁLEZ GASS, Gabriela Marta

B-01-02  
A-01-04  
B-01-03  
B-07-01  
A-04-02  
B-22-02  
B-22-01  
A-01-02  
A-01-01  
A-13-02  
A-01-01  
B-02-03  
A-14-01  
A-21-02  
B-01-02  
B-24-01  
A-02-01  
A-01-03  
B-06-02  
B-01-01  
B-21-02  
B-18-01  
B-17-02  
A-21-26  
A-11-02  
B-01-01  
B-01-01  
B-03-01  
B-08-07  
B-02-13  
B-10-11  
B-20-01  
A-17-15  
B-01-04  
A-09-01  
B-05-10  
B-01-14  
A-02-01  
B-01-03  
B-04-05  
B-24-08  
B-08-07  
A-02-02  
B-13-20  
A-01-05  
B-21-02  
B-04-01  
B-02-02

GUERRERO, Antonio Isaac  
 GUZMAN, Maria Cristina  
 HERNANDEZ, Santos Abel  
 HERRERA, Luis Fernando  
 IBARRIA, José María  
 IGLESIAS, Evaristo Constantino  
 IRIBARNE, Alberto Juan Bautista  
 JALIL, Luis Julián  
 JAROSLAVSKY, César  
 KOHAN, Eduardo Marcelo  
 KRAEMER, Bernhard  
 LAMBERTO, Oscar Santiago  
 LARRABURU, Dámaso  
 LÁZARA, Simón Alberto  
 LIBONATI, Antonio César  
 LIZURUME, José Luis  
 LÓPEZ, Jorge Antonio  
 LÓPEZ, José Remigio  
 LÓPEZ ARIAS, Marcelo Eduardo  
 LÓPEZ DE ZAVALÍA, Fernando Justo  
 MANRIQUE, Luis Alberto  
 MANZANO, José Luis  
 MARCÓ, Jorge Raúl  
 MARELLI, Mabel G. de  
 MARTÍN de DE NARDO, Marta  
 MARTÍNEZ, Gabriel Adolfo  
 MARTÍNEZ, Luis Alberto  
 MARTÍNEZ MÁRQUEZ, Miguel José  
 MARTÍNEZ RAYMONDA, Rafael  
 MENDEZ DOYLE de BARRIO, María Luisa  
 MERINO, Eubaldo  
 MONTEVERDE, Carlos Roberto  
 MORALES, Eugenio Isidro  
 MOSCA, Carlos Miguel Ángel  
 MOTTA, José Carlos  
 MUGNOLO, Francisco Miguel  
 NACUL, Miguel Camel  
 NATALE, Alberto Adolfo  
 NERI, Aldo Carlos  
 ORGAZ, Alfredo  
 ORIETA, Gaspar Baltazar  
 ORTIZ PELLEGRINI, Miguel Ángel  
 PAMPURO, José Juan Bautista  
 PARENTE, Rodolfo Miguel  
 PARRA, Luis Ambrosio  
 PARRILLI, Oscar Isidro José  
 PASCUAL, Rafael Manuel  
 PAZ, Fernando Enrique  
 PEPE, Lorenzo Antonio  
 PIERRI, Alberto Reinaldo  
 POLO, Miguel Ángel  
 PROFILI, Gerardo Pedro  
 PRONE, Alberto Josué  
 PUERTA, Federico Ramón  
 PURICELLI, Arturo Antonio  
 QUARRACINO, Matilde  
 QUEZADA, Rodolfo Héctor  
 RAIMUNDI, Carlos Alberto  
 RAMOS, Daniel Omar  
 RAMOS, José Carlos  
 RAUBER, Cleto  
 REINALDO, Aníbal  
 RODRÍGUEZ, Jesús  
 RODRÍGUEZ, Jorge Alberto  
 RODRÍGUEZ, Raúl Eduardo  
 ROGGERO, Humberto Jesús  
 ROMERO, Carlos Alberto  
 ROMERO, Julio  
 ROMERO, Roberto  
 ROSSO, Carlos José  
 ROY, Irma  
 RUIZ, Ángel Rafael  
 SAADI, Luis Alberto  
 SABIO, Juan Carlos  
 SACKS, Bernardo Rodolfo  
 SALDUNA, Bernardo Ignacio Ramón  
 SAMID, Manuel Julio  
 SEGUI, Héctor Miguel  
 SILVA, Roberto Pascual  
 SOCCHI, Hugo Alberto  
 SORIA, Carlos Ernesto

B-24-01  
 A-10-11  
 B-01-01  
 B-02-03  
 A-01-03  
 B-01-02  
 B-02-01  
 B-15-12  
 A-08-02  
 A-01-01  
 A-20-02  
 B-21-01  
 A-01-01  
 A-02-25  
 A-01-01  
 B-07-02  
 B-13-01  
 A-01-01  
 B-17-01  
 B-24-08  
 A-19-01  
 A-13-01  
 B-08-02  
 B-14-02  
 B-09-07  
 A-17-02  
 B-19-01  
 A-04-02  
 B-02-06  
 A-22-02  
 A-01-01  
 B-02-01  
 A-06-01  
 A-01-02  
 A-13-01  
 A-01-02  
 A-24-01  
 B-21-05  
 A-02-02  
 A-04-02  
 A-22-01  
 B-04-02  
 A-01-01  
 B-03-12  
 A-21-31  
 B-15-01  
 A-02-02  
 A-10-01  
 A-01-01  
 B-01-01  
 A-09-22  
 B-13-02  
 B-04-02  
 A-14-01  
 B-20-01  
 A-01-09  
 B-15-02  
 B-01-02  
 A-01-02  
 A-08-04  
 A-14-02  
 A-21-02  
 A-02-02  
 B-11-01  
 B-23-07  
 A-04-01  
 A-12-01  
 A-05-01  
 A-17-01  
 A-15-12  
 A-01-01  
 B-18-01  
 B-03-01  
 B-01-24  
 B-21-01  
 A-08-02  
 B-01-01  
 B-19-02  
 A-21-02  
 A-01-02  
 A-16-01

STORANI, Conrado Hugo  
 SUAREZ, Juan Carlos  
 SUREDA, Ángela Gerónima  
 TACTA de ROMERO, Emma Andrea  
 TAPARELLI, Juan Carlos  
 TELLC ROSAS, Guillermo Enrique  
 TOMA, Miguel Ángel  
 TOMASELLA CIMA, Carlos Lorenzo  
 ULLOA, Roberto Augusto  
 URIONDO, Luis Enrique Ramón  
 VALLEJOS, Enrique Horacio  
 VANOSSI, Jorge Reinaldo  
 VARELA CID, Eduardo  
 VARGAS AIGNASSE, Rodolfo Marco  
 VENESIA, Gualberto Edgardo  
 ZAMBIANCHI, Carlos  
 ZAMORA, Federico  
 ZARACHO, Evelio Argentino  
 ZAVALEY, Jorge Hernán

B-04-02  
 A-11-01  
 B-20-02  
 B-05-01  
 A-21-01  
 A-02-02  
 B-02-01  
 A-05-10  
 B-17-15  
 B-22-01  
 A-21-01  
 B-02-02  
 A-04-01  
 A-24-01  
 B-21-01  
 B-09-02  
 B-01-93  
 B-01-01  
 A-07-02

#### AUSENTES, EN MISIÓN OFICIAL:

MATZKIN, Jorge Rubén  
 SIRACUSANO, Héctor

B-11-01  
 A-02-03

#### AUSENTES, CON LICENCIA:

AYALA, Juan Carlos  
 BAYLAC, Juan Pablo  
 BELTRAN, Carlos Roberto  
 BERICUA, Jorge  
 BISCOTTI, Victorio Osvaldo  
 BOTECLA, Oroslía Inés  
 CASAS, David Jorge  
 CASTILLO, José Luis  
 CASTILLO, Oscar Aníbal  
 CRUZ, Washington Jesús  
 DOMÍNGUEZ, Roberto Rubén  
 FERREYRA, Benito Orlando  
 FREYTES, Carlos Guido  
 FURQUE, José Alberto  
 GARCÍA CUEVA, Ignacio Santiago  
 MACHICOTE, Jorge Raúl  
 MAGGI, Juan Alberto  
 MARTÍNEZ GARBINO, Jaime Gustavo  
 MONJARDIN de MASCI, Ruth  
 OSOVNIKAR, Luis Eduardo  
 RIUTORT, Olga Elena  
 SALUSO, Horacio Ramón  
 SALVADOR, Daniel Marcelo  
 VILLEGAS, Juan Orlando  
 ZAMORA, Luis Fernando

B-06-01  
 B-01-02  
 B-06-01  
 B-23-02  
 B-01-02  
 A-02-01  
 A-10-01  
 A-01-01  
 B-03-02  
 B-10-01  
 B-16-01  
 A-24-02  
 A-07-01  
 A-03-02  
 B-01-03  
 B-12-01  
 B-01-01  
 B-03-01  
 A-01-13  
 A-15-02  
 A-19-01  
 B-04-01  
 B-01-02  
 A-18-02  
 B-01-21

#### AUSENTES, CON AVISO:

ABDALA, Germán Darío  
 ADAIME, Felipe Teófilo  
 AGUNDEZ, Jorge Alfredo  
 ALVAREZ GUERRERO, Osvaldo  
 ARGANARÁS, Herálio Andrés  
 BALANDA, Mariano Pedro  
 BALESTRINI, Miguel Alberto  
 BREARD, Noel Eugenio  
 CÁMERA, Roberto Hugo  
 CANTOR, Rubén  
 CAPELLERI, Pascual  
 DI CAPRIO, Marcos Antonio  
 DUMÓN, José Gabriel  
 FERNÁNDEZ, Aníbal  
 FIGUERAS, Ernesto Juan  
 HERNÁNDEZ, Santiago Antonio  
 HERRERA, Bernardo Eligio  
 LENCINA, Luis Ascensión  
 MACHADO, Oscar Alfredo  
 MOURE, Juan Manuel  
 PACCE, Daniel Victorio  
 PETELL, Juan Carlos  
 PUGLIESE, Juan Carlos

B-02-04  
 A-05-16  
 B-18-02  
 A-16-02  
 A-04-02  
 A-14-02  
 B-04-01  
 B-05-02  
 A-19-17  
 A-06-02  
 A-01-02  
 A-01-02  
 B-06-02  
 B-01-02  
 A-16-23  
 A-12-01  
 A-24-02  
 B-16-02  
 B-01-02  
 A-06-01  
 A-09-02  
 A-01-02

**RODRIGO, Osvaldo** A-01-02  
**ROSALES, Carlos Eduardo** A-03-01  
**SODERO NIEVAS, Victor Hugo** B-16-01  
**SORIA ARCH, José María** B-01-02  
**STORANI, Federico Teobaldo M.** A-01-02

**TAVANO, Juan Bruno** B-01-01  
**VALERGA, Carlos María** A-01-02  
**VEGA ACIAR, José Omar** A-12-02  
**YOMA, Jorge Raúl** B-12-01  
**YOUNG, Jorge Eduardo** A-01-02

**Nota:** Se consigna respecto de cada señor diputado una indicación destinada a informar sobre la fecha de terminación de su *mandato*, el *distrito electoral* que representa y el *bloque parlamentario* al cual pertenece. Las letras A y B corresponden respectivamente a los mandatos que concluyen el 9 de diciembre de 1991 y el 9 de diciembre de 1993; el número que sigue indica el distrito electoral respectivo, conforme a la equivalencia que se registra a continuación, y el número que figura en último término designa al bloque parlamentario, conforme a la equivalencia que aparece también a continuación.

**Distritos electorales:** 01, Buenos Aires, 02, Capital Federal; 03, Catamarca; 04, Córdoba; 05, Corrientes; 06, Chaco; 07, Chubut; 08, Entre Ríos; 09, Formosa; 10, Jujuy; 11, La Pampa; 12, La Rioja; 13, Mendoza; 14, Misiones; 15, Neuquén; 16, Río Negro; 17, Salta; 18, San Luis; 19, San Juan; 20,

Santa Cruz; 21, Santa Fe; 22, Santiago del Estero; 23, Tierra del Fuego; 24, Tucumán.

**Bloques parlamentarios:** 01, Justicialista; 02, Unión Cívica Radical; 03, Unión del Centro Democrático; 04, Movimiento Peronista; 05, de la Democracia Cristiana; 06, Demócrata Progresista; 07, Afirmación Peronista; 08, Fuerza Republicana; 09, Partido Democracia Popular; 10, Liberal de Corrientes; 11, Movimiento Popular Jujeno; 12, Movimiento Popular Neuquino; 13, Partido Federal-C.F.I.; 14, Partido Intransigente; 15, Partido Renovador de Salta; 16, Autonomista de Corrientes; 17, Bloquista de San Juan; 18, Cruzada Renovadora; 19, Defensa Provincial Bandera Blanca; 20, Demócrata de Mendoza; 21, Movimiento al Socialismo-Izquierda Unida; 22, Movimiento de Integración y Desarrollo; 23, Partido Provincial Rionegrino; 24, Partido Blanco de los Jubilados; 25, Partido Socialista Unificado; 26, Unidad Socialista.

## SUMARIO

1. Izamiento de la bandera nacional. (Pág. 283.)
2. Diario de Sesiones. (Pág. 283.)
3. Asuntos entrados. Resolución respecto de los asuntos que requieren pronunciamiento inmediato del cuerpo. (Pág. 283.)
4. Licencias para faltar a sesiones de la Honorable Cámara. (Pág. 284.)
5. Homenajes:
  - I. A la memoria del ex diputado nacional doctor **Rodolfo Tecera del Franco**. (Pág. 284.)
  - II. A la memoria del ex diputado nacional doctor **Osvaldo Raúl Sarli**. (Pág. 286.)
  - III. A la memoria de la señora **María Eva Duarte de Perón**. (Pág. 286.)
  - IV. A la memoria del ex primer ministro de la India, **Rajiv Gandhi**. (Pág. 287.)
6. Cuestión de privilegio planteada por el señor diputado **Avila Gallo** con motivo de una resolución adoptada por la Subsecretaría de Industria y Comercio mediante la que se autoriza la importación de azúcar y solicitud del mismo señor diputado de que se difiera el pronunciamiento de la Honorable Cámara sobre la cuestión planteada. (Pág. 288.)
7. Cuestión de privilegio planteada por el señor diputado **Ferradás** con motivo de expresiones contenidas

en un proyecto de declaración de la señora diputada **Quarracino** y otros señores diputados. A solicitud de la Presidencia, el autor de la cuestión acepta que se difiera el pronunciamiento de la Honorable Cámara sobre su carácter preferente. (Pág. 289.)

8. Cuestión de privilegio planteada por el señor diputado **Zamora (F.)** con motivo de expresiones atribuidas al señor diputado **Ferradás** y solicitud del mismo señor diputado de que se difiera el pronunciamiento de la Honorable Cámara sobre la cuestión planteada. (Pág. 290.)
9. Cuestión de privilegio planteada por la señora diputada **Quarracino** con motivo de expresiones atribuidas al señor diputado **Ferradás**, y solicitud de la misma señora diputada de que se difiera el pronunciamiento de la Honorable Cámara sobre la cuestión planteada. (Pág. 291.)
10. Cuestión de privilegio planteada por el señor diputado **Saadi** con motivo de actitudes que se le atribuyeran a raíz de su presencia en una conferencia de prensa realizada en la provincia de Catamarca. Con el consentimiento del autor de la cuestión, queda diferido el respectivo pronunciamiento de la Honorable Cámara. (Pág. 291.)
11. Plan de labor de la Honorable Cámara. (Pág. 292.)
12. Proposición de la Presidencia de que se difiera la instancia destinada a pedidos de informes o de pronto despacho, consultas y mociones de preferencia o de tratamiento sobre tablas, a efectos de que la Honorable Cámara pase a considerar de inmediato los asuntos incluidos en el plan de labor. Se aprueba. (Pág. 296.)

- XXV. Dictamen de la Comisión de Previsión y Seguridad Social en el proyecto de declaración del señor diputado Avila Gallo por el que se solicita al Poder Ejecutivo la adopción de medidas para solucionar la situación de los jubilados y pensionados de la provincia de Tucumán (5.877-D-90). (Pág. 415.)**
- XXVI. Dictamen de la Comisión de Previsión y Seguridad Social en el proyecto de resolución del señor diputado Lázara por el que se solicitan al Poder Ejecutivo informes relacionados con resoluciones conjuntas de los ministerios de Trabajo y Seguridad Social y de Salud y Acción Social por las que se dispuso un plan de facilidades de pago para deudas que mantienen empleadores con el régimen nacional de jubilaciones y pensiones (5.932-D-90). (Pág. 416.)**
- XXVII. Dictamen de la Comisión de Previsión y Seguridad Social, recuado en un proyecto de resolución del señor diputado Vanossi (5.803-D-90), mediante el que se aconseja la sanción de un proyecto de resolución por el que se requieren al Poder Ejecutivo informes sobre la razón por la cual el profesor Desiderio Papp no ha obtenido su beneficio jubilatorio, y de un proyecto de declaración por el que se solicita el arbitrio de las medidas necesarias para conceder dicha jubilación. (Pág. 417.)**
- XXVIII. Dictamen de la Comisión de Comunicaciones en el proyecto de resolución del señor diputado Paz y otros por el que se solicita al Poder Ejecutivo la adopción de medidas para dar urgente solución a la problemática de los municipios del interior del país que se encuentran retransmitiendo señales de televisión en forma precaria (6.480-D-90). (Sancionado como declaración.) (Pág. 419.)**
- XXIX. Dictamen de la Comisión de Transportes en el proyecto de declaración del señor diputado González (L. M.) por el que se solicita al Poder Ejecutivo la construcción de plataformas de ensanche sobre la ruta nacional 19, en la localidad de San Carlos Norte, provincia de Santa Fe (3.710-D-90). (Pág. 420.)**
- XXX. Dictamen de la Comisión de Transportes en el proyecto de resolución de los señores diputados González (L. M.) y Parente por el que se solicita al Poder Ejecutivo la constitución de una garantía patrimonial suficiente para afrontar eventuales daños y perjuicios que se pudieran derivar para el Estado, por parte de funcionarios responsables de los otorgamien-**

tos de los llamados peajes por medio del decreto 2.039/90 (5.526-D-90). (Sancionado como declaración.) (Pág. 421.)

- XXXI. Dictamen de la Comisión de Transportes en el proyecto de resolución del señor diputado Mosca por el que se solicita al Poder Ejecutivo la rehabilitación de una parada de autotransporte público de pasajeros con destino al interior del país en el aeropuerto Jorge Newbery de la ciudad de Buenos Aires (5.791-D-90). (Sancionado como declaración.) (Página 422.)**
- XXXII. Dictamen de la Comisión de Energía y Combustibles, recaído en los proyectos de resolución de los señores diputados Natale y otros (5.530-D-90) y Ortiz Pellegrini y Baylac (5.181 y 5.331-D-90), por el que se solicita al Poder Ejecutivo la anulación del nuevo cuerpo normativo de Gas del Estado que implementa el sistema de distribución domiciliaria de gas denominado 4 bar. Se sanciona un proyecto de declaración. (Pág. 423.)**
- XXXIII. Pronunciamiento de la Honorable Cámara sobre los dictámenes a los que se refieren los números 43 - II a 43 - XXXII de este sumario. Se sancionan. (Página 427.)**
- 44. Consideración de los dictámenes de las comisiones de Economía, de Legislación General, de Finanzas y de Presupuesto y Hacienda en los proyectos de ley de los señores diputados Domínguez (J. M. R.) y otros (4.165-D-90), Ibarbia (4.335-D-90) y Natale (5.405-D-90), por los que se modifica la ley 23.576, de obligaciones negociables. (Página 427.)**
- 45. Apéndice:**
- A. Sanciones de la Honorable Cámara. (Pág. 467.)**
  - B. Asuntos entrados:**
    - I. Comunicaciones del Honorable Senado. (Pág. 486.)**
    - II. Comunicaciones de la Presidencia. (Página 487.)**
    - III. Dictámenes de comisiones. (Pág. 487.)**
    - IV. Comunicaciones de comisiones. (Pág. 489.)**
    - V. Comunicaciones de señores diputados. (Página 490.)**
    - VI. Comunicaciones oficiales. (Pág. 490.)**
    - VII. Peticiones particulares. (Pág. 491.)**
    - VIII. Proyectos de ley. (Pág. 492.)**
    - IX. Proyectos de resolución. (Pág. 496.)**
    - X. Proyectos de declaración. (Pág. 499.)**
    - XI. Licencias. (Pág. 500.)**

—En Buenos Aires, a los veintidós días del mes de mayo de 1991, a la hora 15 y 50:

## IZAMIENTO DE LA BANDERA NACIONAL

Sr. Presidente (Pierri). — Con la presencia de 129 señores diputados queda abierta la sesión.

Invito al señor diputado por el distrito electoral de la provincia de Misiones don Cleo Rauber a izar la bandera nacional en el mástil del recinto.

—Puestos de pie los señores diputados y el público asistente a las galerías, el señor diputado don Cleo Rauber prosiga a izar la bandera nacional en el mástil del recinto. (Applausos.)

2

## DIARIO DE SESIONES

Sr. Presidente (Pierri). — Conforme a lo dispuesto en el artículo 149 del reglamento, corresponde considerar, a fin de que los señores diputados indiquen los errores que padeceran, si los tuvieran, los diarios de sesiones correspondientes a las reuniones celebradas por la Honorable Cámara los días 20 y 26 de septiembre de 1990, de cuya nómina se dará lectura por Secretaría.

Sr. Secretario (Estrada). — Los diarios de sesiones pendientes de aprobación son los que corresponden a las reuniones ordinarias de los días 20 y 26 de septiembre de 1990.

— Reunión 37a. (continuación de la 11a. sesión ordinaria, septiembre 20 de 1990).

— Reunión 38a. (sesión ordinaria en minoría especial, septiembre 26 de 1990).

— Reunión 39a. (continuación de la 11a. sesión ordinaria, septiembre 26 de 1990).

Sr. Presidente (Pierri). — Si no se formulan observaciones, se tendrá por aprobados los diarios de sesiones en consideración, se autenticarán y archivarán.

—No se formulan observaciones.

Sr. Presidente (Pierri). — Se procederá en consecuencia.

8

## ASUNTOS ENTRADOS

Sr. Presidente (Pierri). — Corresponde dar cuenta de los asuntos incluidos en el Boletín de Asuntos Entrados N° 2, que obra en poder de los señores diputados.

Conforme a lo resuelto por la Honorable Cámara, se prescindirá de la enunciación de dichos asuntos por Secretaría, sin perjuicio de su inclusión en el diario de sesiones, y se dará por aprobado su trámite a las respectivas comisiones.

Corresponde que la Honorable Cámara pase a resolver sobre los asuntos que requieren pronunciamiento inmediato del cuerpo, de los que se dará cuenta por Secretaría.

Sr. Secretario (Estrada). — El señor diputado Alvarez Guerrero solicita se lo autorice a introducir modificaciones en el proyecto de ley de que es coautor por el que se establece el régimen para el patrimonio genético silvestre y los recursos genéticos de la flora y fauna silvestre argentinos (expediente 57-D-91).

Sr. Presidente (Pierri). — Se va a votar.

— Resulta afirmativa.

Sr. Presidente (Pierri). — Queda autorizado el señor diputado por Rio Negro para introducir en el proyecto las modificaciones que solicita.

Sr. Secretario (Estrada). — El señor diputado Cantor eleva su renuncia como integrante de la Comisión de Recursos Naturales y Conservación del Ambiente Humano.

Sr. Presidente (Pierri). — Se va a votar.

— Resulta afirmativa.

Sr. Presidente (Pierri). — Queda aceptada la renuncia del señor Cantor.

Sr. Secretario (Estrada). — El señor diputado Bischoff eleva su renuncia a integrante de la Comisión de Recursos Naturales y Conservación del Ambiente Humano.

Sr. Presidente (Pierri). — Se va a votar.

— Resulta afirmativa.

Sr. Presidente (Pierri). — Queda autorizado el señor diputado por Buenos Aires para introducir en el proyecto las modificaciones solicitadas.

<sup>1</sup> Véase la enunciación de los asuntos entrados en el Apéndice. (Pág. 486.)

<sup>2</sup> Véase el texto de las modificaciones autorizadas por la Honorable Cámara en el Trámite Parlamentario N° 5, página 375.

<sup>3</sup> Véase el texto de las modificaciones autorizadas por la Honorable Cámara en el Trámite Parlamentario N° 6, página 512.

argente sobre distintos aspectos de la aplicación de la resolución interna 2.782 del 19 de octubre de 1990 de Gas del Estado.

Venimos ahora a ampliar ese proyecto dado los enormes perjuicios que su aplicación producirá al país. Ocuere, señor presidente, que la entrada en vigencia de este "nuevo ordenamiento" hará caducar todas las matriculas otorgadas por Gas del Estado, a los fabricantes, actualmente sometidos a su poder de policía. En términos simples, más de 14 fábricas, que dan trabajo a más de 1.000 obreros, deberán cerrar sus puertas por carecer de objeto a partir del 17 de abril de 1991; tampoco habrá en el país, a partir de esa fecha, ningún productor con capacidad para hacer los elementos industriales necesarios para la instalación de redes de gas; tenemos la sospecha —además— que se creará una "necesidad artificial" de importar tales elementos. El aumento de presión fijado por las nuevas normas no ofrece seguridad alguna, es más, disminuye su nivel en relación al actualmente vigente y resulta notoriamente más costoso. Por último, resulta llamativa esta "resolución interna" con profunda repercusión en la estructura industrial del sector, tenga por impulsor una gerencia comercial de la misma empresa Gas del Estado, con funcionarios sumariados y tecnología sugerida por Gaz de France y Sofregaz.

Una respuesta clara a nuestros interrogantes contribuirá a dar transparencia a un hecho sumamente grave, por sus repercusiones sociales y jurídicas.

*Miguel A. Ortiz Pellegrini. — Juan P. Baylac.*

### XXXIII

#### PRONUNCIAMIENTO

**Sr. Presidente (Pierri).** — Se va a votar si se aprueban los dictámenes cuya consideración conjunta acaba de disponer la Honorable Cámara.

— Resulta afirmativa.

**Sr. Presidente (Pierri).** — Quedan sancionados los respectivos proyectos de resolución o de declaración<sup>1</sup>.

Se harán las comunicaciones correspondientes.

44

#### LEY 23.576, DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES - MODIFICACIONES (Orden del Día Nº 1.230)

#### I

#### Dictamen de mayoría

#### Honorable Cámara:

Las comisiones de Economía, de Legislación General, de Finanzas y de Presupuesto y Hacienda, han

<sup>1</sup> Véase el texto de las sanciones en el Apéndice, a partir de la página 467.

considerado los proyectos de ley del señor diputado Domínguez (J. M. R.) y otros por el cual se sustituyen diversos artículos de la ley 23.576, de obligaciones negociables; del señor diputado Ibarbia por el que se reforma el régimen legal de las obligaciones negociables estatuido por la ley 23.576, y del señor diputado Natale por el que se incorpora el artículo 47 al régimen de la ley 23.576, de obligaciones negociables; y por las razones expuestas en el informe que se acompaña y las que dará el miembro informante, aconsejan la sanción del siguiente

#### PROYECTO DE LEY

#### *El Senado y Cámara de Diputados, etc.*

Artículo 1º — Se agrega el artículo 36 bis, y se sustituyen los artículos 1º, 3º, 4º, 7º, 8º, 10, 35, 36, 37, 38 y 46 de la ley 23.576 de obligaciones negociables por los siguientes:

Artículo 1º: Las sociedades por acciones, las cooperativas y las asociaciones civiles constituidas en el país, y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley de Sociedades Comerciales, pueden contrar empréstitos mediante la emisión de obligaciones negociables, conforme las disposiciones de la presente ley.

Se aplican las disposiciones de la presente ley en la forma que reglamente el Poder Ejecutivo, a las entidades del Estado nacional, de las provincias y de las municipalidades regidas por las leyes 13.653 (texto ordenado), 19.550 (texto ordenado en 1984) (artículos 308 a 314), 20.705 y por leyes convenios.

Artículo 3º: Pueden emitirse con garantía flotante, especial o común. La emisión cuyo privilegio no se limite a bienes inmuebles determinados se considerará realizada con garantía flotante. Será de aplicación lo dispuesto en los artículos 327 a 333 de la ley 19.550 (texto ordenado en 1984). Las garantías se constituyen por las manifestaciones que el emisor realice en las resoluciones que dispongan la emisión y deben inscribirse, cuando corresponda según su tipo, en los registros pertinentes.

La inscripción en dichos registros deberá ser acreditada ante el organismo de contralor con anterioridad al comienzo del período de colocación. La hipoteca se constituirá y cancelará por declaración unilateral de la emisora cuando no concorra un fiduciario en los términos del artículo 13, y no requiere de la aceptación por los acreedores. La cancelación sólo procederá si media certificación contable acerca de la amortización o rescate total de las obligaciones negociables garantizadas, o conformidad unánime de las obligacionistas. En el caso de obligaciones negociables con oferta pública, se requiere además la conformidad de la Comisión Nacional de Valores.

Pueden ser igualmente avaladas o garantizadas por cualquier otro medio. Pueden también ser garantizadas por entidades financieras comprendidas en la ley respectiva.

Artículo 4º: Las obligaciones negociables pueden emitirse con cláusulas de reajuste de capital conforme a pautas objetivas de estabilización, en tanto sean compatibles con lo prescrito en la ley 23.928, y otorgar un interés fijo o variable.

Es permitida la emisión en moneda extranjera. La suscripción, así como el cumplimiento de los servicios de renta y amortización, cuyos pagos podrán ser efectuados en plazas del exterior, deberán ajustarse en todos los casos a las condiciones de emisión.

La salida de las obligaciones negociables del país y su reingreso se podrá efectuar libremente.

El emisor de obligaciones denominadas y suscritas en moneda extranjera que obtenga divisas de sus exportaciones podrá imputar parte de ellas a la constitución de un fondo en el país o en el exterior, en los montos necesarios para atender los servicios de renta y amortización de dichas obligaciones negociables hasta los límites previstos en el artículo 36, inciso 4) de la presente ley.

El Banco Central de la República Argentina y la Comisión Nacional de Valores ejercerán la supervisión y control de los fondos constituidos de acuerdo a la opción incorporada en el párrafo anterior.

En el supuesto de que el Banco Central de la República Argentina limitase, total o parcialmente, el acceso al mercado de cambios, deberá establecer los mecanismos a fin de facilitar el cumplimiento de los servicios de renta y amortización de las obligaciones negociables denominadas y suscritas en moneda extranjera que hayan sido colocadas por oferta pública con autorización de la Comisión Nacional de Valores.

Artículo 7º: Los títulos deben contener:

- a) La denominación y domicilio de la emisora, fecha y lugar de constitución, duración y los datos de su inscripción en el Registro Público de Comercio u organismos correspondientes, en lo pertinente;
- b) El número de serie y de orden de cada título, y el valor nominal que representa;
- c) El monto del empréstito y moneda en que se emite;
- d) La naturaleza de la garantía;
- e) Las condiciones de conversión en su caso;
- f) Las condiciones de amortización;
- g) La fórmula de actualización del capital en su caso, tipo y época del pago de interés;
- h) Nombre y apellido o denominación del suscriptor, si son nominativos.

Deben ser firmados de conformidad con los artículos 212 de la ley 19.550 (t.o. en 1984) o 26 de la ley 20.337, tratándose de sociedades por acciones o cooperativas, respectivamente, y por el representante legal y un miembro del órgano de administración designado al efecto, si se trata de asociaciones civiles o sucursales de sociedades constituidas en el extranjero, según el caso. Cuando se

trate de obligaciones escriturales, los datos indicados en los puntos a) y h) de este artículo, deberán transcribirse en los comprobantes de apertura y constancias de saldo.

Artículo 8º: Las obligaciones negociables podrán ser representadas en títulos al portador o nominativos, endosables o no. Los cupones podrán ser, en todos los casos, al portador y deberán contener la numeración del título al cual pertenecen. También se podrán emitir obligaciones escriturales, conforme al artículo 31.

Artículo 10: En los casos de emisión de obligaciones negociables la emisora deberá elaborar un aviso que publicará en el Boletín Oficial por un (1) día, quedando constancia del contenido del mismo en el organismo de control respectivo, y se inscribirá en el Registro Público de Comercio con los siguientes datos:

- a) Fecha de las asambleas y reunión del órgano de administración en su caso, en que se haya decidido el empréstito y sus condiciones de emisión;
- b) La denominación de la emisora, domicilio, fecha y lugar de constitución, duración y los datos de su inscripción en el Registro Público de Comercio u organismo correspondiente;
- c) El objeto social y la actividad principal desarrollada a la época de la emisión;
- d) El capital social y el patrimonio neto de la emisora;
- e) El monto del empréstito y la moneda en que se emite;
- f) El monto de las obligaciones negociables o debentures emitidos con anterioridad, así como el de las deudas con privilegios o garantías que la emisora tenga contraídas al tiempo de la emisión;
- g) La naturaleza de la garantía;
- h) Las condiciones de amortización;
- i) La fórmula de actualización del capital en su caso, tipo y época del pago del interés;
- j) Si fuesen convertibles en acciones la fórmula de conversión, así como las de reajuste en los supuestos de los artículos 23 inciso b), 25 y 26 de la presente ley y la parte pertinente de las decisiones de los órganos de gobierno y de administración en su caso, referentes a la emisión.

Artículo 35: Están exentos del impuesto de sellos los actos, contratos y operaciones, incluyendo entregas o recepciones de dinero, relacionados a la emisión, suscripción, colocación y transferencia de las obligaciones negociables a las que se refiere la presente ley. Esta exención alcanza además a todo tipo de garantías personales o reales, constituidas a favor de los inversores o de terceros que garanticen la emisión, sean anteriores, simultáneos o posteriores a la misma.

Asimismo, estarán exentos del impuesto de sellos los aumentos de capital que correspondan por las emisiones de acciones a entregar por conversión de las obligaciones a que alude el párrafo precedente.

El Poder Ejecutivo invitará a las provincias a otorgar iguales exenciones en el ámbito de sus jurisdicciones.

Las franquicias anteriores sólo alcanzan a los actos y contratos y operaciones referidos.

Artículo 36: Serán objeto del tratamiento impositivo establecido a continuación las obligaciones negociables previstas en la presente ley, siempre que se cumplan las siguientes condiciones y obligaciones:

1. Se trate de emisiones de obligaciones negociables que sean colocadas por oferta pública, contando para ello con la respectiva autorización de la Comisión Nacional de Valores.
2. La emisora garantice la aplicación de los fondos a obtener mediante la colocación de las obligaciones negociables, a inversiones en activos físicos situados en el país, integración de capital de trabajo en el país o refinanciación de pasivos a la integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la sociedad emisora cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados, según se haya establecido en la resolución que disponga la emisión, y dado a conocer al público inversor a través del prospecto.
3. La emisora deberá acreditar ante la Comisión Nacional de Valores, en el tiempo, forma y condiciones que ésta determine, que los fondos obtenidos fueron invertidos de acuerdo al plan aprobado.
4. El plazo mínimo de amortización total de las obligaciones no podrá ser inferior a dos (2) años. En el caso de emitirse con cláusula de amortización parcial deberán cumplirse las siguientes condiciones adicionales:

- a) La primera amortización no se efectuará hasta transcurridos seis (6) meses ni podrá ser superior al veinticinco por ciento (25 %) de la emisión;
- b) La segunda amortización no se efectuará hasta transcurridos doce (12) meses ni podrá ser superior al veinticinco por ciento (25 %) de la emisión;
- c) El total a amortizar dentro de los primeros dieciocho (18) meses no podrá exceder del setenta y cinco por ciento (75 %) del total de la emisión.

Los plazos mencionados en este inciso se contarán a partir de la fecha en que comience la colocación de las obligaciones negociables.

Quando la emisora sea una entidad financiera regida por la ley 21.526 y sus modificaciones, po-

drá además destinar dichos fondos al otorgamiento de préstamos a los que los prestatarios deberán dar el destino a que se refiere el inciso 2) del párrafo anterior, conforme las reglamentaciones que a ese efecto dicte el Banco Central de la República Argentina. En el mismo supuesto será la entidad financiera la que deberá acreditar el destino final de los fondos en la forma que determine la Comisión Nacional de Valores.

Artículo 36 Bis: El tratamiento impositivo a que se refiere el primer párrafo del artículo anterior será el siguiente:

1. Quedan exentos del impuesto al valor agregado las operaciones financieras y prestaciones relativas a la emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelaciones de las obligaciones negociables y sus garantías.
2. Las obligaciones negociables no se considerarán activos a los efectos de la liquidación del impuesto sobre los activos.
3. Los resultados provenientes de la compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición de obligaciones negociables quedan exentos del impuesto a las ganancias. Si se tratara de beneficiarios del exterior comprendidos en su título V, no regirá lo dispuesto en el artículo 21 de la misma ley, y en el artículo 104 de la ley 11.683 (texto ordenado en 1978).
4. Quedan exentos del impuesto a las ganancias los intereses, actualizaciones y ajuste de capital. Si se tratara de beneficiarios del exterior comprendidos en su título V, no regirá lo dispuesto en el artículo 21 de la misma ley, y en el artículo 104 de la ley 11.683 (texto ordenado en 1978).
5. La transferencia de obligaciones negociables creadas por la presente ley quedará exenta del impuesto sobre la transferencia de títulos valores siempre que la misma se efectúe en los mercados abierto y/o bursátil.

Igual tratamiento impositivo se aplicará a los títulos públicos.

A los fines de facilitar el acceso de las pequeñas y medianas empresas al presente régimen, la Comisión Nacional de Valores establecerá requisitos diferenciales por categorías definidas por la magnitud de la emisión y el tamaño de la empresa emisora. Cuando la emisora se ajuste a lo previsto en el artículo 13, la reglamentación podrá limitar las exigencias de intervención de la Comisión Nacional de Valores, sin perjuicio de mantener los beneficios del tratamiento fiscal establecido en el presente artículo.

Artículo 37: La entidad emisora podrá deducir en el impuesto a las ganancias en cada ejercicio la totalidad de intereses y actualizaciones devengados por la obtención de los fondos provenientes de la colocación de las obligaciones negociables que



cuenten con autorización de la Comisión Nacional de Valores para su oferta pública. Asimismo, serán deducibles los gastos y descuentos de emisión y colocación.

La Comisión Nacional de Valores declarará inaplicable este beneficio impositivo a toda solicitud de oferta pública de obligaciones negociables que por el efecto combinado entre sus descuentos de emisión y tasa de interés a pagar represente para la entidad emisora un costo financiero desproporcionado con relación al prevaleciente en el mercado para riesgos y plazos similares.

Artículo 38: Cuando la emisora no cumpla con las condiciones u obligaciones previstas en el artículo 36, y sin perjuicio de las sanciones que pudieren corresponder de acuerdo con la ley 11.683 (texto ordenado 1978 y sus modificaciones), caerán los beneficios resultantes del tratamiento impositivo previsto en esta ley y la emisora será responsable del pago de los impuestos que hubieran correspondido al inversor. En este caso deberá tributar:

- a) En concepto de impuesto a las ganancias; la tasa máxima prevista en el artículo 90 de la ley respectiva sobre el total de las rentas devengadas en favor de los inversores;
- b) En concepto de impuesto a los activos: la tasa prevista en el artículo 10 de la ley 23.760 y sus modificaciones sobre el monto de las obligaciones negociables emitidas actualizado al cierre de cada ejercicio hasta el vencimiento del plazo establecido para los reintegros.

En ambos casos los impuestos se abonarán con sus correspondientes actualizaciones e intereses con carácter de pagos únicos y definitivos, facultándose a la Dirección General Impositiva a establecer la forma, plazos y condiciones de ingreso.

Artículo 46: Modifícase el inciso c) del artículo 35 de la disposición de facto 20.091, el que queda redactado de la siguiente manera:

- c) Obligaciones negociables que tengan oferta pública autorizada emitidas por sociedades acciones, cooperativas y asociaciones civiles constituidas en el país, o las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley de Sociedades Comerciales, y en debentures, en ambos casos con garantía especial o flotante en primer grado sobre bienes radicados en el país.

Art. 2º — Se derogan los artículos 39, 40 y 42 de la ley 23.576, de obligaciones negociables.

Art. 3º — Las bolsas de comercio del interior del país que cuenten con mercado de valores adherido quedan facultadas para recibir las solicitudes de autorización de oferta pública de obligaciones negociables que deseen efectuar las personas jurídicas domiciliadas en su región.

Las solicitudes serán remitidas a la Comisión Nacional de Valores previo informe de la bolsa interviniente donde conste que se encuentra reunida la totalidad de los requisitos exigidos.

Las bolsas de comercio sin mercado de valores adherido gozarán también de esta facultad, pero deberán apoyar su informe con la opinión profesional de matriculados en los consejos profesionales de su zona.

Art. 4º — Se modifica la Ley de Impuesto a las Ganancias, texto ordenado en 1986 y sus modificaciones, de la forma que se indica a continuación:

1. Sustitúyese el punto 7 del inciso a) del artículo 95, por el siguiente:

7: Acciones, cuotas y participaciones sociales incluidas las cuotas partes de fondos comunes de inversión; obligacoines negociables emitidas de conformidad a lo establecido por el artículo 36 de la ley 23.576 y sus modificaciones y títulos, letras, bonos y demás títulos valores emitidos por los Estados nacional, provinciales o municipales.

2. Sustitúyese en el inciso a) del artículo 97 la expresión "incisos h), k), t) y z)" por la expresión "incisos h), t) y z)".

3. Derógase el artículo 99.

Art. 5º — Se incorpora como último párrafo del artículo 3º del título I de la ley 23.760 y sus modificaciones:

Lo dispuesto en el párrafo anterior no será de aplicación para los títulos, letras, bonos y demás títulos valores emitidos por los Estados nacional, provinciales o municipales y las obligaciones negociables emitidas de conformidad a lo establecido en el artículo 36 de la ley 23.576 y sus modificaciones.

Art. 6º — Lo dispuesto en los artículos 4º y 5º tendrá efecto para los ejercicios fiscales cerrados a partir de la publicación de la presente ley.

Art. 7º — Comuníquese al Poder Ejecutivo.

Sala de las comisiones, 17 de abril de 1991.

Jorge M. R. Domínguez. — Osvaldo Alvarez Guerrero. — Marcelo E. López Arias. — Raúl E. Baglini. — Héctor Siracusano. — María C. Guzmán. — Antonio I. Guerrero. — Hugo A. Cramaro. — Rodolfo M. Vargas Aignasse. — Oscar A. Blanco. — Juan M. Moure. — Noel E. Breard. — Raúl A. Alvarez Echagüe. — Guillermo A. Ball Lima. — Diego F. Brest. — Ovidio A. Calleja. — David J. Casas. — Lorenzo J. Cortese. — Héctor H. Dalmau. — Julio C. Díaz Lozano. — Alberto L. Espeche. — Ernesto J. Figueras. — Jorge O. Folloni. — María F. Gómez Miranda. — Gabriela M. González Cass. — José M. Ibarbia. — Alberto J. B. Iribarne. — Dámaso Larraburu. — Antonio C. Libonati. — Jorge A. López. — Rafael Martínez Raimonda. — Eugenio

*I. Morales. — José C. Motta. — Aldo C. Neri. — Miguel A. Ortiz Pellegrini. — Luis A. Parra. — Alberto J. Prieto. — Daniel O. Ramos. — Humberto J. Roggero. — Carlos J. Rosso. — Héctor M. Seguí. — Roberto A. Ulloa.*

En disidencia parcial:

*Germán D. Abdala. — Guillermo E. Estévez Bocro. — Moisés E. Fontela. — José C. Ramos.*

En disidencia total:

*Luis F. Zamora.*

## INFORME

*Honorable Cámara:*

Esta comisión que presido, juntamente con las de Legislación General, de Finanzas y de Presupuesto y Hacienda han considerado los proyectos de ley modificatorios de la ley 23.576, de obligaciones negociables presentados por el suscrito y otros y por los diputados Ibarbia y Natale respectivamente.

Los fundamentos de dichos proyectos y el análisis exhaustivo realizado sobre los mismos, no hace necesario abundar en más detalles que los indicados en las iniciativas presentadas por lo que solicito su sanción.

*Jorge M. R. Domínguez.*

## FUNDAMENTOS

1

Señor presidente:

Es evidente la necesidad de producir un vigoroso crecimiento del mercado de títulos para sostener —por la captación de recursos del gran público— el financiamiento no inflacionario del crecimiento de la producción, y para permitir el acceso del país a los mercados internacionales de capitales, previo desarrollo de su mercado interno.

Las modificaciones a la legislación vigente que se proponen están dirigidos —precisamente— a procurar el arranque del mercado de títulos, más allá de toda diferencia sectorial, en relación a las obligaciones negociables procurando estimular la oferta y demanda de estos títulos de deuda.

Assumiendo el compromiso de producir los cambios mínimos necesarios para activar el volumen del mercado, por medio de estas propuestas aspiramos a lograr resultados viables y efectivos a corto plazo, que permitirán multiplicar el tamaño del mercado de títulos.

### Consideraciones generales

Las obligaciones negociables son instrumento de deuda emitidos por empresas y bancos con el fin de ob-

tener fondos en el mediano y largo plazo. De esta forma las compañías titularizan su endeudamiento, mediante un mecanismo de financiación muy eficaz, ya que permite elegir libremente los plazos, el ajuste de capital, los intereses y las garantías ofrecidas con el fin de captar un amplio espectro del ahorro nacional.

Para los potenciales inversores, las obligaciones negociables son una excelente alternativa de inversión, ya que permiten diversificar los riesgos, los retornos y la liquidez de las carteras de inversión que ya incluyen los bonos e instrumentos de crédito que existen actualmente en nuestro país.

Transcurrieron prácticamente cuatro años hasta que finalmente se sancionó la ley 23.576 de obligaciones negociables en 1988, siendo reglamentada por decreto 156/89 y por resoluciones de la Comisión Nacional de Valores 131/89 y 132/89, así como por la comunicación "A" 1.362/89 del Banco Central de la República Argentina, marco legal que regula la materia.

### Democratización del capital

Consecuencia directa de la titularización de activos es el proceso que se ha dado en llamar internacionalmente "democratización del capital", pues facilita y promueve la distribución amplia de la propiedad entre el público y asegura que por efecto de esa misma dilución, la propiedad de los negocios quede confinada a estructuras familiares o grandes concertaciones financiero-industriales.

De esta manera especialistas y doctrinarios coincidían, en ocasión de la sanción de la ley 23.576, que la oferta pública de las obligaciones negociables, entre otros efectos, sería antesala de la apertura del capital de las empresas familiares, pondría a disposición de los accionistas instrumentos de menor riesgo que las acciones que ya poseen, podrán mejorar la relación empresa-proveedor debido a un mejor aprovechamiento de la capacidad ociosa de financiamiento que posean y, eventualmente, convertir el título en medio pago.

El público inversor podrá evaluar la trayectoria y seriedad de cada empresa, y la calificará en el momento de elegir obligaciones negociables de una u otra sociedad. Entonces los emisores se verán obligados a competir en la difusión de información del acontecer económico de sus empresas a efectos de obtener mejores condiciones de colocación de sus títulos, dando así mayor transparencia al conjunto de la economía. Por esta vía, estaremos terminando con el antiguo y prevenido recelo de los empresarios exitosos que pretenden disimular esta auspiciosa circunstancia. Deberán exhibirse proyectos rentables, empresas sólidas, empresarios responsables, pues no se coloca en el mercado cualquier título, ni a cualquier precio, sino sólo aquellos que por su diseño resulten más atractivos desde el punto de vista de la demanda.

Así pues, las obligaciones negociables ofrecen una doble ventaja, ya que, al orientarnos en dirección de los mercados de capitales en pleno desarrollo, en países donde la gravitación de este título valor alcanza niveles trascendentes, es base de crecimiento y dinamiza la re-

lación directa entre la comunidad de ahorristas y empresas; y como consecuencia directa de ello, por medio de su emisión, habrá un camino para superar la actual orfandad que tienen las empresas argentinas para lograr recursos externos a su autofinanciamiento.

### Proyecto de reforma

Llevó tiempo poner a punto el esquema normativo que rige la materia tratamiento, luego de sancionada la ley, pues advertida ciertas deficiencias, dentro de los límites reglamentarios se las corrigió en buena medida. Por lo tanto, finalizada la tarea de dar el marco legal correspondiente, hemos pasado al tiempo de los análisis críticos y a las propuestas para mejorar el esquema sancionado, que por cierto es perfectible.

Con anterioridad a la sanción de la ley 23.576, la creación de títulos valores atípicos fincada en el principio de libertad de su creación, no tuvo mayor éxito, pues, entre otras razones, había cuestiones que sólo podían ser definidas por ley, principalmente las de índole fiscal, única forma de otorgar la seguridad jurídica necesaria para respaldar estos títulos.

Siguiendo los criterios enunciados, se propone esta reforma por medio de la cual se adecuaría un eficaz mecanismo para lograr los siguientes objetivos:

a) Repatriar capitales argentinos en el exterior, sin necesidad de recurrir al tan grave blanqueo;

b) Financiar las inversiones productivas, aumentando el producto bruto interno y, por ende, la base imponible de las empresas;

c) Generar capitales necesarios para asegurar el éxito de la política de privatizaciones;

d) Otorgar al sector privado el necesario crédito a mediano y largo plazo, contribuyendo al éxito de la política antiinflacionaria, mejorando el perfil exportador del país, y a la reactivación de la economía.

El Poder Ejecutivo ha tenido recientemente una iniciativa sobre esta materia, considerada y sancionada por el Honorable Senado de la Nación. Atendiendo a algunos pronunciamientos de señores diputados, pero principalmente a la opinión vertida por la Comisión de Asuntos Constitucionales de esta Honorable Cámara, presentamos este proyecto. Por medio de él, pretendemos sentar nuestra posición respecto de las modificaciones que le fueron introducidas al proyecto enviado al Parlamento, siendo las más importantes.

1. Grava la ganancia de los inversores del exterior sobre las obligaciones negociables emitidas por empresas argentinas con un 14,4 % (*withholding tax*).

2. Mantiene el impuesto a la transferencia de títulos valores el más alto de todo el mundo, que quita liquidez a la inversión.

Existen en nuestro país empresas con interés en emitir obligaciones negociables, y colocarlas en el exterior para financiar inversiones por un valor aproximado a los u\$s 300 millones, siendo pues, de vital importancia contar con un marco jurídico que permita generar un real mercado de capitales, dando la oportunidad de repatriar parte de los capitales argentinos en el exterior, consigna bajo la que se elaboró este proyecto.

Sin embargo la alentadora perspectiva de repatriar parte de los capitales fugados, se verá frustrada en tanto y en cuanto se mantenga:

1. El gravamen del 14,4 % a la renta sobre el capital invertido por los beneficiarios del exterior.
2. El impuesto a la transferencia de títulos valores (0,75 % en el mercado abierto, y 0,50 % en el mercado bursátil), ya que le saca liquidez al mercado, siendo ésta una condición necesaria para cualquier mercado de capitales.
3. El impedimento a la empresa emisora para crear un fondo de garantía (*sinking fund*) en el país o en el exterior con las divisas provenientes de sus exportaciones para atender los servicios de renta y amortización de los títulos emitidos.
4. Los límites a las deducciones de intereses, actualizaciones, gastos y descuentos de emisión y colocación.

Los beneficios que podrían reportar al país esta modificación en la legislación, pueden ser similares a los obtenidos por México, que ha dejado de gravar a los inversores del exterior que compran bonos de empresas mexicanas, y que ha obtenido financiamiento de los mercados internacionales por un monto mayor a los u\$s 1.800 millones.

Un país sin capitales no puede crecer, y hace falta presentar oportunidades atractivas para la inversión y no gravarlos. El fisco, haciendo un pequeño sacrificio en el corto plazo, podrá obtener mayores ingresos en el mediano y largo plazos, en cuanto los proyectos financiados por las obligaciones negociables emitidas por las empresas empiecen a generar utilidades y tributar.

Jorge M. R. Domínguez. — Raúl A. Álvarez Echagüe. — Roberto J. García. — María C. Guzmán. — Miguel A. Toma. — Jorge R. Yoma.

### Consideraciones particulares sobre el nuevo articulado propuesto

Artículo 1º: *Entidades emisoras*. Se prevé incorporar como entidades emisoras de obligaciones negociables, además de las ya previstas por la presente ley, a las sucursales de las sociedades constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley de Sociedades Comerciales.

Artículo 3º: *Garantías*. Amplía las consideraciones a tener en cuenta cuando las obligaciones tengan garantías.

Artículo 4º: *Moneda de emisión*. Este artículo es de vital importancia para el desarrollo del mercado de capitales. Es indudable que hoy las preferencias del inversor se vuelcan a los instrumentos emitidos en moneda extranjera. La eventualidad de puncciones o tasas de conversión de una moneda local a otra, como el caso brasileiro, indica la necesidad de otorgar seguridad jurídica a estos instrumentos. Durante varios años la República Argentina ha tenido un sinnúmero de políticas cambiarias y muchas de ellas han producido cambios económicos drásticos para los inversores y ahorristas. Es necesario dotar de la máxima seguridad jurídica a las obligaciones negociables para que no existan

dudas ni económicas ni legales sobre el tipo de moneda (local o extranjera) que se va a utilizar en cada emisión para pagar el capital y los intereses respectivos de las obligaciones.

Sin perjuicio de lo expuesto se deben buscar los mecanismos que alejen toda posibilidad de interpretación judicial a favor de un tipo de cambio que no refleje la realidad de los mercados.

La posibilidad de garantizar los flujos de rentas y amortización con los ingresos provenientes de las exportaciones, es algo que existe en los mercados internacionales, y que, además, otorgaría garantías adicionales para los inversores en los inicios del mercado de obligaciones negociables.

De esta manera, las compañías emisoras que otorguen a los inversores la posibilidad de cobrar los fondos procedentes de las obligaciones en forma directa desde el exterior, se beneficiarían con una baja sustancial de su costo financiero a mediano y largo plazos ya que, desde el punto de vista de los inversores, los títulos tendrían mucho menos "riesgo cambiario" que el que tienen en la actualidad.

**Artículo 7º: Títulos escriturales.** Este artículo incorpora la necesidad de reflejar los requerimientos reflejados en los puntos a) y b) en los comprobantes de apertura y constancia de saldo, cuando las obligaciones sean escriturales. Como puede entenderse, este artículo es de carácter instrumental.

**Artículo 8º: Portaduría.** Los títulos representativos de obligaciones negociables podrán ser al portador. Este artículo ratifica el decreto del Poder Ejecutivo 288/90 donde se preveía la portaduría. Esta disposición es muy importante para la formación y consolidación de un mercado secundario, donde la liquidez se verá incrementada. Esta reglamentación permite así mismo las obligaciones negociables a una de las características básicas de los mercados de títulos en la Argentina y en el exterior, que es la fluidez de los títulos valores al portador. Con esta medida se beneficia el pequeño inversor que ahora contará con un instrumento financiero de más fácil comercialización.

**Artículo 10: Información del acto de emisión.** El presente artículo contempla incorporar un requerimiento más al ser publicitado el acto de emisión. Dicho requerimiento se refiere a las fechas de la asamblea y directorio en que se hayan concedido el empréstito y sus condiciones de emisión.

**Artículo 35: Impuesto de sellos.** Es preciso definir claramente el alcance de la excepción de este impuesto, eliminando dudas relativas a: contratos de *underwriting*, garantías de la emisión (alcance y aspecto temporal) y contragarantías concedidas por el emisor a favor de los garantes.

De esta manera se clarifican los alcances de este impuesto y por lo tanto se brinda una mayor seguridad jurídica sobre la interpretación del mismo.

Este nuevo marco jurídico permitirá a las empresas poder emitir sin correr el riesgo de que haya una interpretación errónea sobre este impuesto. Esto, en definitiva, disminuirá el costo de financiamiento de las empresas lo que provocará que haya una mayor cantidad de emisiones que ayudarán a la recuperación de la actividad productiva de nuestro país.

**Artículo 36: Impuesto a los beneficiarios del exterior.** El impuesto a los beneficiarios del exterior existe en un sinnúmero de operaciones financieras, en nuestro país trae claro perjuicio para el rápido desarrollo de un mercado de capitales locales que traiga inversores desde el exterior que sirvan para financiar actividades productivas que hoy no se realizan por falta de financiamiento en el mercado local.

El argumento principal de esta modificación es que no existirían perjuicios recaudatorios para el fisco ya que actualmente éste no obtiene recaudación alguna por no existir el mercado de obligaciones negociables, es decir, que no existe base imposible sobre la cual el impuesto pueda ser recaudable.

Además, teniendo en cuenta que el ahorro argentino ha sido exportado a otras plazas mundiales, es de vital importancia atraer y permitir el ingreso de estos capitales a nuestro país. Para ello es necesario que no haya discriminación entre el inversor local y el extranjero. También es importante destacar que actualmente existe una ley sancionada por el Congreso que es fundamental para el proceso de transformación y recuperación económica que es la Ley de Emergencia Económica, que consagra la igualdad entre el capital nacional y el extranjero.

Asimismo, existiendo hoy esta barrera para el ingreso de capitales del exterior se disminuye la capacidad de recaudación impositiva del fisco por no aumentar las bases imponibles permitiendo el ingreso de capitales del exterior que se utilicen para financiar proyectos productivos. Esto generaría un ingreso al fisco, producto de los gravámenes a ser cobrados sobre el aumento de la producción que haya sido generada por estos proyectos; por último, vale destacar que el beneficio inmediato que se produce al eliminar este impuesto es la disminución del costo financiero para las empresas que utilicen las obligaciones negociables como mecanismo de financiación.

**Artículo 37: Deductibilidad del impuesto a las ganancias.** Para permitir la formación de un mercado de títulos privados, es preciso eliminar el límite de la deducción para el emisor que actualmente la actual ley fija en la variación del índice de precios mayoristas nivel general más un 8 % anual.

Con la eliminación de este tope, se permitiría assimilar el tratamiento de este pasivo de largo plazo de la empresa emisora con otros tipos de deudas.

La actual deducción establecida por la ley es un impedimento claro al desarrollo de las obligaciones negociables, por distintas razones:

- a) La evolución del índice de precios mayoristas nivel general con más del 8 % anual comparado con otros índices (basta como ejemplo el año 1989 donde este índice evolucionó 5.386 % y el tipo de cambio fue del 11.415 % para el mismo período);
- b) La medición particular de cada ejercicio en vez de comparar la vida de la obligación.

Por lo tanto lo aconsejable es contemplar distintos límites, según las condiciones de emisión. De esta

manera las empresas emisoras no sufrirán costos extraordinarios al poderse ajustar el índice de las condiciones de emisión.

Por lo tanto se verán obligados a reducir el retorno del inversor que antes sí realizaban para que su costo de endeudamiento no se vería incrementado desmedidamente. Es así que el inversor a su vez se beneficia con esta nueva reglamentación porque podrá obtener mejores retornos para su inversión y por lo tanto se verá incentivado a volcar su ahorro en este tipo de instrumentos.

Artículo 38: *Incumplimiento del artículo 36.* Se mencionan aquí las diversas sanciones que sufriría la entidad emisora por incumplimiento del artículo 36.

Artículo 40: *Vigencia temporal de las exenciones impositivas.* Eliminando este artículo, que actualmente fija como límite las exenciones impositivas el 31 de diciembre de 1990, permitirá la consolidación del mercado de títulos privados del país.

La permanencia de las exenciones en el tiempo permitiría que las empresas no se vean limitadas a emitir obligaciones negociables ante la incertidumbre de lo que pudiera ocurrir en el futuro con el marco impositivo. La existencia de estas exenciones es fundamental para el desarrollo, crecimiento y consolidación del mercado de capitales argentinos. Además, es fundamental la existencia de un mercado de capitales, que entre otros permitiría cumplir con los siguientes objetivos:

### 1. Reactivar la economía.

Las obligaciones negociables se transformarían en una herramienta fundamental de financiamiento para la industria nacional en general y para la pequeña y mediana empresa en particular, ya que les permitirían tener acceso al crédito a largo plazo y a tasas de endeudamiento razonables. El acceso rápido al crédito que posibilita las obligaciones negociables permitiría reactivar toda la industria y otorgar una fuente de financiamiento eficaz para todos los proyectos de inversión que hoy se encuentran postergados.

### 2. Herramienta para la privatización

La obligación negociable es el instrumento ideal que permitir el desarrollo del mercado de títulos privados y, tizaciones tener la posibilidad de obtener dinero fresco, lo que posibilitaría aumentar la porción de dinero en efectivo de los precios de cada una de las empresas privadas.

De esta manera los ingresos de la Tesorería de la Nación se incrementarían en forma significativa y a su vez el gobierno podría salvar una de las mayores trabas que tiene hoy el proceso de privatizaciones que es la dificultad que tienen las empresas de financiar sus nuevas adquisiciones.

### 3. Entrada de capitales del exterior.

Existen hoy capitales extranjeros que están muy interesados de invertir en nuestro país pero que realmente no encuentran el instrumento adecuado para realizarlo, ya que como sucede en la mayoría de los países del mundo esos inversores desean invertir en un mercado de capitales desarrollados.

Nada mejor para profundizar dichos mercados que permitir el desarrollo del mercado de títulos privados y

de esta manera, como ya se ha logrado en otros países latinoamericanos (Chile, México, etcétera), se podrán absorber esos capitales extranjeros que se encuentran en otras regiones del mundo.

Artículo 42: *Impuesto a la transferencia de títulos valores.* Actualmente, la transferencia de obligaciones negociables se encuentra gravada por este impuesto ya se efectúe por el mercado abierto y/o bursátil.

Además, como se puede comprobar en el cuadro que se adjunta, la tasa con que nuestro país grava este impuesto es el más alto del mundo.

Este impuesto perjudica fundamentalmente al pequeño ahorrista que por lo general necesita un instrumento de alta liquidez y que a su vez le rinda un buen retorno.

La existencia de este impuesto dificulta su comercialización, por lo tanto cuando un inversor necesita vender la obligación negociable para generar capital líquido se encuentra con esta dificultad y si a esto le sumamos que la incidencia que tiene de este impuesto sobre el retorno de la obligación es elevadísimo el efecto de este gravamen es sumamente negativo para el inversor que quiere canalizar sus ahorros en este tipo de instrumento.

TABLA COMPARATIVA DE IMPUESTOS A LA TRANSFERENCIA DE TITULOS DE DISTINTOS PAISES

País	Tasa en %	Observaciones
Argentina .....	0,75	
Austria .....	0,30	Aproximadamente e incluye comisiones.
Bélgica .....	0,17	
Brasil .....	0,00	
Canadá .....	0,00	
Chile .....	0,00	
Francia .....	0,30	
Alemania .....	0,25	
Grecia .....	0,00	
Hong Kong .....	0,00	
Indonesia .....	.	Aproximadamente u\$s 0,60 por transacción.
Israel .....	0,00	
Italia .....	0,08	Bonos 0,01 %.
Japón .....	0,00	
Corea .....	0,20	Exención sin título cotiza bajo par.
Luxemburgo .....	0,00	
Malasia .....	0,13	
México .....	0,00	
Nueva Zelanda ....	0,40	
Noruega .....	0,00	
Filipinas .....	0,25	
Portugal .....	0,00	
Singapur .....	0,20	
Sudáfrica .....	0,00	
España .....	0,12	Aproximadamente.
Suiza .....	0,08	
Taiwán .....	0,30	
Gran Bretaña .....	0,00	
Estados Unidos ...	0,00	
Venezuela .....	0,00	

Queda en evidencia que nuestro país, lidera el ranking del país, con el impuesto más elevado a las transferencias de títulos, lo que implica que por vía fiscal, desalienta las transacciones de los circuitos bursátiles, sinónimo de desaliento también hacia el fortalecimiento del mercado de capitales.

El explosivo crecimiento de los mercados de capitales internacionales en los últimos 20 años, y la internalización de flujo de recursos desataron una encarnizada competencia entre los distintos centros financieros del mundo por ofrecer, mediante tecnología y eficiencia, menores costos.

En igual sentido han actuado los gobiernos que comprendieron la importancia del mercado de capitales en el desenvolvimiento de la economía real y de ahí el concepto de tributación de esta operatoria haya sido severamente acotado.

La tendencia, no sólo ya en centros financieros grandes sino también en chicos y emergentes, es abaratar lo más posible cada operación.

Según se desprende de la tabla comparativa, de las seis principales potencias económicas mundiales, sólo en tres de ellas (Francia, Alemania e Italia) la transferencia de títulos valores está gravada con tasas que oscilan entre el 0,08 % y el 0,30 % mientras que en las tres restantes, que son también las que mayor volumen de operaciones concentran (Estados Unidos, Japón e Inglaterra) no tributan. Pero además este concepto coloca a las tasas de impuestos a las transferencias de títulos en 0,23 % en promedio simple sin ponderar la dimensión operativa de cada uno para una nómina de 36 países, asumido por los países latinoamericanos que hoy muestran los mercados de capitales más desarrollados de la región (Brasil, México y Chile) donde tampoco se cobra impuesto a las transferencias.

En nuestro país, con un mercado de capitales que por el volumen es sólo comparable al de economías más atrasadas, tiene el triste privilegio de encabezar el cuadro de posiciones con el tributo más alto en esta materia del 0,75 % que es el equivalente a 2,5 veces el promedio de los 36 países incluidos en esa misma tabla que se ha transcrito.

### Conclusión

Nuestro país según estudios de la Cooperación Financiera Internacional de 1977, se ubica entre los países de menor desarrollo relativo de mercado de títulos, tendencia que aun es más marcada en relación a su nivel de ingreso. Trece años después, la situación no ha evolucionado significativamente. Sin embargo esta conclusión negativa puede dar lugar a otra positiva: hemos iniciado un camino en el que hay mucho por hacer, en un área donde los resultados deberían permitir una fácil coincidencia de beneficios sociales y privados.

La exportación de otros países en desarrollo muestra que la línea de desarrollo de los mercados de títulos pasa por cambios en el marco legislativo y regulatorio, incluyendo el impositivo. Brasil introdujo una legislación destinada a estimular la demanda de 1965 cuando la compra y venta de acciones de San Pablo y Río de Janeiro juntas sumaban u\$s 131 millones por año; en 1971 el volumen negociado en ambos mercados había llegado a u\$s 4.800 millones por año.

En Corea las medidas se concentraron en la promoción de la oferta pública y la inversión extranjera. Para este último fin, se eliminó el *withholding tax* a la remisión de dividendos por inversión en empresas locales.

Por medio de esta iniciativa, y siguiendo el ejemplo de otras experiencias exitosas llevadas a cabo en otras partes del mundo proponemos alentar la emisión de obligaciones negociables, medio apto para reintegrar al proceso económico atesoramientos —muchas veces en el exterior o en moneda extranjera— tan caro a los ahorristas argentinos. En definitiva, sentar bases para la repatriación de capitales, que permita obtener el financiamiento necesario para poner en marcha el proceso productivo, cuyo poder de arrastre permitirá la reactivación de nuestra economía.

2

Señor presidente:

El exagerado nivel del gasto público y el consecuente déficit fiscal, característica típica de las últimas décadas de la economía argentina, han provocado el debilitamiento extremo que hoy exhibe el mercado de capitales. Todos sabemos que como última forma de financiarse —antes de declarar su virtual quiebra con el Plan Bónex— el Estado recurrió a la emisión indiscriminada de múltiples clases de títulos con ganancias no gravadas que llevaron a los ahorristas a alejarse de los títulos privados, los que en razón de la considerable carga tributaria que soportan, quedaron fuera de competencia con los primeros. Ese festival de bonos que provocó hace pocos meses el crecimiento exponencial de la deuda interna fue el lamentable corolario de décadas de absurdas intervenciones en los mercados de crédito. Hoy es preciso desregular y terminar con la insostenible presión fiscal para posibilitar el nacimiento de un mercado financiero totalmente diferente al que hemos conocido en los últimos tiempos.

### El aporte de las obligaciones negociables

Las obligaciones negociables, títulos de deuda empresarial a mediano y largo plazo emitidos generalmente en dólares con un rendimiento promedio levemente superior a la tasa Libor constituyen una de las más promisorias herramientas en la búsqueda del imposterable crecimiento de nuestro mercado de capitales.

Las ventajas que las obligaciones negociables ofrecen para la empresa emisora y para los inversores resultan por demás atractivas. Con su colocación, las empresas pueden evitar tomar crédito a corto plazo y altas tasas de interés, obteniendo financiamiento a un costo similar al internacional para sus proyectos de inversión, reestructuración de pasivos o aumentos del capital de trabajo. Los inversores, por su parte, obtienen una tasa de retorno en dólares que supera en todos los casos a la que se ofrece en el mercado local por depósitos en esa moneda.

Este moderno instrumento de financiación no sólo es útil para las grandes corporaciones y para los inversores tradicionales. Constituye también un valioso recurso para las pequeñas y medianas empresas que hoy deben financiar su crecimiento al margen de los subsidios estatales e inclusive para las asociaciones civiles que impulsan diversas iniciativas científicas, artísticas o educativas. Está, en definitiva, en condiciones de ser tanto

la palanca para la apertura del capital de muchas sociedades hoy cerradas, como el medio idóneo que motive el resurgimiento del ahorro destinado al proceso productivo.

En julio de 1988 el presidente Alfonsín promulgó la ley 23.576 que reguló todos los aspectos atinentes a las obligaciones negociables. Esencialmente se buscaba con esa norma afianzar la estabilidad del régimen impositivo, cuestión siempre crítica para el desarrollo de títulos valores.

#### *Problemas a solucionar*

Bajo el imperio de ese régimen legal se han aprobado emisiones de obligaciones negociables por casi 100 millones de dólares y actualmente está en trámite ante la Comisión Nacional de Valores la aprobación de un volumen similar. Sin embargo, las enormes expectativas que este instrumento financiero había despertado en empresarios, inversores y financistas no han sido cubiertas en modo alguno en los dos años y medio de vigencia de la ley 23.576. Los montos emitidos antes mencionados se concentraron en pocas emisiones de grandes empresas. La concreción del éxito que todos esperaban ha sido impedido por dos factores disímiles, uno de índole contextual y otro específico, pero igualmente determinantes.

a) La escalada hiperinflacionaria en que sumió al país el gobierno de Alfonsín y el consecuente e inédito desorden económico que reinó hasta hace pocos meses.

b) El inadecuado y discriminatorio régimen impositivo contenido en la propia ley 23.576.

Sin entrar en un análisis que excede el tema que me ocupa, resulta innegable el actual mejoramiento de las perspectivas económicas —al menos para el mediano y largo plazo— como consecuencia del proceso de privatización, desregulación y apertura de la economía que ha puesto en marcha el gobierno nacional. Es de esperar que, aunque la equivocada política monetaria vigente provoque en un futuro cercano nuevos sobresaltos cambiarios, las grandes líneas económicas actuales puedan mantenerse firmes para hacer posible una razonable y genuina estabilidad. Esto es un requisito indispensable no sólo para el éxito de las obligaciones negociables sino para el desarrollo de todo el mercado de capitales.

El segundo factor que ha influido negativamente es por cierto mucho más controlable y por ello responsabilidad de los legisladores proceder a removerlo. La ley sancionada en 1988 contiene algunas disposiciones tributarias inconvenientes, como por ejemplo hacer confusa la aplicación del impuesto de sellos en ciertos casos o gravar los transferencias y otras francamente discriminatorias como el establecimiento de un tope para la deducción de los intereses del impuesto a las ganancias o la exclusión de los beneficiarios del exterior de las exenciones otorgadas. La eliminación de estas trabas resulta imprescindible para hacer competitivo internacionalmente a este instrumento.

Advertidas de tales obstáculos, instituciones públicas y privadas vinculadas al tema han promovido en los últimos tiempos reformas legales coincidentes en el sentido expuesto. Tal es el caso de ADEBA y de la Comi-

sión Nacional de Valores, cuyo proyecto fue enviado por el Poder Ejecutivo al Congreso a principios de este año. Tratada esa iniciativa en la Cámara de Senadores fue modificada sustancialmente antes de recibir media sanción el pasado 27 de septiembre. Las modificaciones introducidas lamentablemente alteraron el espíritu con que fue promovida esa iniciativa y de no reverse esa posición cuando se trate el tema en la Cámara de Diputados, el objetivo de la reforma y la posibilidad de potenciar este instrumento financiero se verán en gran medida frustrados.

#### *La necesaria reforma del régimen fiscal*

Veamos más detenidamente cada una de las propuestas de modificaciones antes mencionadas como necesarias. Las reformas de los artículos 1º, 3º, 4º, 7º, 8º y 10 tienden a desregular distintos aspectos formales del régimen vigente. Las sustituciones de los artículos 35, 36, 37 y 42 y la derogación de los artículos 38, 39 y 40 apuntan a eliminar los obstáculos tributarios que presenta la ley 23.576.

Los artículos 1º y 7º se modifican para posibilitar que las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero puedan también ser emisoras de obligaciones negociables. El artículo 3º, referido a los distintos tipos de garantías de las obligaciones negociables, se reforma para agilizar la constitución y cancelación de hipotecas mediante una declaración unilateral de la emisora en los casos que se contemplan en la norma. El actual artículo 4º sujeta la suscripción y los servicios de renta y amortización a "las normas que rijan el mercado cambiario", giro que se propone reemplazar por "las condiciones de emisión" a efectos de que quienes encaren la emisión puedan decidir competitiva e individualmente tales características de su oferta al inversor. El artículo 8º, tras la derogación del régimen de nominatividad obligatoria, se adecua el momento actual limitándose a enumerar los tipos de títulos y eliminando las trabas a la negociación existentes en la norma vigente. Por su parte, la reforma propuesta al artículo 10 libera a las obligaciones negociables no convertibles en acciones del requisito de publicación en el Boletín Oficial y de la inscripción en el Registro Público de Comercio, con el objeto de poner en un pie de igualdad a este tipo de endeudamiento con los préstamos comerciales regulares.

En cuanto a las reformas al régimen fiscal, el artículo 35 tiende a proporcionar seguridad acerca de la exención integral respecto del impuesto a los sellos. Para ello, extiende explícitamente la exención a los actos, contratos y operaciones relacionados con la suscripción y colocación; a todo tipo de garantías personales y reales, emitidas a favor de los inversores o de terceros que garanticen la emisión y a los aumentos de capital derivados de emisiones de acciones por conversión de obligaciones negociables.

El artículo 36 incorpora dos modificaciones: se reduce el plazo mínimo para la amortización total a un año a partir de la integración de la emisión y se incluye en la exención a los beneficiarios del exterior —excluidos en la ley vigente y en el proyecto con media sanción del Senado— adecuando así la ley a la

correcta política del gobierno nacional tendiente a eliminar todas las discriminaciones de esa clase.

Con la modificación que se propone al artículo 37 se eliminan explícitamente los límites para las deducciones del impuesto a las ganancias de intereses y ajustes devengados por la actualización de los fondos provenientes de la colocación de obligaciones negociables, los que habían sido establecidos al tratarse en Diputados la ley hoy vigente. Se deja sin efecto así una incomprensible discriminación, ya que tal limitación no afecta a ninguna otra clase de deuda.

La derogación de los artículos 38 —que se mantiene en el proyecto del Poder Ejecutivo y en la media sanción del Senado— y 39 es una consecuencia de las modificaciones propuestas a los artículos 36 y 37. La derogación del artículo 40 procura despejar la incertidumbre creada por la limitación del horizonte temporal con respecto a la exención del impuesto a las ganancias.

La reforma al artículo 42 declara exentas del impuesto a la transferencia de títulos valores a las obligaciones negociables, actualmente gravadas con una tasa del cinco por mil. Cabe aclarar al respecto que pocos días antes de la promulgación de la ley 23.576 presenté un proyecto de ley en la Cámara de Diputados proponiendo la derogación de la ley 21.280 de impuesto a la transferencia de títulos valores (expediente 1.465-D-88). En esa ocasión dije que "no es casual que en los países con mercados de capitales más importantes por el importe total de las transacciones como los Estados Unidos, Japón, Reino Unido o aun en países donde dicho mercado es mucho más pequeño pero más receptivos al ahorro que el nuestro este impuesto no exista" y finalicé señalando que "entre el mercado y los ingresos fiscales, cuando la alternativa se plantea en estos términos, no tenemos duda de estar a favor del mercado porque sabemos que no podemos mirar cada iniciativa privada con la avaricia de un recaudador".

No comparto dos propuestas incluidas en el proyecto del Poder Ejecutivo y aprobadas con modificaciones en el Senado porque estoy absolutamente convencido de que las mismas constituyen un verdadero bumerán en relación al efecto buscado. Me refiero, en primer lugar, a la autorización para el emisor de obligaciones en moneda extranjera que obtenga divisas de sus exportaciones para imputar parte de ellas a la constitución de un fondo para atender los servicios de renta y amortización. En segundo lugar, también me parece inconveniente la garantía de acceso al mercado de cambios para el cumplimiento de las obligaciones contractuales en caso de que el Banco Central de la República Argentina limitase total o parcialmente el acceso a dicho mercado.

Pretender infundir confianza en la estabilidad de las reglas de juego a emisores e inversores con normas que manejan hipótesis tan negativas y contrarias a la actual línea económica como la reimplantación de controles y restricciones cambiarias, es tan ridículo como intentar tentar a alguien a que ponga su cabeza en la guillotina con la "muy atractiva" garantía de un seguro de vida. No se puede legislar para el futuro confundiendo dos países y dos tiempos antagónicos: el del presente caracterizado por la privatización, la desregulación y la

apertura, y el del pasado, marcado por el estatismo y el intervencionismo. ¿Alguien puede considerar seriamente que reduzca el "riesgo país" la circunstancia de que el Poder Ejecutivo hoy día envíe al Congreso un proyecto de ley regulando la eventual violación de la libertad de mercados? Definitivamente, creo que no. Más útil sería imitar a Hernán Cortés, quemando las naves que hacen posible volver atrás, para dar una señal contundente de que la República Argentina está decidida a mantenerse firme en el camino emprendido.

Con las reformas propuestas se eliminan las principales discriminaciones que las obligaciones negociables sufren en su competencia fiscal con los títulos públicos, lo cual proporciona al mercado de capitales un magnífico pilar para apoyar su crecimiento. La oportunidad de concretar estos importantes avances, cuya extensión a los demás títulos privados es por demás deseable, no puede ser desperdiciada.

Por las razones expuestas solicito se dé trámite al presente proyecto de ley.

*José M. Ibarbia.*

3

Señor presidente:

En el año 1988 el Parlamento sancionó la ley 23.576, sobre obligaciones negociables.

Acompañé con mi voto, en aquella emergencia, la iniciativa del Poder Ejecutivo en la inteligencia de que no habrá desarrollo del país sin un eficiente mercado de capitales.

Los obligaciones negociables constituyen, sin duda, un instrumento adecuado para alentar a nuestro debilitado mercado. Las experiencias extranjeras, inclusive en algunos países de América latina, así lo revelan.

Desde aquella fecha hasta hoy la Comisión Nacional de Valores ha aprobado una serie de emisiones de obligaciones negociables que demuestran los aspectos positivos de la ley.

Pero también el plazo corrido ha denunciado algunas fallas en su redacción original, especialmente en el aspecto impositivo, que diversos proyectos tienden a solucionar.

Así, el Poder Ejecutivo nacional ha remitido un proyecto de modificaciones, que ya cuenta con sanción del Senado, y en esta Cámara los diputados Domínguez (J. M. R.) (Trámite Parlamentario Nº 153) e Ibarbia (Trámite Parlamentario Nº 163) han presentado iniciativas con idéntico objetivo, que en general comparto.

Sin embargo creo necesario agregar a tales esfuerzos el presente proyecto que apunta a mejorar otras de las deficiencias que ha revelado la ley 23.576.

Las emisiones realizadas hasta la fecha se han concentrado en un reducido número de sociedades anónimas, todas grandes empresas.

El propósito de la ley vigente apuntaba a servir también a la mediana empresa, pero hasta ahora esa clase de emprendimientos no ha podido beneficiarse con las obligaciones negociables.

En mi juicio debemos también atender a este aspecto y por ello este proyecto apunta a facilitar las emisiones de las medianas empresas, radicadas en el interior del país.



El sistema vigente obliga a las sociedades anónimas que quieran hacer uso de la cotización bursátil de obligaciones negociables, a cumplir un doble régimen de autorización. Primero ante la Comisión Nacional de Valores y luego ante la Bolsa de Comercio en cuyo recinto se cotizarán los títulos.

Para las empresas radicadas en el interior del país el trámite ante la Comisión Nacional de Valores, a realizarse en la Capital Federal, importa agregar un costo adicional, que muchas veces hace fracasar los proyectos de emisión.

Pareciera más lógico entonces facilitar el régimen de autorización de oferta pública, exclusivamente para las obligaciones negociables, transfiriéndolo a las bolsas de comercio del interior del país, que por otra parte pueden realizar un mejor control sobre la sociedad emisora, con gran inmediatez.

De esta manera se logra un doble propósito. Se facilita la emisión de obligaciones negociables de empresas radicadas en el interior del país, que sólo requerirán la autorización de una bolsa de comercio regional, seguramente cercana a su domicilio.

Por otro lado se potencia a estas bolsas de comercio al otorgárseles mayores facultades de control.

El proyecto prevé un mecanismo de fiscalización de segundo grado a cargo de la Comisión Nacional de Valores ya que, como se advierte, las bolsas de comercio del interior del país deberán dictar reglamentaciones específicas a estos fines que sólo serán de aplicación una vez aprobada por la Comisión Nacional de Valores.

Por supuesto que las obligaciones negociables emitidas conforme a la modificación que se proyecta gozarán de la exención impositiva prevista en el artículo 36—4º párrafo—, al equipararse la autorización de cotización bursátil a la oferta pública.

En mérito a las razones expuestas solicito se apruebe el presente proyecto.

*Alberto A. Natale.*

#### Fundamentos de la disidencia parcial del señor diputado Fontela

Señor presidente:

Nos dirigimos al señor presidente a fin de adjuntar los fundamentos de nuestra disidencia parcial al dictamen de la Comisión de Presupuesto y Hacienda en los expedientes 4.165-D-90, 4.335-D-90, 5.405-D-90 (obligaciones negociables).

Artículo 1º: Entendemos se debería excluir del texto propuesto a "las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley de Sociedades Comerciales", de las personas jurídicas autorizadas por la ley a emitir las obligaciones negociables. La inversión extranjera, a los efectos de ser considerada como tal, debería ser auténticamente genuina, y no una mera representación de capital. Las facilidades existentes para los inversores extranjeros en este país son más que suficientes a fin de atraerlos, esta posibilidad significaría establecer un camino ficticio de inversión.

Artículo 4º: Entendemos se debería excluir del texto propuesto: "la salida de las obligaciones negociables del país y su reingreso se podrá efectuar libremente". Para

el caso de aprobar a las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley de Sociedades Comerciales, permitir la salida y el reingreso de las mismas sin ningún tipo de control las coloca en una situación de privilegio aun respecto de las inversiones legítimas de capital que efectúan las empresas extranjeras, las que luego de derogada la Ley de Inversiones Extranjeras están sometidas a un registro de inversiones.

Artículo 37: Entendemos se debería excluir del texto propuesto: "y descuentos de emisión". Esto significa una descarga del impuesto a las ganancias anticipada, si el emisor descargara al momento de la emisión el monto del descuento con que coloca estos títulos. La presente observación la ampliaremos en el debate en el recinto.

*Moisés E. Fontela.*

#### Fundamentos de la disidencia parcial del señor diputado Ramos (J. C.)

Señor presidente:

Me dirijo al señor presidente a fin de adjuntar los fundamentos de mi disidencia parcial al dictamen de la Comisión de Economía en los expedientes 4.165-D-90, 4.335-D-90, 5.405-D-90 (obligaciones negociables).

Artículo 1º: Entiendo se debería excluir del texto propuesto a "las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley de Sociedades Comerciales", de las personas jurídicas autorizadas por la ley a emitir las obligaciones negociables. La inversión extranjera, a los efectos de ser considerada como tal, debería ser auténticamente genuina, y no una mera representación de capital. Las facilidades existentes para los inversores extranjeros en este país son más que suficientes a fin de atraerlos, esta posibilidad significaría establecer un camino ficticio de inversión.

Artículo 4: Entiendo se debería excluir del texto propuesto: "la salida de las obligaciones negociables del país y su reingreso se podrá efectuar libremente". Para el caso de aprobar a las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley de Sociedades Comerciales, permitir la salida y el reingreso de las mismas sin ningún tipo de control las coloca en una situación de privilegio aun respecto de las inversiones legítimas de capital que efectúan las empresas extranjeras, las que luego de derogada la Ley de Inversiones Extranjeras, están sometidas a un registro de inversiones.

Artículo 37: Entiendo se debería excluir del texto propuesto "y descuentos de emisión". Esto significa una descarga del impuesto a las ganancias anticipada, si el emisor descargara al momento de la emisión el monto del descuento con que coloca estos títulos. La presente observación la ampliaré en el debate en el recinto.

*José C. Ramos.*

## II

### Dictamen de minoría

*Honorable Cámara:*

Las comisiones de Economía, de Legislación General, de Finanzas y de Presupuesto y Hacienda, han conside-

rado los proyectos de ley del señor diputado Domínguez (J. M. R.) y otros por el cual se sustituyen diversos artículos de la ley 23.576 de obligaciones negociables; del señor diputado Ibarbia por el que se reforma el régimen legal de las obligaciones negociables establecido por la ley 23.576 y del señor diputado Natale, por el que se incorpora el artículo 47 al régimen de la ley 23.576 de obligaciones negociables; y, por las razones expuestas en el informe que se acompaña y las que dará el miembro informante, aconseja su rechazo.

Sala de las comisiones, 17 de abril de 1991.

*Alberto Aramouni.*

## INFORME

### Honorable Cámara:

He adoptado el temperamento de rechazar los proyectos considerados sobre modificaciones parciales a la Ley de Obligaciones Negociables 23.576 por las siguientes razones:

1º — Las reformas propuestas apuntan especialmente a hacer más atractiva para el inversor extranjero la adquisición de estos valores, ya sea incorporándolos entre los sujetos activos de la oferta, ya sea por la vía de la desgravación impositiva generalizada a todos los tomadores.

2º — Se ha desaprovechado la oportunidad de modificar la ley 23.576 en el sentido de reforzar la situación de los obligacionistas, nombrándose en forma necesaria un representante de sus derechos con facultades suficientes para hacer un seguimiento de las obligaciones que legal o contractualmente deba asumir la entidad deudora. Este es el punto crucial de todo el sistema y constituye su crítica principal. El mercado de capitales en la historia reciente de la República Argentina ha sufrido graves agresiones en su credibilidad, y las víctimas finales de los desfalcos o *cracs* financieros han sido los pequeños ahorristas. Los ejemplos son bien conocidos como para aquí repetirlos, pero preocupa la posibilidad de poner en circulación un papel de crédito sin las garantías y resguardos suficientes para proteger al ahorrista sin asesoramiento suficiente, de otras formas de desfalcó. Descreemos que el mero abaratamiento de costos sea un argumento sólido para propiciar la reforma de esta ley, que nació con la falencia apuntada y que en esta oportunidad no se quiere corregir. Lo concreto es que se alienta de todas maneras al inversor, pero no se le brindan las garantías necesarias.

3º — Una vez más desde el Congreso Nacional se legisla para la Capital Federal y su zona de influencia. La ley vigente y la reforma proyectada mantienen el control del cumplimiento de las obligaciones de la entidad deudora —en la medida que solicite su cotización en bolsa— en la Comisión Nacional de Valores, por lo cual todas las gestiones de cotización pública de las obligaciones negociables deben hacerse por su intermedio. Se ha perdido la brillante oportunidad de regionalizar el crédito, delegando en las bolsas de comercio de las provincias la posibilidad de aprobar y cotizar localmente estos títulos de crédito. Lo más que ha concedido el organismo central es a que las bolsas provin-

ciales cumplan el papel de gestor en el trámite de cotización pública de las obligaciones negociables emitidas por entidades locales, según surge de la resolución general 172 de esa comisión de fecha 4 de abril de este año, y ésta es otra de las graves falencias de la ley y, su reforma proyectada. El Congreso sigue en deuda con el interior, vale decir, con el país real.

4º — Además, los proyectos adolecen de una falla de técnica legislativa, al reiterar en sus nuevos artículos cláusulas de estabilidad o ajuste, que han sido derogadas por la reciente ley 23.928, llamada de convertibilidad del austral.

Por estas razones y otras que expondré en el recinto rechazo este proyecto.

*Alberto Aramouni.*

## ANTECEDENTES

1

### PROYECTO DE LEY

#### *El Senado y Cámara de Diputados, etc.*

Artículo 1º — Sustitúyense los artículos 1º, 3º, 4º, 7º, 8º, 10, 35, 36, 37, 38 y 42 de la ley 23.576 de obligaciones negociables, por los siguientes:

Artículo 1º: Las sociedades por acciones y las sucursales de las constituidas en el extranjero en los términos del artículo 18 de la Ley de Sociedades Comerciales, las cooperativas y las asociaciones civiles pueden contraer empréstitos mediante la emisión de obligaciones negociables, conforme a las disposiciones de la presente ley.

Artículo 3º: Pueden emitirse con garantía flotante especial o común. La emisión cuyo privilegio no se limite a bienes inmuebles determinados se considerará realizada con garantía flotante. Será de aplicación lo dispuesto en los artículos 327 a 333 de la ley 19.550, texto ordenado en 1984.

Las garantías se constituyen por las manifestaciones que el emisor realice en las resoluciones que dispongan la emisión y deben inscribirse cuando corresponda según su tipo, en los registros pertinentes. La inscripción en dichos registros deberá ser acreditada ante el organismo de contralor con anterioridad al comienzo del período de colocación.

La hipoteca se constituirá y cancelará por declaración unilateral de la emisora, cuando no concorra en fiduciario en los términos del artículo 13, y no requiere de la aceptación por los acreedores.

La cancelación sólo procederá si media certificación contable acerca de la amortización o rescate total de las obligaciones negociables garantizadas o conformidad unánime de los obligacionistas. En el caso de obligaciones negociables con oferta pública, se requiere además la conformidad de la Comisión Nacional de Valores. Pueden ser igualmente avaladas o garantizadas por cualquier otro medio. Pueden también ser garantizadas por entidades financieras comprendidas en la ley respectiva.

Artículo 4º: Las obligaciones pueden contener cláusulas de reajuste del capital, conforme a pautas objetivas de estabilización, y otorgar un interés fijo variable.

Es permitida la emisión en moneda extranjera. La suscripción, así como el cumplimiento de los servicios de renta y amortización, cuyos pagos podrán ser efectuados en plazas del exterior, deberán ajustarse en todos los casos a las condiciones de emisión.

La salida de las obligaciones negociables del país y su reingreso se podrán efectuar libremente.

El emisor de obligaciones negociables denominadas y suscritas en moneda extranjera que obtenga fondos de sus exportaciones, podrá imputar parte de los mismos a la constitución de un fondo, en el país o en el exterior, para atender los servicios de renta y amortización de dichas obligaciones negociables. Este fondo, empero, no constituye un patrimonio separado, eximiéndolo de cualquier obligación de repatriación.

En el supuesto que el Banco Central de la República Argentina limite total o parcialmente el acceso al mercado de cambios, el gobierno garantizará la adquisición de divisas para el cumplimiento de las obligaciones contractuales, de acuerdo con las normas que establezca el mencionado Banco Central de la República Argentina.

Artículo 7º: Los títulos deben contener:

- a) La denominación y domicilio de la sociedad, sucursal de sociedad constituida en el extranjero, cooperativa o asociación, fecha y lugar de constitución, duración y los datos de su inscripción en el Registro Público de Comercio u organismo correspondiente, en lo pertinente;
- b) El número de serie y orden de cada título, y el valor nominal que represente;
- c) El monto del empréstito y moneda en que se emite;
- d) La naturaleza de la garantía;
- e) Las condiciones de conversión en su caso;
- f) Las condiciones de amortización;
- g) La fórmula de actualización del capital en su caso, tipo de interés y época de pago;
- h) Nombre y apellido o denominación del suscriptor, si son nominativos.

Deben ser firmados de conformidad con los artículos 212 de la ley 19.550 o 26 de la ley 20.337, tratándose de sociedades por acciones o cooperativas, respectivamente, y por su representante legal y un miembro del órgano de administración designado al efecto, si se trata de asociaciones civiles o sucursal de sociedades constituida en el extranjero, según el caso.

Quando se trate de obligaciones escriturales, los datos sindicados en los puntos a) y h) de este artículo deberán transcribirse en los comprobantes de apertura y constancias de saldo.

Artículo 8º: Los títulos representativos de obligaciones negociables podrán ser al portador, no-

minativos, endosables o no, o escriturales. Los cupones pueden ser al portador, aunque las obligaciones negociables sean nominativas, debiendo llevar en este caso la numeración del título al que pertenecen.

Artículo 10: En los casos de emisión de obligaciones negociables simples la emisora deberá elaborar un aviso que publicará en el Boletín Oficial por un (1) día, quedando constancia del contenido del mismo en el organismo de control respectivo, con los siguientes datos:

- a) Fecha de las asambleas y reunión de directorio, en su caso, en que se haya decidido el empréstito y sus condiciones de emisión;
- b) La denominación de la emisora, domicilio, fecha y lugar de constitución, duración y los datos de su inscripción en el Registro Público de Comercio u organismo correspondiente;
- c) El objeto social y la actividad principal desarrollada a la época de emisión;
- d) El capital social y el patrimonio neto de la emisora;
- e) El monto del empréstito y la moneda en que se emite;
- f) El monto de las obligaciones negociables o debentures emitidos con anterioridad, así como el de las deudas con privilegios o garantías que la emisora tenga contraídas al tiempo de la emisión;
- g) La naturaleza de la garantía;
- h) Las condiciones de amortización;
- i) La fórmula de actualización del capital, en su caso, tipo y época del pago del interés.

Si se tratara de obligaciones negociables convertibles en acciones, además deberá constar la fórmula de conversión, así como las de reajuste en los supuestos de los artículos 23, inciso b), 25 y 26 de la presente ley.

En el mismo supuesto de obligaciones negociables convertibles en acciones, a los efectos del artículo 17 de la presente ley, se procederá además a inscribir en el Registro Público de Comercio la parte pertinente de las decisiones de los órganos de gobierno y administración, en su caso, referentes a la emisión.

Artículo 35: Están exentos del impuesto de sellos los actos, contratos y operaciones, incluyendo entregas o recepciones de dinero, relacionados con la emisión, suscripción, colocación y transferencia cualquiera fuera la causa, de las obligaciones negociables a que se refiere la presente ley. Esta exención alcanza a todo tipo de garantías, personales o reales, constituida a favor de los inversores o de los terceros que garanticen la emisión, sean anteriores, simultáneas o posteriores a dicha emisión. Asimismo, estarán exentos del impuesto de sellos los aumentos de capital que correspondan por las emisiones de acciones a entregar por conversión de las obligaciones. El Poder Ejecutivo

tivo nacional, invitará a las provincias a otorgar iguales exenciones en el ámbito de sus jurisdicciones.

Artículo 36: Las ganancias derivadas de las obligaciones negociables previstas en la presente ley, incluyendo las actualizaciones o ajustes de capital, como los resultados provenientes de la compra-venta, cambio, permuta, conversión o disposición de dichas obligaciones negociables, estarán exentos del impuesto a las ganancias y del impuesto sobre los beneficios eventuales, respectivamente. Asimismo, se encontrarán exentos del impuesto sobre los activos y el patrimonio neto o cualquier otro que los constituya, y a su vez estarán exentos de toda imposición o contribución, presente o futura, sobre actividades, servicios y/o valor agregado. Las exenciones a que se refieren los párrafos anteriores alcanzarán exclusivamente a las emisiones negociables que sean colocadas por oferta pública, contando para ello con la respectiva autorización de la Comisión Nacional de Valores. La exención prevista en el primer párrafo de este artículo no tendrá efectos para los contribuyentes del artículo 49, incisos a) b) y c) de la Ley de Impuesto a las Ganancias (texto ordenado 1986). Respecto de los contribuyentes comprendidos en el título V de la citada ley, referido a beneficiarios comprendidos del exterior, no será de aplicación el supuesto de los artículos 21 de dicha ley y 104 de la ley 11.683. La emisora deberá garantizar la aplicación de los fondos obtenidos mediante la colocación de obligaciones negociables a los destinos especificados en la resolución que disponga la emisión, los que serán dados a conocer al público inversor a través del prospecto. Dichos fondos deberán aplicarse exclusivamente en inversiones en activos físicos, integración de capital de trabajo o refinanciación de pasivos, ejecución de proyectos en actividades productivas o a la integración de aportes de capital en sociedades subsidiarias o vinculadas a la sociedad emisora, cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados. Cuando la emisora sea una entidad financiera regida por la ley 21.526 y sus modificaciones, podrá además destinar dichos fondos al otorgamiento de préstamos a los que los beneficiarios deberán dar el destino previsto en este párrafo, conforme las reglamentaciones que a este efecto dicte el Banco Central de la República Argentina. La emisora deberá acreditar ante la Comisión Nacional de Valores, en el tiempo, forma y condiciones que ésta determine, que los fondos obtenidos fueron invertidos de acuerdo al plan aprobado.

Cuando la emisora sea una entidad financiera deberá acreditar, en la forma que determine la Comisión Nacional de Valores, el destino final de los fondos.

El plazo mínimo de amortización total de las obligaciones no puede ser inferior a dos (2) años contados a partir de la fecha en que comienza la colocación de las obligaciones negociables. En el

caso de emitirse con cláusulas de amortización parcial, la primera amortización, que no podrá ser superior al veinticinco por ciento (25 %) de la emisión, no se efectuará hasta tanto hayan transcurrido seis (6) meses desde la fecha indicada en el párrafo precedente.

Artículo 37: Tratándose de obligaciones negociables que cuenten con autorización de la Comisión Nacional de Valores para su oferta pública, la entidad emisora podrá deducir en el impuesto a las ganancias en cada ejercicio, la totalidad de intereses y actualizaciones devengados por la obtención de los fondos provenientes de la colocación de las mismas. Asimismo, serán deducibles los gastos y descuentos de emisión y colocación.

Artículo 38: Cuando la entidad emisora no cumpliera los requisitos prescritos en el artículo 36, sin perjuicio de las sanciones que pudieran corresponder de acuerdo con la ley 11.683 (texto ordenado 1978 y sus modificaciones), la misma —en razón de las exenciones de que fueron beneficiarios los tenedores de las obligaciones— deberá:

- a) Adicionar al balance impositivo del ejercicio en que se produjese el incumplimiento, el doble de la suma que hubiere deducido de conformidad a lo dispuesto en el artículo 37. Asimismo, si el incumplimiento se verificara respecto de entidades exentas o liberadas del impuesto a las ganancias, éstas deberán abonar por el ejercicio anual en que se produjera el incumplimiento, con carácter de pago único y definitivo en concepto de penalidad, el doble del importe que resulte de aplicar, sobre los montos de los intereses y ajustes de capital devengado en cada uno de los ejercicios, la alícuota vigente para sociedades de capital;
- b) Abonar con carácter de pago único y definitivo, el doble del importe que resulta de aplicar en cada uno de los ejercicios, la alícuota vigente del impuesto sobre los activos, o el que lo sustituya, sobre el monto de emisión actualizada al cierre del ejercicio en que se produjera el incumplimiento. La reglamentación fijará el procedimiento a seguir como asimismo los límites y las condiciones a que se estarán sujetas las sumas o impuestos reintegrables. La suma adicionada al balance impositivo, o la que constituya la base para la aplicación de la alícuota vigente en el impuesto a las ganancias para las sociedades de capital en el ejercicio en que se produjese el incumplimiento, en el caso de entidades exentas o liberadas, serán actualizadas de acuerdo con lo previsto en el artículo 89 de la Ley de Impuesto a las Ganancias (texto ordenado 1986) conforme la variación de índices operada entre el mes de cierre del ejercicio en que se verificó el incumplimiento, y aquel en que se devengaron o dedujeron los conceptos respectivos. Facilitase a la Dirección General

Impositiva a establecer la forma, plazos y condiciones del ingreso de los importes resultantes de las normas precedentes.

Artículo 42: La transferencia de obligaciones negociables creadas por la presente ley quedará exenta del impuesto sobre la transferencia de títulos valores, siempre que se efectúen en los mercados abierto y/o bursátil.

Art. 2º — Deróganse los artículos 3º y 40 de la ley 23.576.

Art. 3º — Comuníquese al Poder Ejecutivo.

*Jorge M. R. Domínguez. — Raúl A. Alvarez Echagüe. — Roberto J. García. — María C. Guzmán. — Carlos R. Monteverde. — Miguel A. Toma. — Jorge R. Yoma.*

## 2

## PROYECTO DE LEY

*El Senado y Cámara de Diputados, c/c.*

### REFORMA AL REGIMEN LEGAL DE LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Artículo 1º — Sustitúyense los artículos 1º, 3º, 4º 7º, 8º, 10, 35, 36, 37 y 42 de la ley 23.576 por los siguientes:

Artículo 1º: Las sociedades por acciones y las sucursales de las constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la ley 19.550, las cooperativas y las asociaciones civiles pueden contraer empréstitos mediante la emisión de obligaciones negociables, conforme a las disposiciones de la presente ley.

Artículo 3º: Pueden emitirse con garantía flotante, especial o común. La emisión cuyo privilegio no se limite a bienes inmuebles determinados se considerará realizada con garantía flotante. Será de aplicación lo dispuesto en los artículos 327 a 333 de la ley 19.550. Las garantías se constituyen por las manifestaciones que el emisor realice en las resoluciones que dispongan la emisión y deben inscribirse, cuando corresponda según su tipo, en los registros pertinentes. La inscripción en dichos registros deberá ser acreditada ante el organismo de contralor con anterioridad al comienzo del período de colocación. La hipoteca se constituirá y cancelará por declaración unilateral de la emisora, cuando no concorra un fiduciario en los términos del artículo 13 y no requiere de la aceptación de los acreedores. La cancelación sólo procederá si media certificación contable acerca de la amortización o rescate total de las obligaciones negociables garantizadas o conformidad unánime de los obligacionistas. En el caso de obligaciones negociables con oferta pública, se requiere además la conformidad de la Comisión Nacional de Valores. Pueden ser igualmente avaladas o garantizadas por

cualquier otro medio. Pueden también ser garantizadas por entidades financieras comprendidas en la ley respectiva.

Artículo 4º: Las obligaciones pueden contener cláusulas de actualización conforme a pautas objetivas de estabilización y otorgar un interés fijo o variable.

Es permitida la emisión en moneda extranjera. La suscripción, así como los servicios de renta y amortización, deberán ajustarse en todos los casos a las condiciones de emisión. La salida de las obligaciones negociables del país y su reingreso se podrá efectuar libremente.

Artículo 7º: Los títulos deben contener:

- a) La denominación y domicilio de la emisora, fecha y lugar de constitución, duración y los datos de su inscripción en el Registro Público de Comercio u organismo correspondiente;
- b) El número de serie y orden de cada título, y el valor nominal que representa;
- c) El monto del empréstito y la moneda en que se emite;
- d) La naturaleza de la garantía;
- e) Las condiciones de conversión en su caso;
- f) Las condiciones de amortización;
- g) La fórmula de actualización del capital en su caso, tipo de interés y época de pago;
- h) Nombre y apellido o denominación del suscriptor, si son nominativos.

Deben ser firmados de conformidad con el artículo 212 de la ley 19.550 o 26 de la ley 20.337, tratándose de sociedades por acciones o cooperativas respectivamente, y por el representante legal y un miembro del órgano de administración designado al efecto, si se trata de asociaciones civiles o sucursal constituida en el extranjero, según el caso.

Artículo 8º: Los títulos representativos de obligaciones negociables podrán ser al portador, nominativos endosables, nominativos no endosables o escriturales. Los cupones podrán ser en todos los casos al portador y deberán contener la numeración del título al cual pertenecen.

Artículo 10: El acto de emisión puede instrumentarse en forma pública o privada. La emisión de obligaciones negociables convertibles en acciones se publicará por un (1) día en el Boletín Oficial y se inscribirá en el Registro Público de Comercio, debiendo contener los siguientes datos:

- a) La denominación de la emisora, domicilio, fecha y lugar de constitución, duración y los datos de su inscripción en el Registro Público de Comercio u organismo correspondiente;
- b) El objeto social y la actividad principal desarrollada a la época de la emisión;
- c) El capital social y el patrimonio neto de la emisora;
- d) Fecha de las asambleas y reunión de directorio, en su caso, en que se haya decidido el empréstito y sus condiciones de emisión;

transcribiendo —a los efectos del artículo 17 de la presente ley— la parte pertinente de dichas decisiones;

- d) El monto del empréstito y la moneda en que se emite;
- f) El monto de las obligaciones negociables o debentures emitidos con anterioridad, así como el de las deudas con privilegios o garantías que la emisora tenga contraídas al tiempo de la emisión;
- g) La naturaleza de la garantía;
- h) La fórmula de conversión, así como las de reajuste en los supuestos de los artículos 23 inciso b), 25 y 26 de la presente ley;
- i) Las condiciones de amortización;
- j) La fórmula de actualización del capital en su caso, tipo de interés y época de pago.

La emisión de obligaciones negociables simples no requerirá publicaciones en el Boletín Oficial, ni inscripción en el Registro Público de Comercio.

Artículo 35: Están exentos del impuesto de sellos los actos, contratos y operaciones, incluyendo garantías, entregas o recepciones de dinero, relacionados con la emisión, suscripción, colocación y transferencia, cualquiera fuera la causa de las obligaciones negociables a que se refiere la presente ley. Esta exención alcanza a todo tipo de garantías personales o reales constituidas a favor de los inversores o de terceros que garanticen la emisión, sean anteriores, simultáneas o posteriores a la emisión. Asimismo estarán exentos del impuesto de sellos los aumentos de capital que correspondan por las emisiones de acciones a entregar por conversión de las obligaciones. El Poder Ejecutivo nacional invitará a las provincias a otorgar iguales exenciones en el ámbito de sus jurisdicciones.

Artículo 36: Las ganancias derivadas de las obligaciones negociables previstas en la presente ley, así como los resultados provenientes de la compra-venta, cambio, permuta o disposición de dichas obligaciones, estarán exentas del impuesto a las ganancias y del impuesto sobre los beneficios eventuales, respectivamente.

La exención impositiva precedente incluye, además, las actualizaciones o ajustes de capital que perciban los beneficiarios conforme a las condiciones de emisión.

Las exenciones precedentes se extenderán a los beneficiarios del exterior, no siendo aplicable el supuesto del artículo 21 de la Ley de Impuesto a las Ganancias a los contribuyentes comprendidos en el título V de dicha norma.

La exención se extiende también al impuesto a los activos, al patrimonio neto o a cualquier otro tributo que los sustituya.

Las exenciones a que se refiere este artículo alcanzarán exclusivamente a las obligaciones negociables que sean colocadas por oferta pública, contando para ello con la correspondiente autorización de la Comisión Nacional de Valores.

La emisora deberá garantizar la aplicación de los fondos obtenidos mediante la colocación de obli-

gaciones negociables a los destinos especificados en la resolución que disponga la emisión, los que deberán ser dados a conocer al público inversor. Dichos fondos deberán aplicarse exclusivamente en inversiones en activos físicos, integración del capital de trabajo o refinanciación de pasivos. Cuando la emisora sea una entidad financiera autorizada por la ley 21.526 podrá además destinar dichos fondos al otorgamiento de préstamos a los que los beneficiarios deberán dar el destino previsto en este párrafo. La emisora deberá acreditar ante la Comisión Nacional de Valores, en el tiempo, forma y condiciones que ésta determine, que los fondos obtenidos fueron invertidos de acuerdo al plan aprobado.

El plazo mínimo de amortización total de las obligaciones no puede ser inferior a un (1) año contado a partir de la integración de la emisión.

Artículo 37: Tratándose de obligaciones negociables que cuenten con la autorización de la Comisión Nacional de Valores para su oferta pública la entidad emisora podrá deducir, en el impuesto a las ganancias en cada ejercicio, la totalidad de los intereses y actualizaciones devengadas por la obtención de los fondos provenientes de la colocación de las mismas. Asimismo, serán deducibles los gastos y descuentos de emisión y colocación.

Artículo 42: La transferencia de las obligaciones negociables creadas por la presente ley estará exenta del impuesto a la transferencia de títulos valores, siempre que se efectúe en mercados de valores o en el mercado abierto.

Art. 2º — Deróganse los artículos 38, 39 y 40 de la ley 23.576.

Art. 3º — Comuníquese al Poder Ejecutivo.

José M. Ibarbia.

### 3

#### PROYECTO DE LEY

*El Senado y Cámara de Diputados, etc.*

Artículo 1º — Incorpórase como artículo 47 de la ley 23.576, el siguiente:

Artículo 47: La cotización en bolsa de las obligaciones negociables emitidas por sociedades anónimas domiciliadas fuera de la Capital Federal, no requerirá de autorización previa de oferta pública.

Las bolsas de comercio del interior del país, con mercados de valores adheridos, autorizarán la negociación en sus respectivos recintos conforme a las reglamentaciones que dicten al efecto.

La reglamentación de cada bolsa de comercio deberá ser aprobada por la Comisión Nacional de Valores antes de su aplicación.

Art. 2º — Comuníquese al Poder Ejecutivo.

Alberto A. Natale.

## OBSERVACIONES

1

Buenos Aires, 6 de mayo de 1991.

*Al señor presidente de la Honorable Cámara de Diputados de la Nación, don Alberto R. Pierri.*

S/D.

De mi mayor consideración:

Tengo el agrado de dirigirme a usted con el objeto de formular observaciones al Orden del Día N° 1.230, por las siguientes razones:

En la actualidad el tema se encuentra regido por la ley 23.576 promulgada el 19 de julio de 1988 (B.O.-27-7-88), y tuvo su origen en un proyecto conjunto de la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Comercio.

El proyecto de ley en revisión del Senado fue aprobado en sesión del 27 de septiembre de 1990 y modifica diversos artículos de la ley anterior.

La modificación apunta al objetivo principal de otorgar mayor agilidad a dichos instrumentos especialmente despejando algunos obstáculos fiscalistas de la ley vigente otorgando importantes exenciones impositivas referidas al impuesto de sellos y al impuesto a las ganancias, fundamentalmente.

En líneas generales debe entenderse en el marco más amplio de la política económica implementada por el gobierno nacional con un sesgo claramente privatista priorizando la apertura económica y la desregulación, otorgando fuertes beneficios al sector privado. Según las propias palabras de los directivos de la Comisión Nacional de Valores hasta la sanción de la ley 23.546 el sector privado no contaba con un plexo normativo apropiado para competir en "condiciones razonables" con el principal tomador de fondos: el Estado argentino.

En primer lugar, merece destacarse la generosa posibilidad que por el proyecto en cuestión se le otorga a las sociedades constituidas en el extranjero para emitir este tipo de obligaciones en igualdad de condiciones que las sociedades nacionales (artículo 1º). La apertura hacia los intereses extranjeros posibilita hoy una igualdad de trato incluídas las exenciones impositivas para las empresas extranjeras.

Otro aspecto liberalizador lo constituye la desvinculación de las condiciones de suscripción respecto de las normas fijadas por el mercado cambiario (artículo 4º).

En efecto la ley 23.546 prevé que la suscripción de las obligaciones emitidas en moneda extranjera deberían adecuarse a las normas vigentes en el mercado cambiario, en tanto la nueva modificación establece que la suscripción, así como el cumplimiento de los servicios de renta y amortización cuyos pagos fueran afectados en plazas del exterior, respecto de obligaciones emitidas en moneda extranjera, quedarán regidas por las propias condiciones de emisión.

Por lo tanto, quedaría librada a la voluntad de las partes la determinación de las condiciones de suscrip-

ción en detrimento del poder regulador del Estado que éste ejerce a través de la regulación del mercado cambiario.

Otro aspecto a destacar lo constituye la posibilidad que otorga a los exportadores que emitiesen sus obligaciones en moneda extranjera a imputar parte de las divisas provenientes de las exportaciones a la constitución de un fondo "en el país o en el extranjero" para atender a los servicios de renta o amortización, eximiéndolos de ingresar al país dichas divisas, omitiendo asimismo el establecimiento de límite alguno respecto de la proporción de divisas que se verían afectadas a dicho fondo. La ley nada establece acerca del control que el Banco Central debería efectuar sobre dichos fondos depositados en el exterior.

Con respecto a las exenciones impositivas los artículos 35 y 36 del proyecto eximen del impuesto a los sellos los actos y contratos vinculados a la emisión, suscripción, colocación y transferencia de las obligaciones negociables, como asimismo del impuesto a las ganancias respecto de las ganancias derivadas de las obligaciones. Dichas exenciones quedarán sin efecto según lo establece el artículo 37 cuando la emisora no cumpla con los fines que los fondos obtenidos deban aplicarse.

El artículo 37 mantiene lo establecido en la ley anterior respecto de la aplicación de los fondos inversores a realizarse en el país en activos físicos, a la integración de capital de trabajo y a la refinanciación de pasivos incluyendo ahora la posibilidad de destinarlos al otorgamiento de préstamos también para los fines anteriores cuando las emisoras fueran entidades financieras. El proyecto no establece condición ni especificación alguna respecto a la inversión de dichos fondos (salvo el destino) otorgándole amplias facultades de contralor a la Comisión Nacional de Valores.

*Franco A. Caviglia.*

2

Buenos Aires, 3 de mayo de 1991.

*Al señor presidente de la Honorable Cámara de Diputados de la Nación, don Alberto R. Pierri.*

S/D.

De nuestra consideración:

Tenemos el agrado de dirigimos a usted en los términos previstos por el artículo 95 del reglamento de esta Honorable Cámara de Diputados de la Nación con el objeto de formular observaciones al Orden del Día N° 1230 correspondiente al dictamen de las comisiones de Economía, de Legislación General, de Finanzas y de Presupuesto y Hacienda propiciando la sanción de una ley sobre modificaciones al régimen de obligaciones negociables.

En el mismo se propone —artículo 35, 36, 36 bis, 37 y 38— la exención de impuestos cuyo producido fue recientemente destinado por ley de este mismo Congreso de la Nación al Fondo Educativo.

Oportunamente hicimos conocer nuestra opinión en el sentido de lo insuficiente de los recursos que se destinaban para superar la crisis que padece la educación argentina.

A esto debemos agregar —si se sancionara según el dictamen que observamos— una quita cuyo perjuicio es difícil determinar con exactitud, aunque se puede señalar con todo acierto, que no será poco.

En primer lugar porque en virtud de las recientes modificaciones legales, económicas y financieras no se puede prever la recaudación futura, o en su caso la exención; en segundo lugar porque en el estado de emergencia de la educación argentina lo mínimo puede constituir un grave perjuicio.

Pero además para un país que atraviesa un tránsito tan difícil como el nuestro y que aspira fervientemente a superarlo quitarle recursos a la educación es una señal muy contradictoria, cuando no muy mala, frente a la cual dejan de ser válidas todas las argumentaciones de orden económico, comercial y financiero.

Por las razones expuestas que ampliaremos en el debate dejamos presentada nuestra observación al Orden del Día N° 1230.

Sin otro particular saludamos al señor presidente muy atentamente.

*José G. Dumón. — Luis M. González.*

**Sr. Presidente (Pierri).** — En consideración en general.

Tiene la palabra el señor diputado por la Capital.

**Sr. Domínguez (J. M. R.).** — Señor presidente: es evidente la necesidad de producir un vigoroso crecimiento del mercado de títulos para sostener el financiamiento no inflacionario del crecimiento de la producción y para permitir el acceso de nuestro país a los mercados internacionales de capitales previo desarrollo de su mercado interno.

Las modificaciones a la legislación vigente que se propone están dirigidas principalmente a procurar este objetivo, estimulando la fuerte demanda de los títulos...

—Mientras el orador hace uso de la palabra, el señor diputado Avila Gallo formula manifestaciones desde su banca.

**Sr. Presidente (Pierri).** — Señor diputado Avila Gallo: le ruego que deje de obstruir el normal desarrollo de la sesión y que se abstenga de hacer proselitismo desde su banca. Usted no está en el uso de la palabra, que la Presidencia le cederá gustosamente cuando corresponda.

**Sr. Avila Gallo.** — ¡Así se juzga la situación de Tucumán en el Congreso de la Nación!

—El señor diputado Avila Gallo hace abandono del recinto.

**Sr. Presidente (Pierri).** — Continúa en el uso de la palabra el señor diputado por la Capital.

**Sr. Domínguez (J. M. R.).** — Decía que es evidente la necesidad de producir un vigoroso desarrollo del mercado de títulos para sostener el financiamiento no inflacionario del crecimiento de la producción.

Las modificaciones que se proponen a la legislación vigente están dirigidas a producir el arranque del mercado de títulos, más allá de toda diferencia sectorial en relación a obligaciones negociables, procurando estimular la oferta y demanda de los títulos de deuda.

Asumiendo el compromiso de producir los cambios mínimos necesarios para incrementar el volumen del mercado por medio de estas propuestas, aspiramos a lograr a corto plazo resultados viables y efectivos que permitan multiplicar el tamaño del mercado de títulos.

Las obligaciones negociables son instrumentos de deuda emitidos por empresas y bancos con el fin de obtener fondos en el mediano y largo plazo. De esta forma las compañías titularizan su endeudamiento mediante un mecanismo de financiación muy eficaz, ya que permite elegir muy libremente los plazos, el ajuste de capital, los intereses y las garantías ofrecidas con el fin de captar un amplio espectro del ahorro nacional. Para los potenciales inversores las obligaciones negociables son una alternativa de inversión, ya que permiten diversificar los riesgos, los retornos y la liquidez de las carteras de inversión que ya incluyen los bonos e instrumentos de crédito que existen actualmente en nuestro país.

Quiero destacar muy especialmente que el proyecto de reforma a la ley 23.576 que hoy consideramos ha sido el resultado de un trabajo conjunto de los bloques mayoritarios de esta Cámara. Esta es una excepción al conjunto de medidas legislativas que hemos tratado hasta el presente en el marco de la reforma económica que viene llevando adelante el gobierno. Por primera vez tenemos un dictamen sobre una reforma significativa que es apoyado por los bloques más importantes de esta Cámara.

Pretendemos que como consecuencia directa de la titularización de los activos se presente con intensidad en nuestro país el proceso que internamente se ha dado en llamar de democratización del capital. De este modo se facilita y promueve la distribución amplia de la propiedad privada entre el público, y se asegura que por efecto de esa misma dispersión la propiedad de los negocios no quede confinada a estructuras familiares o grandes concentraciones económico-financieras.



De esta manera, especialistas y doctrinarios coincidieron en ocasión de la sanción de la ley 23.576 en que la oferta pública de las obligaciones negociables tendría como efecto —entre otros— el de constituirse en la antesala de la apertura del capital de las empresas familiares, pondría a disposición de los accionistas instrumentos de menor riesgo que las acciones que ya poseen y permitiría mejorar la relación empresa-proveedor, debido a un mejor aprovechamiento de la capacidad ociosa de financiamiento que poseen y, eventualmente, convertiría el título en forma de pago.

El público inversor podrá evaluar la trayectoria y seriedad de cada empresa y la calificará en el momento de elegir obligaciones negociables de una u otra sociedad. Entonces los emisores se verán obligados a competir en la difusión de información sobre el acontecer económico de sus empresas a efectos de obtener mejores condiciones de colocación de sus títulos, dando así mayor transparencia al conjunto de la economía.

Por esta vía estaríamos terminando con el antiguo y prevenido recelo de los empresarios exitosos que pretenden disimular esta auspiciosa circunstancia. Deberán exhibirse proyectos rentables, empresas sólidas y empresarios responsables, pues no se coloca en el mercado cualquier título ni a cualquier precio sino sólo aquellos que por sus posibilidades resultan más atractivos desde el punto de vista de la demanda.

Así, pues, las obligaciones negociables ofrecen una doble ventaja. Al orientarnos en dirección de los mercados de capitales en pleno desarrollo, en países donde la gravitación de este título valor alcanza niveles trascendentes, se constituyen en base de crecimiento, dinamizando la rentabilidad directa entre la comunidad de ahorristas y empresas, así como entre el ahorrista y las empresas. Y, como consecuencia directa de ello, por medio de su emisión habrá un camino para superar la actual orfandad que tienen las empresas argentinas para lograr recursos externos que se agreguen a su autofinanciamiento.

Nuestro proyecto de reforma fue llevado a cabo, como he dicho, mediante la tarea conjunta de distintos bloques. Llevó tiempo poner a punto el esquema normativo que rige la materia en tratamiento.

Luego de sancionada la ley, advertidas ciertas diferencias, dentro de los límites reglamentarios se las corrigió en buena medida. Por lo tanto, finalizada la tarea de dar el marco legal correspondiente, hemos pasado al tiempo de los aná-

lisis críticos y a las propuestas para mejorar el esquema sancionado, que por cierto es perfectible.

Con anterioridad a la sanción de la ley 23.576 la creación de títulos valores atípicos, fincada en el principio de la libertad de su creación, no tuvo mayor éxito pues —entre otras razones— había cuestiones que sólo podían ser definidas por ley, principalmente las de índole fiscal, única forma de otorgar la seguridad jurídica necesaria para respaldar estos títulos.

Siguiendo los criterios enunciados se propone esta reforma por medio de la cual se adecuaría un eficaz mecanismo para lograr los siguientes objetivos: primero, repatriar capitales argentinos en el exterior; segundo, financiar las inversiones productivas, aumentando el producto bruto interno y, por ende, la base imponible de las empresas; tercero, generar capitales necesarios para asegurar el éxito de la política de privatizaciones; y, finalmente, otorgar al sector privado el necesario crédito a mediano y largo plazo, contribuyendo al éxito de la política antiinflacionaria, mejorando el perfil exportador del país y reactivando de esa manera la economía.

Existen en nuestro país empresas con interés en emitir obligaciones negociables y colocarlas en el exterior para financiar inversiones por un valor aproximado a los 300 millones de dólares, siendo de vital importancia contar con un marco jurídico que permita generar un real mercado de capitales, dando la oportunidad de repatriar parte de los capitales argentinos en el exterior, consigna bajo la cual se elaboró este proyecto de ley.

Sin embargo, la alentadora perspectiva de repatriar parte de los capitales fugados se verá frustrada en tanto y en cuanto se mantengan, primero, el gravamen del 14,4 por ciento a la renta sobre el capital invertido por los beneficiarios del exterior; segundo, el impuesto a la transferencia de títulos valores del 0,75 por ciento en el mercado abierto y 0,50 por ciento en el mercado bursátil, que quita liquidez, una condición necesaria para cualquier mercado de capitales; tercero, el impedimento a que la empresa emisora pueda crear un fondo de garantías en el país o en el exterior con las divisas provenientes de las exportaciones para atender los servicios de renta y amortización de los títulos emitidos; y, cuarto, los límites a la deducción de intereses, actualizaciones, gastos y descuentos de emisión y colocación.

Los beneficios que esta modificación de la legislación puede reportar al país podrían ser similares a los obtenidos por México, que ha dejado de gravar a los inversores del exterior

que compran bonos de las empresas mexicanas. De este modo se ha obtenido un financiamiento en los mercados internacionales equivalente a 1.800 millones de dólares.

Un país no puede crecer sin capitales. Por ello es menester presentar oportunidades atractivas para la inversión, y no gravarla. Haciendo un pequeño sacrificio en el corto plazo, el fisco podrá obtener mayores ingresos en el mediano y largo plazo en cuanto los proyectos financiados por las obligaciones negociables emitidas por las empresas comiencen a generar utilidades y a tributar al fisco.

—Ocupa la Presidencia el señor vicepresidente 2º de la Honorable Cámara, doctor Jorge Reinaldo Vanossi.

**Sr. Domínguez (J. M. R.).** — Señor presidente: a continuación me referiré a las modificaciones concretas que queremos introducir a la ley 23.576.

La modificación al artículo 1º, referido a las entidades emisoras, prevé incorporar como tales, además de las ya previstas por la actual ley, a las sucursales de las sociedades constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la ley de sociedades comerciales.

De más está destacar que esto implica ampliar el espectro de tomadores y colocadores de fondos por medio de este instrumento que pretendemos promocionar con la norma que estamos considerando.

En la modificación al artículo 3º, en materia de garantías proponemos ampliar las consideraciones a tener en cuenta cuando las obligaciones tengan garantías.

La modificación al artículo 4º es de vital importancia para el desarrollo del mercado de capitales, pues se refiere a la moneda de emisión. Es indudable que hoy las preferencias del inversor se vuelcan a los instrumentos emitidos en moneda extranjera. La eventualidad de punciones o tasas de conversión de una moneda local a otra, como el caso brasileño, indica la necesidad de otorgar seguridad jurídica a estos instrumentos.

Durante varios años la República Argentina ha tenido un sinnúmero de políticas cambiarias, y muchas de ellas han producido cambios económicos drásticos para los inversores y ahorristas. Es necesario dotar de la máxima seguridad jurídica a las obligaciones negociables para que no existan dudas económicas ni legales sobre el tipo de moneda —local o extranjera— que se va a utilizar en cada emisión para pagar el capital y los respectivos intereses de las obligaciones.

Sin perjuicio de lo expuesto, se deben buscar los mecanismos que alejen toda posibilidad de

interpretación judicial a favor de un tipo de cambio que no refleje la realidad de los mercados.

La posibilidad de garantizar los flujos de rentas y amortización con los ingresos provenientes de las exportaciones es algo que existe en los mercados internacionales y que, además, otorgaría garantías adicionales para los inversores en los inicios del mercado de obligaciones negociables.

De esta manera, las compañías emisoras que otorguen a los inversores la posibilidad de cobrar los fondos procedentes de las obligaciones en forma directa desde el exterior se beneficiarían con una baja sustancial de su costo financiero a mediano y largo plazo, ya que desde el punto de vista de los inversores los títulos tendrían mucho menos riesgo cambiario que en la actualidad.

Para el artículo 7º de la ley 23.576 proponemos su modificación en lo referente a los títulos escriturales. La redacción que propiciamos versa sobre la necesidad de reflejar los requerimientos de los incisos a) y h) en los comprobantes de apertura y constancias de saldo, cuando las obligaciones sean escriturales. Como se ve, el artículo es de carácter absolutamente instrumental.

La modificación al artículo 8º se refiere a la portaduría. Los títulos representativos de obligaciones negociables podrán ser al portador. Este artículo ratifica el decreto del Poder Ejecutivo 288/90, donde se prevía la portaduría. Esta disposición es muy importante para la formación y consolidación de un mercado secundario, donde la liquidez se verá incrementada. Esta reglamentación permite assimilar a las obligaciones negociables una de las características básicas en los mercados de títulos —en la Argentina y en el exterior—, que es la fluidez de los títulos valores al portador. Con esta medida se beneficia al pequeño inversor, que ahora contará con un instrumento financiero de más fácil comercialización.

El artículo 10 proyectado se refiere a la información del acto de emisión. La norma contempla incorporar un requerimiento más al ser publicitado el acto de emisión. Dicho requerimiento se vincula con las fechas de las asambleas y la de la reunión del directorio que hayan decidido el empréstito y sus condiciones de emisión.

Con respecto al impuesto de sellos, al que alude el artículo 35 de la ley que se modifica, en la reforma que proponemos a la Honorable Cámara se define claramente el alcance de la exención de este impuesto, eliminando dudas relativas a contratos de *underwriting*, garantías de emisión y contragarantías concedidas por el

emisor a favor de los garantes. De esta manera se clarifica el alcance de este tributo y, por lo tanto, se brinda una mayor seguridad jurídica sobre la interpretación de la norma. Este nuevo marco jurídico permitirá a las empresas emitir obligaciones negociables sin correr el riesgo de que haya una interpretación errónea sobre este gravamen. Ello, en definitiva, disminuirá el costo de financiamiento de las empresas, lo que provocará una mayor cantidad de emisiones que ayudarán a la recuperación de la actividad productiva en nuestro país.

En relación al impuesto a los beneficiarios del exterior mencionado en el artículo 36 de la ley, proponemos la eliminación de discriminaciones. Este tributo se aplica a un sinnúmero de operaciones financieras de nuestro país y trae un claro perjuicio para el desarrollo de un mercado local de capitales que atraiga a inversores desde el exterior para financiar actividades productivas que hoy no se realizan por falta de recursos en el mercado local.

El argumento principal de esta modificación reside en que no existirán perjuicios recaudatorios para el fisco, ya que actualmente el Estado no obtiene ninguna recaudación por este concepto debido a que no hay un mercado de obligaciones negociables. Ello significa que no hay una base imponible sobre la que el impuesto pueda ser recaudable. Además, teniendo en cuenta que el ahorro argentino ha sido exportado a otros países del mundo, resulta de vital importancia traer y permitir el ingreso de capitales a nuestro país. Para ello es necesario que no exista discriminación entre el inversor local y el extranjero.

También es importante destacar que actualmente existe una ley sancionada por el Congreso que resulta fundamental para el proceso de transformación y recuperación económica. Se trata de la ley de emergencia económica, que consagra la igualdad entre el capital nacional y el extranjero. Asimismo, existiendo esta barrera para el ingreso de capitales del exterior disminuye la capacidad de recaudación impositiva del fisco, debido a que no aumentan las bases imponibles, sin que los capitales del exterior puedan utilizarse para financiar proyectos productivos. Esto último permitiría cobrar impuestos sobre el aumento de la producción generada por estos proyectos.

Por último, vale destacar que el beneficio inmediato que se produce al eliminar este impuesto reside en la disminución del costo financiero para las empresas que utilicen las obligaciones negociables como mecanismo de financiación.

En relación con el artículo 37, referido a la deducibilidad de las cargas emergentes de este organismo de financiación en el impuesto a las ganancias, incorporamos algunas modificaciones tendientes a permitir la formación de un mercado de títulos privados. Es preciso eliminar el límite de la deducción para el emisor, que actualmente la ley fija según la variación del índice de precios mayoristas (nivel general) más un 8 por ciento anual. Con la eliminación de este tope, se permitirá asimilar el tratamiento de este pasivo de largo plazo de la empresa emisora, con otros tipos de deudas.

La actual deducción establecida por ley es un claro impedimento al desarrollo de las obligaciones negociables; ello, por distintas razones. En primer término, debemos señalar que la evolución del índice de precios mayoristas (nivel general) con más el 8 por ciento anual, comparado con otros índices, genera desequilibrios muy significativos. Basta como ejemplo el año 1989, en el cual este índice se incrementó un 5.386 por ciento, mientras que la evolución del tipo de cambio fue de un 11.415 por ciento para el mismo período.

Otro impedimento consiste en la medición particular de cada ejercicio, en vez de comparar la vida de la obligación.

Lo aconsejable es contemplar distintos límites, según las condiciones de emisión. De esta manera, las empresas emisoras no sufrirán costos extraordinarios al poder ajustar el índice de las condiciones de emisión. En consecuencia, no se verán obligadas a reducir el retorno al inversor que antes realizaban, en que el costo de endeudamiento de aquellas se veía incrementado desmedidamente. El inversor, a su vez, se beneficiará con esta nueva reglamentación pues podrá obtener mejores retornos para su inversión y por lo tanto se verá incentivado a volcar su ahorro hacia este tipo de instrumentos financieros.

En el artículo 38 propuesto se mencionan las diversas sanciones que sufrirá la entidad emisora por incumplimiento del artículo 36.

La proyectada supresión del artículo 40 se refiere a la vigencia temporal de las exenciones impositivas. Consideramos que eliminando este artículo, que actualmente fija como límite para las exenciones impositivas el 31 de diciembre de 1990, se permitirá la consolidación del mercado de títulos privados del país.

La permanencia de las exenciones permitirá que las empresas no se vean limitadas para emitir obligaciones negociables ante la incertidumbre de lo que pueda ocurrir en el futuro en el

marco impositivo. La existencia de tales exenciones es fundamental para el desarrollo y la consolidación del mercado de capitales argentino. Además, es esencial la existencia de un mercado de capitales, que entre otros permitiría cumplir con objetivos tales como la reactivación de la economía.

En este sentido las obligaciones negociables se transformarán en una herramienta fundamental de financiamiento para la industria nacional en general y para la pequeña y mediana empresa en particular, ya que les posibilitará tener acceso al crédito a largo plazo y a razonables tasas por endeudamiento.

El acceso rápido al crédito que posibilitan las obligaciones negociables permitiría reactivar toda la industria y otorgar una fuente de financiamiento eficaz para los proyectos de inversión que hoy se encuentran postergados.

El segundo objetivo que podría alcanzarse con un mercado de capitales es la obtención de una herramienta para la privatización. En efecto, la obligación negociable es el instrumento ideal que permitiría a las empresas que participan de las privatizaciones tener la posibilidad de obtener dinero fresco, lo que posibilitaría aumentar la porción de dinero en efectivo que se ofrece en los precios por cada una de las empresas licitadas. De esta manera, los ingresos de la Tesorería de la Nación se incrementarían en forma significativa y a su vez el gobierno podría salvar una de las mayores trabas que tiene hoy el proceso de privatizaciones, que es la dificultad que tienen las empresas para financiar las adquisiciones de las desestatizadas.

El tercer objetivo se relaciona con la entrada de capitales del exterior. Existen hoy inversores extranjeros que están muy interesados en invertir en nuestro país pero que realmente no encuentran el instrumento adecuado para realizarlo ya que, como sucede en la mayoría de los países del mundo, desean operar en un mercado de capitales desarrollado. Para profundizar ese tipo de mercados no hay nada mejor que permitir el desarrollo de los títulos privados. De esta manera —como ya se ha logrado en otros países latinoamericanos, como Chile, México, etcétera— se podrán absorber esos capitales extranjeros que se encuentran en distintas regiones del mundo.

El artículo 42 de la actual ley se refiere a la transferencia de las obligaciones negociables. Actualmente esta transferencia se encuentra gravada, ya sea que se efectúe por el mercado abierto o el bursátil. Además, se puede comprobar que la tasa con que nuestro país grava esta actividad

es la más alta del mundo. El impuesto perjudica fundamentalmente al pequeño ahorrista, que por lo general necesita un instrumento de alta liquidez y que a su vez le rinda un buen retorno. La existencia de este impuesto dificulta su comercialización; por lo tanto, cuando un inversor necesita vender la obligación negociable para generar capital líquido, se encuentra con este problema, y si a esto le sumamos que la incidencia de este impuesto sobre el retorno de la obligación es elevadísima, el efecto de este gravamen es tremendamente negativo para el inversor que quiere canalizar sus ahorros en este tipo de instrumentos.

Queda en evidencia que nuestro país es el primero en el *ranking* de gravámenes a la transferencia de títulos-valores, lo que implica que por vía fiscal aquí se desalientan las transacciones en los circuitos bursátiles, sinónimo de desaliento también hacia el fortalecimiento del mercado de capitales.

El explosivo crecimiento de los mercados de capitales internacionales en los últimos veinte años y la internacionalización del flujo de recursos desataron una encarnizada competencia entre los distintos centros financieros del mundo por ofrecer menores costos mediante tecnología y eficiencia. En igual sentido han actuado los gobiernos que comprendieron la importancia del mercado de capitales en el desenvolvimiento de la economía real, y de ahí que la tributación de esta operatoria haya sido severamente acotada. La tendencia, no sólo en los centros financieros grandes sino también en los pequeños y emergentes, es abaratar lo más posible cada operación.

Nuestro país, con un mercado de capitales que por su volumen es sólo comparable con el de las economías más atrasadas, tiene el triste privilegio de encabezar el cuadro de posiciones con el tributo más alto en esta materia, equivalente a cinco veces el promedio de 30 países.

Concluiré diciendo que según estudios de la Corporación Financiera Internacional de 1977, nuestro país se ubica entre las naciones de menor desarrollo relativo en el mercados de títulos, tendencia que aun es más marcada en relación a su nivel de ingreso. Trece años después, la situación no ha evolucionado significativamente. Sin embargo, esta conclusión negativa puede dar lugar a otra positiva: hemos iniciado un camino en el que hay mucho por hacer en un área donde los resultados deberían permitir una fácil coincidencia de beneficios sociales y privados.

La exportación de otros países en desarrollo muestra que la línea de evolución de los mer-

cados de títulos pasa por cambios en los marcos legislativo y regulatorio, incluyendo el impositivo.

Brasil introdujo una legislación destinada a estimular la demanda en 1965, cuando la compra y venta de acciones en San Pablo y Río de Janeiro sumaban 131 millones de dólares por año; así en 1971 el volumen negociado en ambos mercados llegó a 4.800 millones de dólares.

En Corea las medidas se concentraron en la promoción de la oferta pública y la inversión extranjera. Para este último fin se eliminó el impuesto a la remisión de dividendos al exterior, por inversiones realizadas en empresas locales.

Mediante la iniciativa en consideración y siguiendo el ejemplo de experiencias exitosas llevadas a cabo en otras partes del mundo, proponemos alentar la emisión de obligaciones negociables, lo cual es apto para realimentar el proceso económico y permitir en muchos casos que retornen del exterior aquellos fondos que se alejaron por no existir condiciones adecuadas en nuestros mercados. En definitiva, con este proyecto pretendemos sentar bases para la repatriación de capitales, que permitan obtener el financiamiento necesario a fin de poner en marcha el proceso productivo que posibilitará la reactivación de nuestra economía.

Adelanto que en oportunidad de la consideración en particular de este proyecto de ley propondremos también algunas modificaciones en lo referente al impuesto a los activos, pues consideramos que las obligaciones negociables no deben estar exentas de ese gravamen. *(Aplausos.)*

**Sr. Presidente (Vanossi).** — Tiene la palabra el señor diputado por Mendoza.

**Sr. Baglini.** — Señor presidente: no por espereado y demorado el proyecto en consideración deja de tener fundamental importancia para perfeccionar una vía que nace allá por septiembre de 1987, oportunidad en que el Poder Ejecutivo nacional remitió a esta Cámara la iniciativa que habría de transformarse en la ley reguladora de las obligaciones negociables, cuya modificación hoy estamos impulsando.

En aquella ocasión los fundamentos del Poder Ejecutivo apuntaban a la creación de un título de deuda privado, emitido por sociedades comerciales, que fuese capaz de generar un mercado de capitales virtualmente inexistente. Ello, en una Argentina en la cual todos los días se habla de inversión en la Bolsa, aunque quizás hayan transcurrido quince años sin que exista una sola emisión accionaria nueva que signifique una verdadera incorporación de capital al

juego de las empresas privadas en el país. En aquel momento, frente a esa distorsión de términos a raíz de la cual se califica de inversión a las operaciones de bicicleta, la idea del Poder Ejecutivo fue simplificar procedimientos que estaban disponibles en la legislación pero que eran inutilizables por una empresa moderna, como la emisión de debentures, por la complejidad de administración del sistema y su costo, y la posibilidad de los bonos convertibles en acciones, que tampoco pudo ser aplicado como método para arrimar capital a la empresa privada.

La historia demuestra que quienes hoy aparecemos con los roles cambiados tal vez teníamos razón cuando como oficialistas llamábamos la atención sobre la necesidad de no acotar o limitar excesivamente, en razón del tratamiento impositivo, el beneficio que se pretendía otorgar a un papel naciente. Este era una suerte de ave Fénix que intentaba renacer en medio de un bombardeo, dentro de una economía de altísimas fluctuaciones como lo es la argentina, con el riesgo de que el título que se proyectaba incorporar se transformara en no competitivo respecto de la magnitud de las ventajas y volumen que comenzaban a adquirir los títulos públicos; pero también existía la posibilidad de que se convirtiese en no competitivo a raíz de la serie de dificultades que para una empresa privada importaba el riesgo de asomarse a una emisión en la que no sólo pesan los controles de la Comisión Nacional de Valores sino también los gastos preliminares y los riesgos posteriores que conlleva la emisión de un título en serie, y que sólo pueden ser asumidos si se tiene la certeza de que podrá ser efectivamente colocado.

La historia mostró que lo que fue legislado en 1987 sólo produjo una docena de colocaciones de emisiones de obligaciones negociables en su mayoría de empresas de primera línea que no alcanzaron la difusión que el Poder Ejecutivo y el Legislativo le habían querido dar al título que se generó por la ley 23.576.

A lo largo del camino unos y otros, los que antes ocupábamos el oficialismo y el Poder Ejecutivo y hoy estamos en la oposición, y aquellos a quienes hoy les toca asumir la responsabilidad del gobierno y antes eran oposición, llegamos a la conclusión de que era imprescindible reformular el mecanismo de la ley afectando menos de un cuarto de sus disposiciones, a fin de dar un nuevo impulso al mercado de capitales mediante un mecanismo que superara la barrera que tuvo el inicial.

En el año 1990 tuvo lugar el ingreso del proyecto respectivo a la Cámara de Senadores. No debemos olvidar que nos hallábamos en una época plagada de infracciones cometidas por el "cadete travieso" de la Secretaría Legal y Técnica de la Presidencia, quien olvidaba que la Constitución exige que los proyectos de naturaleza impositiva deben ingresar por la Cámara de Diputados.

Advertimos este error a través de varios proyectos de resolución. Incluso el 26 de septiembre de 1990 esta Cámara solicitó al Poder Ejecutivo que retirara del Honorable Senado el mensaje 1.242 con el que se acompañaba un proyecto de ley referente al régimen de las obligaciones negociables, que necesariamente debió haber ingresado por la Cámara de Diputados, y le pidió al Honorable Senado que si el Poder Ejecutivo le remitía en el futuro proyectos sobre materia impositiva los enviase a esta Cámara, en cumplimiento de las normas constitucionales.

El Poder Ejecutivo recibió con anterioridad varias advertencias por actitudes de este tipo. La primera de ellas estuvo relacionada con la ley de emergencia económica, que contenía disposiciones de carácter estrictamente impositivo y paraimpositivo, como por ejemplo las normas de promoción industrial. La segunda advertencia se refirió al envío al Senado, para su ratificación, del decreto 435/90, que estaba plagado de impuestos. La tercera estuvo originada en el proyecto a cuya consideración estamos abocados.

En homenaje a la comunicación enviada por este cuerpo el 26 de septiembre próximo pasado, el Honorable Senado sancionó la iniciativa el día 27 y así nos dejó la difícil tarea de desempañar constitucional y administrativamente un proyecto cuya validez de propósitos no puede negarse, pero para el que era imprescindible que se reasumiesen las funciones constitucionales originarias de esta Cámara.

Esto motivó que varios señores diputados del bloque Justicialista presentaran un proyecto rescatando la esencia de lo que había sido el proyecto originario del Poder Ejecutivo y absorbiendo la experiencia que habían dejado las discusiones producidas en esta Cámara y en el Senado. Dicha iniciativa se une a los proyectos presentados por los señores diputados Ibarbia y Natale, quienes venían pugnando por la reformulación de la ley.

Deseo corregir una expresión formulada por el señor miembro informante en razón de que ésta no es la primera iniciativa en la que, tratándose de una herramienta fundametal y de

fondo, los bloques mayoritarios arriban a un consenso, por más forzado que éste sea.

No podemos olvidar la experiencia vivida en relación con la ley penal tributaria y con la ley de reforma del Estado, en donde si bien no arribamos a ningún consenso se hicieron valiosos aportes.

El bloque de la Unión Cívica Radical ha observado siempre una conducta invariable, cual es la de intentar —aun a pesar de la visión crítica que tenemos del manejo que se hace de la economía— aportar herramientas concretas que sirvan para superar una situación que no provoca sólo la preocupación del actual gobierno, sino del conjunto de los argentinos.

Esta es otra de las herramientas a las que nos referíamos, tal como ocurrió, por ejemplo, con uno de los primeros proyectos presentados por el bloque Justicialista, conocido como la "ley de los argendólares", es decir, de los depósitos en moneda extranjera, que contó con el consenso unánime de los bloques que conforman el cuerpo y respecto del cual hicimos todos los aportes necesarios para mejorar la iniciativa originaria.

En dicho itinerario el Poder Ejecutivo no sólo se ha orientado a producir inconvenientes administrativos en el tratamiento parlamentario de esta norma; ha producido otro de los tantos milagros tributarios a los que nos tiene acostumbrados. Milagros que en este país se consiguen con decretos que, por ejemplo, permiten cambiar la composición del Tribunal de Cuentas de la Nación o al titular de la Fiscalía Nacional de Investigaciones Administrativas, intervenir organismos como el Instituto Nacional de Vitivinicultura sin fundamento alguno, derogar impuestos en virtud de la emergencia económica, e incluso, en el tema de obligaciones negociables, resucitar muertos, algo que hasta ahora estaba reservado sólo a las escenas bíblicas.

Lo cierto es que la ley de obligaciones negociables tenía un plazo de vencimiento para los beneficios impositivos: el 31 de diciembre de 1990. El plazo venció, y como la ley no se reformó —por los inconvenientes que he descrito respecto de la Cámara de origen—, el Poder Ejecutivo, que estaba autorizado para extender la vigencia de las exenciones impositivas, dispuso el 4 de abril por medio del decreto 599/91 —cuatro meses después de haber fenecido la exención— prorrogar a partir del primero de enero de 1990 los beneficios impositivos para todas las obligaciones negociables

emitidas. Es decir que con esta retroactividad de cuatro meses se resucitó a un muerto y se puso sobre el tapete un nuevo episodio de los tantos desórdenes tributarios a que estamos acostumbrados.

Mientras tanto, no hay plata para pagar a los jubilados el respectivo aguinaldo —no por un problema inflacionario sino de caja—, aunque sí la hay para regalar dos puntos del IVA a las empresas telefónicas; y tampoco hay plata para mejorar los salarios o haberes previsionales, pero sí para regalar impuestos en negociaciones sectoriales —que en una de éstas son sectores dentro de sectores, como es el caso de la negociación sectorial vitivinícola, donde se acuerda con las empresas líderes que ni siquiera fraccionan en origen y que en cambio tienen sede en la Capital Federal, para bajar el precio del vino a cuenta de algunos impuestos. Esto demuestra que el Poder Ejecutivo hace lo que quiere y dispone beneficios —a espaldas del Congreso— no para sectores industriales sino para alguien con nombre y apellido. Lo propio ocurre cuando por decreto se modifica la ley del Fondo de Autopistas, como en tantos otros ejemplos que ahora no voy a enumerar, en donde el Poder Ejecutivo termina todos los días dinamitando la capacidad de recaudación.

De qué nos vamos a asombrar si alguien se queja porque la recaudación no funciona bien, si hace ocho meses que entre el secretario de Finanzas Públicas de turno y el ministro de Economía, también de turno, se habla un día, de blanqueo; otro, de repatriación de capitales; otro, de regularización impositiva, y otro se dice una cosa distinta. Así, en estas condiciones, es difícil que alguien se decida a pagar los tributos, mucho más cuando no se sabe qué impuestos hay que pagar. Esto es así porque un día se dice que se van a derogar los impuestos "parche", y otro se manifiesta que no; pero resulta ser que luego se va a aumentar en dos puntos el IVA, mientras otro día seguramente acontecerá algo diferente o contrario.

En consecuencia, en medio de todo esto se produce por decreto otro milagro: la resurrección de la exención impositiva de las obligaciones negociables, que es solamente uno más entre los fenómenos que se están produciendo bajo el cielo estrellado de la constelación tributaria de este gobierno.

Inclusive, el señor subsecretario de Finanzas Públicas se dio el lujo de eximir por carta de la obligación de pagar impuestos, suplantando la voluntad del legislador —al que presupone haber

incurrido en gruesos errores—, tal cual se desprende de ciertas cartas que andan por ahí rígidas en su momento al Mercado de Valores interpretando lo que el Congreso quiso decir al sancionar la ley 23.905.

Pero haciendo punto aparte con esta disquisición que hace al tema pero no a su sustancia, quiero manifestar que la comisión ha hecho un buen aporte a una discusión seria, en la que han estado presentes todas las luces y las sombras de las obligaciones negociables. Quienes conformamos este cuerpo —sobre todo los que hemos seguido la historia de estas obligaciones negociables a partir de 1987— seguramente nos hemos visto asaltados más de una vez por las mismas preocupaciones que han manifestado diversos legisladores entre ellos los señores diputados Fontela y Ramos, o por lo que plantea el señor diputado Aramouni en su dictamen de minoría.

Aclaro que todas esas preocupaciones fueron tenidas en cuenta durante las conversaciones y discusiones para conformar criterios en el seno de la comisión que, finalmente, creo ha arribado a un buen mecanismo sin que ello signifique que le haya puesto un cerrojo inviolable a la evasión de capitales en la Argentina, al desvío del crédito con orientación no productiva o a la habitual gimnasia nacional propensa a la bicicleta financiera.

Sin duda, la tarea de la comisión fue consensuar una reforma con unos pocos objetivos que no puedo dejar de remarcar. Lo que esta reforma pretende no es lograr que el sector privado tenga un superbónex sino que las empresas cuenten con un título en condiciones de competir con los títulos públicos para conseguir financiamiento reproductivo, es decir, un financiamiento dirigido no hacia una actividad especulativa sino hacia una actividad productiva. En todo caso, lo que se pretende es un bónex privado.

Con esta reforma se quiere lograr crédito a largo plazo para las empresas privadas, porque el defecto central de la economía argentina —cualquiera sea el cristal político con el que la analicemos— radica en que no ha podido resolver su principal problema que es, la carencia de inversión. Ese es su talón de Aquiles y, por lo tanto, un mecanismo que tienda al crédito a largo plazo debe entenderse como la puerta de acceso al estado de inversión.

El proyecto no garantiza *per se* la generación del crédito a largo plazo, pero la existencia de mecanismos tendientes a ese fin es insustituible si queremos que retorne a la Argentina



la inversión que conocimos en el pasado, situación que sólo podrá darse en un marco de capitales fortalecidos y orientados hacia la actividad reproductiva.

Esto exigirá el sacrificio y la flexibilización de exigencias formales, que solamente tendrán sentido si se los entiende como sacrificios ante un altar para obtener un don o una gracia preciada como es la existencia del crédito a largo plazo. No se justificarían exenciones impositivas como las que contienen estas normas si no reconociéramos previo a todo que en la Argentina el crédito a largo plazo es muy fácil de obtener pero difícilísimo de concretar.

Hace apenas treinta días teníamos tasas de interés más bajas que en Suiza; actualmente y sin que el gobierno haya sufrido más que alguna magulladura o raspón en materia económica, la fluctuación de los mercados financieros está alertando que pasar de una economía de crédito con treinta días de vista en el horizonte a otra con cinco o diez años va a ser una cuestión muy compleja, y que ese objetivo justifica algunos sacrificios si con ellos generamos una política económica que funcione en un círculo virtuoso como hace muchos años que no conocemos en la Argentina.

De manera que al propiciar esta reforma la comisión, luego de considerar los diversos proyectos sobre el tema, interpretó que los beneficios y ventajas administrativos e impositivos que se conceden no están dirigidos a la concreción de *swaps*, de préstamos de corto plazo o de pases, sino de un crédito que va más allá de los *commercial papers* aprobados por resolución 173 de la Comisión Nacional de Valores, que son créditos de corto plazo que se extienden por períodos que van de los tres meses a los tres años.

Aquí estamos hablando de un mínimo de dos años para la restitución íntegra del capital, de una operación en la cual el horizonte financiero de los capitales virtualmente desaparece, porque por muy benevolentes que seamos con el escenario económico que las propias autoridades económicas pretenden pintarnos, nadie en la Argentina tiene dibujado el escenario del día 1º de enero de 1992, y aquí estamos hablando de un plazo que cuadruplica la lejanía de ese escenario o de ese horizonte.

Las reformas que propone la comisión sólo pueden entenderse como factibles dentro del sistema impositivo actual que tiene la Argentina y dentro del sistema cambiario actual. Esto no significa que necesariamente compartamos que éste es el mejor diseño de sistema cambiario y de sistema impositivo. Por el contrario,

hemos marcado una y otra vez que no tenemos el sistema impositivo del que deberíamos disponer y que estamos manipulando un sistema cambiario al punto que hemos llegado a un cerrojo como la ley de convertibilidad, luego de una inestabilidad cambiaria realmente impresionante en un mundo en el cual, si bien hay oscilación de las monedas, nadie puede equiparar nuestro *record*.

Pero las divergencias de criterio respecto de eso no pueden hacernos perder de vista que hay que hacer funcionar el crédito de largo plazo ahora, antes de que sea tarde. Por eso la presente normativa sólo puede pensarse en el contexto de un sistema impositivo que incorpora un impuesto a las ganancias como el que hoy se está diseñando y del cual han desaparecido los impuestos al patrimonio neto o a los beneficios eventuales que había antes de que se produjeran las sucesivas reformas, y dentro de un sistema cambiario cuyo marco está dado por la propia ley de emergencia económica y por el decreto 1.225/89, que permite el mantenimiento de fondos en el exterior o la repatriación de las utilidades de las inversiones extranjeras virtualmente sin límite.

A veces uno podría pensar que vivimos en la confusión de una Argentina que quiere repatriar capitales y que todos los días establece en su régimen legal disposiciones que pueden hacer que se vaya un capital que ya está en el país. Pero es un riesgo que hay que correr en aras de este diseño de crédito de largo plazo.

No quiero dejar de advertir que este sistema sí tiene algunos peligros cuya responsabilidad de despeje y de evitación no están en lo fundamental en manos del Congreso. Hasta donde fue posible hemos tratado de acotar esos peligros dentro de la flexibilidad de las normas. Así, por ejemplo, una propuesta de incorporación surgida en el seno de la comisión exige que cuando un exportador deja divisas en el exterior para constituir el fondo de pago de la deuda que asume con la obligación negociable, tales divisas no pueden superar los valores que derivan del propio cronograma de la obligación negociable. Lo más grave que podría ocurrir es que un mecanismo para la repatriación de capitales se torne en una herramienta útil para la fuga.

Por la misma razón, si bien ha desaparecido el tope que existía en relación con el impuesto a las ganancias —en virtud del cual solamente era deducible un importe equivalente a la actualización por el índice de precios mayoristas más el 8 por ciento—, también se exige que los ren-



dimientos que se ofrecen al colocar la obligación negociable estén en función de los rendimientos reales del mercado. No podríamos tolerar que con este mecanismo una empresa pudiese evadir ganancias gravadas prometiendo a sus acreedores con un "papelito" que les pagará una tasa de interés que multiplique, por ejemplo, por diez los rendimientos reales del mercado, porque esto sería simplemente convalidar el abuso del derecho, la defraudación tributaria y la inmoralidad por vía legislativa. Y no estamos para prestarnos a eso.

El Congreso es apenas el padre de la criatura, pero la entrega en manos de las autoridades de contralor, que deberán guiar su desarrollo y serán las responsables de la fortaleza de espíritu y de cuerpo de este niño, de esta criatura que estamos creando con las obligaciones negociables. Esto implica una muy activa participación de la Comisión Nacional de Valores y del Banco Central en el contralor del destino de los fondos, porque éste no es un "papelito" para hacerse de fondos para la bicicleta financiera sino para proyectos de inversión reproductiva, para saneamiento de pasivos de empresas sobrecargadas, para la inversión en bienes físicos en el país y, en definitiva, para mejorar el circuito reproductivo de la economía.

Es necesario el efectivo contralor de una oferta pública que no facilite que este instrumento, que no nació con ese objetivo, se convierta en un medio para el autopréstamo, para burlar las disposiciones que suponen en definitiva una oferta pública a un número no determinado de suscriptores. Se requerirá además un control mucho más agudo en cuanto a la correlación entre los fondos que se dejan en el extranjero, cuando existen fondos de garantía de repago, con respecto a las obligaciones que se asumen en el programa de emisión de las obligaciones negociables.

Por último, será necesario un criterio de la autoridad de contralor para preservar la fe pública muy superior al que tuvieron hasta ahora otros títulos valores como las acciones.

Aquí estamos apuntando a dar el gran salto, a generar un mercado de capitales, lo cual supone la confianza del público que va a tomar un papel de una empresa a la que presume genuinamente controlada por los organismos que deben determinar si ella está cumpliendo con las normas que rigen la economía y con una sana práctica de la contabilidad. Ello implica asimismo no defraudar la confianza que el público deposita en las empresas.

Entonces, creemos que éste es un gran salto, una apuesta que el mercado internacional ha dado hace mucho. Cuando se repasan las estadísticas del Mercado Común Europeo se advierte que en los últimos diez años lo que ha evolucionado es el mercado de capitales, mucho más allá de las operaciones financieras clásicas. El banco que recibe depósitos y otorga préstamos está muriendo lenta e inexorablemente en el mundo. La operación financiera hoy consiste más en la búsqueda directa de financiamiento por parte de una empresa que intenta llegar hasta el público con la menor cantidad de intermediarios y con el menor costo posible.

Por eso es que en las estadísticas globales del Mercado Común, cuando se observan los bonos que emitieron todos los países en 1981, se advierte que esa emisión alcanzó a 52 mil millones de dólares, mientras que los préstamos bancarios en ese momento eran casi el doble: 94 mil millones de dólares. Pero casi diez años más tarde, a comienzos de 1989, mientras los préstamos bancarios sólo habían subido un 50 por ciento, es decir, llegaron a 133 mil millones de dólares, los bonos que circulaban en el mercado de capitales se habían multiplicado por cuatro, pasando a 225 mil millones de dólares.

Esta tendencia de evolución se refleja en el episodio de que no hay japonés que no duerma con su almohada sobre un bono de la Tesorería de los Estados Unidos, en que hoy en el mundo las empresas comerciales están colocando papeles mucho más allá de sus fronteras, y también en el fenómeno de México, que ha citado el señor diputado Domínguez. Ese ejemplo es una esperanza para los argentinos. Indudablemente será un camino difícil, pero queremos recorrerlo con la esperanza y la fe de que estamos abriendo el camino a un circuito de auténtico crédito reproductivo.

**Sr. Presidente (Vanossi).** — Tiene la palabra la señora diputada por Jujuy.

**Sra. Guzmán.** — Señor presidente: voy a hacer uso de la palabra en nombre de los autores del proyecto en consideración, señores diputados Jorge Domínguez, Alvarez Echagüe, Toma, Monteverde, Roberto García, Yoma y quien habla.

Los autores de esta iniciativa reconocemos que la ley 23.576 sancionada por este Congreso en 1987 no fue una solución porque las obligaciones negociables no funcionaron en realidad como un título atractivo. Como bien lo ha mencionado el señor diputado Baglini, apenas una docena de empresas emitieron obligaciones negociables,

Creemos que no fue un título atractivo porque no disminuyó el riesgo país y no se permitió la creación de un verdadero mercado de capitales, quedando de ese modo vastos fondos fuera del circuito financiero. Fue así que ese título no llegó a ser competitivo a nivel internacional.

Todos sabemos que en una adecuada estructura de financiamiento de las empresas se requieren proporciones de recursos propios, pero también créditos a corto, mediano y largo plazo en función de las circunstancias, la actividad y los proyectos involucrados. En ese sentido, entendemos que las obligaciones negociables constituyen el instrumento destinado a facilitar este financiamiento a mediano y largo plazo, conectando al sector de los ahorristas con el sector real de la economía y dando versatilidad a una relación que hasta el presente se había exhibido con contornos bastante rígidos, esquemáticos y con escasa o lenta reacción.

Aspiramos a que en el marco de estabilidad que estamos viviendo durante las últimas semanas se empiece a sentir en el mercado en forma más evidente la necesidad de contar con este instrumento, pues un proceso de reactivación requiere de una cuota de creatividad que se advierte en los mercados financieros y de capitales de otros países.

A efectos de disminuir el riesgo país y brindar una mayor seguridad a los ahorristas hemos previsto diferentes cuestiones. El fondo de garantías o *sinking fund* es una garantía adicional que asegura al tenedor de las obligaciones negociables el repago al vencimiento de las cuotas.

Es la posibilidad de garantizar los flujos de renta y amortización con los ingresos provenientes de las exportaciones. Esto es algo que existe en los mercados internacionales y brinda garantías adicionales a los inversores para el repago de las cuotas.

A efectos de que este fondo de garantía sea proporcional al pago de las cuotas hemos establecido una relación directa con el inciso 4 del artículo 36, en el que se fijan los plazos de amortización.

En lo referente a los plazos de amortización hemos sostenido que el mínimo es de dos años, pues queremos este instrumento para inversiones productivas y no para el "golondrinaje".

En oportunidad del tratamiento de un proyecto del Poder Ejecutivo, partiendo del concepto de que la fuente de la ganancia está en la Argentina, el Senado estableció un gravamen a las ganancias de los inversores del exterior sobre los títulos que emitan empresas argentinas, llamado internacionalmente *withhold-*

*ing tax*. Entendimos que esto iba a frustrar la repatriación de los capitales argentinos en el exterior o iba a impedir la seducción de nuevos capitales.

El *withholding tax* es un problema comercial y tiene relevancia especialmente en los casos en que el tenedor extranjero pertenezca a países que no tengan convenios de doble imposición con la Argentina; también constituye un problema, aunque un poco menor, si existe un convenio de doble imposición. Un inversor que tiene la opción de invertir, por ejemplo, en una obligación negociable mexicana o chilena va a preferir estos títulos, que no sufren la retención de que hablamos. Por ello es de vital importancia que no haya discriminación entre el inversor extranjero y el local. Por otra parte, esto está acorde con la ley de emergencia económica que sancionó este Congreso y que consagra la igualdad entre el capital nacional y el capital extranjero. En este sentido, reitero que la iniciativa iguala el tratamiento impositivo del inversor extranjero con el del inversor local.

La posibilidad de emitir obligaciones negociables en moneda extranjera coloca a este título fuera de la eventualidad de punciones o de tasas de conversión de una moneda local a otra. Así se otorga seguridad a este instrumento sobre la moneda que se utilizará en cada emisión para pagar el capital y los intereses previstos.

Con respecto al gravamen sobre la transferencia de títulos valores es importante la tasa impositiva para competir por fondos internacionales y para conseguir la repatriación de capitales. La tasa impositiva actúa como una barrera. Es un costo a la entrada en determinado mercado que se agrega al costo del riesgo país. Por eso las naciones que tienen un alto riesgo país deben reducir el costo de acceso para poder competir en los mercados internacionales.

El impuesto a la transferencia de títulos valores afecta a la Argentina en relación a los papeles que se comercializan en el mercado de capital local. Así el 0,75 por ciento del monto de la operación constituye un costo que coloca a nuestro país en una posición muy triste en un *ranking* de treinta países, como puede comprobarse examinando la tabla que aparece en el Orden del Día Nº 1230.

En torno a este tema ha habido una interesante experiencia mundial. En la República Federal de Alemania el impuesto del 1 por ciento a la transferencia de los títulos fue abolido a partir del 1º de enero de 1991 por impulso del propio Bundesbank, que había comprobado que

el mercado de Francfort estaba perdiendo competitividad internacional.

—Ocupa la Presidencia el señor vicepresidente 19 de la Honorable Cámara, doctor Augusto José María Alasino.

**Sra. Guzmán.** — También podemos mencionar los ejemplos de otros países europeos. Así las tasas de impuesto a la transferencia de los títulos valores son: en Francia, del 1,5 por mil; en Grecia, de 0; en Luxemburgo, de 0; en Italia, del 0,08; en Portugal, de 0; en Suiza, del 0,08; en España, del 0,12, y en el Reino Unido del 0,05 sólo sobre los títulos convertibles, que desaparecerán a partir de la instalación del sistema computarizado Taurus de la Bolsa de Londres.

Son también interesantes los casos de América. México ha tratado de compensar el riesgo país, y así tiene una tasa igual a 0. Resalto aquí la experiencia mexicana, que durante el primer semestre de 1990 realizó transacciones de títulos de deuda a corto plazo por un total de 295.300 millones de dólares, y de títulos de largo plazo por un monto de 1.719 millones de dólares. Esto ocurrió durante el primer semestre de 1990 y es así que uno de los mercados de mayor riesgo país es hoy un mercado *vedette* en el mundo en materia de capitales.

Por su parte, Chile hizo lo propio, ya que al igual que en Brasil la tasa es del 0 por ciento. En Estados Unidos la tasa es prácticamente nula, ya que ha fijado un centavo de dólar, independientemente del monto de la operación, mientras que en Canadá y Venezuela es del 0 por ciento.

En el caso de los países de Asia es muy interesante la experiencia de los "7 Dragones". En Hong Kong la tasa es del 0 por ciento; en Indonesia es aproximadamente de 0,60 dólar por transacción sin límite en cuanto al monto; en Japón, del 0 por ciento; en Malasia, del 0,13 por ciento; en Singapur, del 0,20 por ciento; y en Taiwan, del 0,30 por ciento.

Todo esto merece alguna reflexión. En tal sentido, podemos citar el caso de la reforma propuesta en Alemania por el propio Bundesbank, que puede ser trasladado a la Argentina.

El Bundesbank —como ya he señalado— había comprobado que el mercado de Francfort estaba perdiendo competencia internacional en cuanto a fondos para inversiones. Como consecuencias negativas señalaban la pérdida de volumen y liquidez en el mercado de Francfort vis a vis Londres, París y Rotterdam, la sustitución de ese mercado por Nueva York y Londres

en operaciones de títulos del gobierno alemán y colocaciones de acciones de empresas alemanas de primera línea, y la inoperancia de las emisiones primarias de acciones y de obligaciones negociables de empresas alemanas no reconocidas internacionalmente porque tenían imposibilidad práctica de usar mercados extranjeros.

Este es un paralelo que puede aplicarse a la Argentina, ya que nuestro país tiene que competir en el mercado latinoamericano con empresas que se financian en San Pablo, Santiago y México con tasas del 0 por ciento en el impuesto a la transferencia de títulos valores.

Muchas de las operaciones que se realizaban y podían hacerse en el mercado de Buenos Aires se hacen ahora en el de Uruguay o el de Nueva York.

Por otra parte, debemos destacar la inoperancia de las obligaciones negociables con el nivel del impuesto a la transferencia de los títulos, ya que en cada operación se pierde entre un 5 y un 7,5 por ciento en el rendimiento anual. Los costos de rotación de la cartera de inversiones son astronómicos.

Otros países utilizan la herramienta impositiva como parte de su estrategia de crecimiento y es así que consiguen fondos internacionales para financiar su desarrollo. Somos uno de los pocos países que no lo han hecho; es hora de que obtengamos esta legislación.

No es posible que el mercado local castigue al inversor institucional de largo plazo en el sector privado, sea o no residente. Por otra parte, no podemos ignorar los techos internacionales que, como dije antes, se encuentran en la tabla a la que he hecho referencia.

Como consecuencia de todo lo antedicho se produjo un atesoramiento en lugar de un ahorro, además de una fuga de capitales argentinos al exterior, que se calcula en 50 mil millones de dólares.

Además, hay dólares que se encuentran fuera del circuito internacional —los llamados "dólares colchón"— y que ascienden aproximadamente a los 5 mil millones de esa moneda.

Otra de las graves consecuencias que podemos señalar consiste en que la propiedad productiva quedó en pocas manos y no se democratizó el capital. La economía quedó estancada. Falta un vigoroso mercado de capitales; el que tenemos, por su volumen, es desgraciadamente comparable al de las economías más atrasadas. Asimismo falta una competencia entre los centros financieros mundiales y encabezamos el ranking de los países con mayor impuesto a la transferencia de los títulos valores.

Veamos qué es lo que queremos decir cuando hablamos de que no existe un mercado de capitales. El año pasado se operó en bolsa por 1.733 millones de dólares y en el mercado abierto electrónico por 4.300 millones de dólares, es decir, por apenas 6.000 millones de dólares, en títulos públicos. En acciones se han negociado 800 millones de dólares en todo el año y pensemos que a los fines de la recaudación impositiva también importa una cifra magra, ya que estaríamos en el orden de los 6 millones de dólares. Por su parte, el total de las operaciones en obligaciones negociables fue en 1990 de 24 millones 700.000 dólares, con una recaudación de casi 1.300.000 dólares. Esto nos muestra la seriedad que reviste el problema de la inexistencia de un mercado de capitales.

Tenemos la firme convicción de que este proyecto será un factor decisivo para revertir la situación y que con él se lograrán grandes objetivos. Así es como podemos democratizar el capital, repatriar el capital de los argentinos en el exterior y financiar inversiones productivas. De esta manera aumentará el producto bruto interno y, por ende, la base imponible de las empresas. Asimismo se generarán los capitales necesarios para asegurar el éxito de la política de privatizaciones y será posible aquello que tanto menciona el presidente de la Nación, es decir, la revolución productiva, que no podrá existir si no contamos con financiamiento a mediano y largo plazo. En consecuencia, la economía se reactivará.

Por medio de esta iniciativa —que ha seguido el ejemplo de experiencias exitosas que se han llevado a cabo en otras partes del mundo— proponemos alentar la emisión de las obligaciones negociables como medio apto para reintegrar al proceso económico atesoramientos que se hacen muchas veces en el exterior en moneda extranjera, procedimiento que ha resultado demasiado caro a los ahorristas argentinos.

En definitiva, lo que aquí proponemos es sentar las bases que permitan obtener el financiamiento necesario para poner en marcha el proceso productivo, cuyo poder de arrastre sin duda va a permitir la reactivación de la economía.

**Sr. Presidente (Alasino).** — Tiene la palabra el señor diputado por Buenos Aires.

**Sr. Ibarbia.** — Señor presidente: fundaré brevemente el voto favorable que dará el bloque de la Unión del Centro Democrático a esta iniciativa, aprovechando la oportunidad para expresar algunas reservas sobre determinadas cues-

tiones e insistir en la incorporación de ciertas reformas que vamos a reclamar en el debate en particular.

Es evidente que el régimen de obligaciones negociables que fuera aprobado por la ley 23.576 —que en su conjunto constituye una iniciativa positiva— no funcionó en el país. Tal como lo manifestáramos al fundar nuestra propuesta de reforma de la ley 23.576, ello obedeció básicamente a dos cuestiones. Por un lado, a la situación macroeconómica en la que se desarrolló la Argentina a partir de la sanción de esa ley, y, por otra parte, a determinadas disposiciones contenidas en la ley marco que regulaba las obligaciones negociables, especialmente aquellas referidas al tratamiento impositivo tanto del inversor como de la emisión de la obligación, que de algún modo dificultaron la generalización de este instrumento de financiamiento de mediano y largo plazo para las empresas.

Es interesante que dentro del marco del proceso de transformación estructural que viene proponiendo el presidente de la República discutamos la actualización de este importante instrumento, que constituye una de las piezas de la reforma integral del mercado de capitales que aún está pendiente. Si bien habrán de producirse muchas de las ventajas descritas por los señores diputados que me precedieron en el uso de la palabra, no todas ellas serán automáticas pues sólo se generarán en la medida en que la modificación del régimen de obligaciones negociables se complemente, por ejemplo, con reformas al sistema financiero y al de fondos comunes de inversión. A mi entender, esas reformas deberían otorgar a los inversores institucionales la posibilidad de participar activamente en el mercado secundario de las obligaciones negociables, y los del sistema financiero, permitir resolver el problema de *crowding-out* o desplazamiento que ha generado el sector público respecto del sector privado en el mercado total del crédito en la Argentina.

Esta situación ha sido bien explicada por la señora diputada Guzmán, quien señaló que el año anterior más del 85 por ciento de las transacciones llevadas a cabo en el mercado de capitales, el mercado abierto y la Bolsa, correspondieron a títulos públicos —aproximadamente seis mil millones de dólares—, mientras que los títulos privados sólo alcanzaron a ochocientos millones de dólares. Es decir que a lo largo de estos años tanto en el sistema financiero institucionalizado como en el mercado de capitales, Bolsa y mercado abierto, el sector público desplazó al sector privado como demandante de crédito. Ello obedeció, entre otras cosas, al hecho de que los

títulos de deuda emitidos por el Estado conllevaban una total exención impositiva para el tomador y el colocador, compitiendo así deslealmente con las obligaciones emitidas por el sector privado. En este sentido, las reformas que el proyecto en consideración procura introducir constituyen un paso positivo, y por ello son fundamento para el apoyo que nuestro bloque brinda a esta iniciativa.

En la oportunidad en que propiciamos reformas a la ley 23.576 propusimos, entre otras cosas, que en el caso de las obligaciones negociables no convertibles en acciones se suprimiera el requisito de la publicación en el Boletín Oficial y la inscripción en el Registro Público de Comercio de esa emisión, con el objeto de que este tipo de endeudamiento se hallara en un pie de igualdad con el resto de las formas de endeudamiento comercial regular. Entretanto, a principios de este año, mediante la resolución 173 de la Comisión Nacional de Valores surgió la autorización de los *commercial papers*, que efectivamente permiten la emisión de un título de corto plazo superior a los 90 días, pero de plazo inferior al de las obligaciones negociables en términos genéricos, que no deben cumplir el requisito de la publicación en el Boletín Oficial e inscripción en el Registro Público de Comercio.

Entendemos que este criterio debe extenderse a las obligaciones negociables cuando no sean convertibles en acciones, ya que el resto de los requisitos que se hallan establecidos en el artículo 7º proyectado —me refiero a la denominación y domicilio de la entidad emisora, número de serie y de orden de cada título, valor nominal que representa y demás condiciones—, permiten al tomador conocer cuál es el monto de la obligación que está en circulación y la responsabilidad del emisor.

Nos permitimos insistir en esta cuestión porque se trata de un trámite burocrático y complejo que se entiende cuando la obligación negociable es convertible en acción, pero no en cualquier otro endeudamiento de la empresa.

En el proyecto presentado por el bloque de la UCEDE se proponía que la obligación negociable pudiera emitirse con un plazo mínimo de amortización total de un año a partir del momento de la integración. Pero el proyecto de ley que ahora estamos considerando lo extiende a dos años.

Haciendo un análisis económico de esta cuestión referida al endeudamiento empresario vemos que tenemos títulos a muy corto plazo, los papeles comerciales, y a mediano plazo, los bo-

nos empresarios. El elemento que los distingue en la legislación comparada es el plazo de amortización, que puede ser de un año o inferior a éste en los papeles comerciales y superior a un año en los bonos empresarios u obligaciones negociables.

Preferimos que este proyecto se adecue a la legislación comparada en lo referente al tratamiento de las obligaciones negociables o bonos empresarios. Es cierto que en el artículo 36 de la norma en discusión se establece que el plazo mínimo de amortización total de la obligación será de dos años, pero la primera amortización, que no supera al 25 por ciento de la emisión, puede ser efectuada transcurridos los primeros seis meses; la segunda amortización por otro 25 por ciento se puede realizar una vez transcurridos los doce meses, con lo cual la mitad de la obligación puede ser amortizada dentro del primer año; de manera que la reforma que proponemos no representa ningún cambio extraordinario; simplemente apunta a que la otra mitad de la obligación también sea rescatable en el plazo de un año.

Según nuestro criterio, este tipo de obligaciones debería permitir el financiamiento al infinito de los proyectos de inversión y capital en giro de las empresas, pero somos conscientes de que en estos momentos el mercado de capitales se desenvuelve en un clima de desconfianza debido a la inestabilidad general de la actividad económica. Por ello, hablar de plazos mínimos de dos años significa hacer referencias a términos extraordinariamente largos.

No podemos dejar de tener en cuenta que hace muy pocos días el gobierno lanzó letras dolarizadas a noventa días de plazo y obtuvo un éxito moderado o relativo. Ello está indicando que no hay tanto entusiasmo en el mediano plazo, y es importante observar que la confianza en el mediano y largo plazo se construye en el corto plazo.

Aspiramos a que las futuras obligaciones negociables sean a cuatro o cinco años, pero en la actual situación es conveniente eliminar obstáculos en las emisiones a corto plazo a fin de que el largo plazo sea una sucesión de cortos plazos.

En la modificación del artículo 4º de la ley 23.576 que contiene el proyecto en discusión se incorporan dos cuestiones que observamos en la discusión en comisión y que se refieren a los fondos de garantía que podrán constituirse en el exterior cuando el emisor obtenga dólares como consecuencia de sus exportaciones y a

la cláusula de garantía para el caso de que el país restableciera el régimen de control de cambios.

Si tenemos en cuenta que se ha derogado el decreto 2.581 del año 1964 y que por ley el gobierno se ha comprometido a respetar la convertibilidad de la moneda, y pareciera que se ha abandonado toda idea de recurrir al intervencionismo en el mercado cambiario esta disposición constituye una señal poco positiva. Se me puede decir que es una señal positiva porque, aun volviendo a un sistema de control de cambios, este mecanismo significaría una cláusula de garantía de libre acceso al mercado de cambios para los titulares de obligaciones negociables. Esto quiere decir que será posible una alteración del régimen de convertibilidad por otro camino que no sea la ley. Pero en esto no pueden convivir dos países diferentes: o estamos en un país en el cual impera la libertad de cambios —que es lo que nosotros deseamos—, o en uno donde algún sector del gobierno está pensando en volver al control de cambios. Si se está pensando en esto último, entonces no habrá ninguna disposición legal que ofrezca seguridad al inversor. A nadie se le podrá asegurar que no se volverá al control de cambios. Repito: en esto no se puede estar en el medio; o se está de un lado o se está del otro. La posición intermedia significa que se quiere mantener de alguna manera el dominio por parte del Estado sobre el régimen cambiario; y sin caer en exageraciones podría explicar aquí todos los vaivenes de la política económica argentina a partir de la pretensión de aislar el mercado argentino de los mercados mundiales a través del régimen del control de cambios, lo que por otra parte es imposible, porque siempre que se intentó controlar el mercado terminaron apareciendo caminos alternativos para burlar el control.

Por estas razones, a fin de crear confianza, considero más positiva la convicción en favor de la libertad de cambios que las garantías o "seguros de vida" que se la ofrezcan al inversor que esté dispuesto a poner su cabeza en la guillotina cambiaria. Nadie estará dispuesto a ponerla si sabe que la guillotina cambiaria va a funcionar, por muchos "seguros de vida" que se le ofrezcan. Es preferible destruir la guillotina y elaborar un sistema de garantías más positivo para persuadir a los inversores que eventualmente ingresen en el sistema de que nunca más serán desposeídos de su activo por un cambio en las reglas de juego argentinas.

Estas son observaciones que, naturalmente, no obstan a nuestro apoyo al proyecto en discusión, pero marcan una serie de reparos.

Finalmente, voy a referirme al impuesto a la transferencia de títulos valores. Simultáneamente con la sanción por parte del Senado de la ley 23.576, nuestro bloque propuso, por medio del proyecto de ley contenido en el expediente 1.465-D-88, derogar el impuesto a la transferencia de títulos valores, aunque no sólo para las obligaciones negociables sino para toda transferencia de algún título valor. Indudablemente este impuesto es contrario al mercado y negativo, como ya han dicho la diputada Guzmán y el diputado Domínguez.

En los fundamentos de ese proyecto decimos que en la alternativa de estar "por el mercado o por los ingresos fiscales, estamos sin ninguna duda por el mercado. Sabemos que no se puede mirar a cada iniciativa privada con la avaricia de un recaudador". Es necesario que se genere el mercado y se produzca una multiplicación de las transacciones por medio del mercado de capitales que posibilite la colocación de fondos y préstamos a largo plazo. No se puede estar todo el tiempo mirando lo que el Estado no recauda porque cuando no existe inversión, finalmente el país se para y el Estado recauda menos.

De manera que vemos con agrado que las obligaciones negociables queden exentas del impuesto a la transferencia de títulos valores, pero descartamos que esta exención se generalizara a todas las transacciones que se realizan en los mercados abiertos o en la Bolsa de Comercio.

Con estas palabras fundamento nuestro apoyo a esta iniciativa de reforma de la ley 23.576.

**Sr. Presidente (Alasino).** — Tiene la palabra el señor diputado por Buenos Aires.

**Sr. Fontela.** — Señor presidente: evidentemente, estamos frente a un proyecto que hay que reconocer guarda estrecha coherencia con una política económica de claro sesgo aperturista y de desregulación, que nosotros no compartimos porque, como es público y notorio, no es la de nuestro bloque.

Por razones sobre las que me voy a extender, el proyecto en análisis nos parece más una ley de exención que una de promoción de un tipo de financiación o capitalización. Sin embargo, el señor miembro informante del dictamen de mayoría ha dado muestras de un notable optimismo acerca de las virtudes que la norma propiciada encierra y de sus efectos positivos para la economía argentina.

También le hemos escuchado decir que a partir de la sanción del proyecto obtendremos un crecimiento vigoroso, que los empresarios argentinos podrán acceder al mercado mundial de créditos y que vamos a captar un amplio espectro del ahorro nacional. Respecto de estas dos últimas afirmaciones, me pregunto quién va a acceder al mercado mundial de créditos. ¿Serán las empresas argentinas o las sucursales de empresas extranjeras? En cuanto al ahorro interno, me pregunto si esos ahorristas que imagina el señor miembro informante van a favorecer a las pequeñas y medianas empresas del interior del país por sobre las sucursales de las empresas extranjeras.

Me cuesta creer en tanta bonanza a partir de la sanción de esta norma, pese a que el señor diputado Jorge Domínguez la consideró una de las bases del crecimiento económico del país, sobre el que el gobierno actual basó uno de sus lemas de campaña y que nosotros no advertimos por ninguna parte, aunque se lo denominó pintorescamente "revolución productiva".

Se nos dice que esta norma pondrá fin a la orfandad de la empresa argentina para lograr recursos internos. Ello no lo logrará la reactivación ni la recién mentada revolución productiva, resultado de una política económica donde la producción y el crecimiento sean metas logradas, sino que lo va a lograr un simple instrumento.

Ya en el colmo del optimismo se nos dice también que el fisco tendrá mayores ingresos cuando las empresas construidas y equipadas con estas inversiones comiencen a generar ganancias. Realmente, no compartimos tanto optimismo; yo diría tanto ingenuo optimismo. Pero además de no creer en estas consecuencias, encontramos en el texto de la norma ciertas fallas que han motivado nuestra disidencia parcial. Concretamente, entendemos que al ofrecer la generosa posibilidad a las sucursales de empresas extranjeras para emitir este tipo de obligaciones, quienes usen de esta posibilidad van a estar en ventaja relativa respecto de los reales inversores extranjeros, porque van a tener exenciones de las que evidentemente no gozan ni gozarán las inversiones genuinas de capital. Entonces, es muy posible que se usen preferente o exclusivamente estas formas de ingreso de capitales.

Como comentario al pasar quiero decir que también me preocupa la libre salida de obligaciones negociables cuando éstas estén garantizadas por bancos nacionales. Me pregunto si en el caso de incumplimiento de esas obliga-

ciones no se generará un aumento de la deuda externa por la ejecución de las respectivas garantías.

Pero el aspecto más notable de este proyecto, que me hizo llamarlo ley de exención, es la verdadera exención que establece con respecto al impuesto a los sellos, al impuesto al valor agregado, al impuesto a los activos, al impuesto a las ganancias —en cuanto grava resultados, intereses y actualizaciones— y al impuesto a la transferencia de títulos valores. Evidentemente, esta exención favorece en forma discriminatoria a los tomadores de estas obligaciones con respecto a los socios nacionales que no van a tener este tipo de desgravación.

Este verdadero regalo de impuestos —para usar la expresión del señor diputado Baglini— sólo sería equitativo si se derogaran todos los impuestos mencionados poniendo por ende en igualdad de condiciones al colocador de fondos —al cual yo creo que sólo en la Argentina se ha dado en llamar inversor— y al socio que es el real inversor de activos productivos.

Además, este regalo de impuestos no va a permitir que aumenten los ingresos fiscales destinados, por ejemplo, al fondo educativo. Aunque es sólo un ejemplo, es bueno que el pueblo argentino sepa que estas llamadas inversiones no contribuirán impositivamente al fondo educativo.

Otras cláusulas establecen desgravaciones adicionales al impuesto a las ganancias, como el descuento de emisión...

**Sr. Tomasella Cima.** — ¿Me permite una interrupción, señor diputado, con la anuencia de la Presidencia?

**Sr. Fontela.** — Sí, señor diputado.

**Sr. Presidente (Alasino).** — Para una interrupción tiene la palabra el señor diputado por Corrientes.

**Sr. Tomasella Cima.** — Señor presidente: el señor diputado Fontela dice que éste es un regalo de impuestos, pero quiero hacerle la siguiente observación. En este momento no está desarrollado en la Argentina el mercado de obligaciones negociables y, si seguimos en la situación actual, tampoco lo va a estar. Por consiguiente, hoy por hoy el Estado no está cobrando impuestos por este rubro ni los va a cobrar.

Este es un mecanismo probado mundialmente para que empresas de tipo productivo —que pueden generar bienes, recursos y empleo— tengan a su alcance una forma de financiarse a fin de ampliar su explotación.



El razonamiento del señor diputado —que no me resulta claro— parece indicar que él quiere proteger algo que no existe, un impuesto potencial que nunca se va a cobrar.

**Sr. Presidente (Pierri).** — Continúa en el uso de la palabra el señor diputado por Buenos Aires.

**Sr. Fontela.** — Es posible, pero efectivamente se usa este criterio. Por ejemplo, por una situación de emergencia se han suspendido los regímenes de promoción, incluso para empresas establecidas con posterioridad a la sanción de estos regímenes. También en este caso la aplicación futura de tales leyes de promoción podría producir un aumento del empleo. Sin embargo, no se aplicó allí el principio que defiende el señor diputado Tomasella Cima.

Estaba diciendo que la inclusión del descuento de emisión entre las desgravaciones va a permitir operaciones de descarga de impuestos, porque con emisiones por debajo de la par hasta niveles que no se prohíben en el proyecto —por ejemplo, una emisión al 50 por ciento del valor nominal— se estarían transfiriendo las ganancias a los tomadores de las diligencias. Con el instituto de la oferta pública, bajo la apariencia de la igualdad de condiciones, los propios socios que cuentan con información cierta sobre la emisión y la situación de la empresa, estarían en condiciones especiales para suscribir estas obligaciones. Esto permitiría la transferencia sin impuesto de utilidades de la propia empresa.

En el artículo 37 —que tiene una redacción muy oscura— se establece que las empresas podrán descontar en el primer ejercicio del impuesto a las ganancias la bonificación por emisión cuando la pérdida al pagar la alícuota del valor nominal se produjera en otros ejercicios. Es decir, también se permitiría el descargo anticipado de impuestos, con lo cual el optimismo por una mayor recaudación creo que sufrirá alguna mengua.

Finalmente, no creemos que este régimen permita el acceso al mercado de capitales externo o incluso interno a las pequeñas y medianas empresas y a las empresas del interior. Las entidades financieras del interior o bolsas de comercio no verán facilitadas sus posibilidades para acceder al sistema, aunque se mencione que eso es posible.

Por todo ello, nuestro bloque tiene serias reservas sobre el proyecto y durante la consideración en particular va a proponer modificaciones a los artículos del presente instrumento.

**Sr. Presidente (Alasino).** — Tiene la palabra el señor diputado por Santa Fe.

**Sr. Natale.** — Señor presidente: nuestro bloque apoyó originariamente la sanción de la ley 23.576, y ahora hace lo propio con el despacho de mayoría. Estamos convencidos de que éste es un instrumento idóneo para replantear la existencia de un mercado de capitales en nuestro país, que obviamente no ha de agotarse en su instrumentación con estas normas sino que demandará la actualización de otras que hacen al conjunto de su integración.

Quiero sintetizar mi exposición señalando lo que considero un aporte valioso a la descentralización de la operatoria prevista en la ley en cuanto el artículo 3º del proyecto en consideración incorpora, si bien con algunas modificaciones, una sugerencia que ya habíamos hecho nosotros en el seno de la Comisión de Finanzas cuando originariamente se trató esta ley pero que en aquel entonces no prosperó, y que luego formalizamos a través de una iniciativa que forma parte de los antecedentes del proyecto que consideramos.

Específicamente lo que proponíamos, y entendemos estamos logrando en buena medida, es descentralizar el funcionamiento de los mecanismos necesarios para la habilitación de la emisión de obligaciones negociables.

En nuestro país, además de la Bolsa de Comercio de la Ciudad de Buenos Aires existen importantes bolsas de comercio con mercados de valores adheridos en otras ciudades, específicamente en Rosario, Córdoba y Mendoza, entre otras.

Es evidente que las medianas empresas de esas provincias o de otras en las que existen bolsas de comercio, aunque estas últimas no tengan mercados de valores adheridos, ven dificultades en plantear sus operatorias si tienen que presentarse ante la Comisión Nacional de Valores, realizar trámites muchas veces complejos y ser asesoradas por profesionales que a larga distancia no merecen toda la certidumbre que los entes locales pueden tener.

Por esta causa se desaprovechan los mercados de capitales locales y regionales que para las empresas de la zona —generalmente medianas— pueden tener mucha importancia en lo relativo a la captación de fondos. Debido a esto nosotros habíamos propuesto un artículo en virtud del cual las bolsas de comercio del interior con mercados de valores adheridos estaban facultadas para autorizar la emisión de obligaciones negociables referentes a empresas que actuaran dentro del ámbito de las respectivas regiones.



Cuando planteamos esa iniciativa despertamos el celo de la Comisión Nacional de Valores, que inmediatamente se movilizó para reclamar su prerrogativa excluyente sobre la autorización del funcionamiento de estos como otros títulos valores. La comisión invocó los antecedentes de diversos países, pero lo cierto es que en los Estados Unidos el organismo análogo a nuestra Comisión Nacional de Valores, que es el que autoriza la cotización de los títulos valores de oferta pública, no cumple esas funciones cuando se trata de emisiones por montos de escasa magnitud. Por eso nos parecía que en cantidades no muy significativas el mecanismo que proponíamos podía funcionar adecuadamente.

A posteriori de que esta iniciativa que habíamos presentado despertara la controversia con la Comisión Nacional de Valores, esa entidad dictó la resolución 172 del 4 de abril del corriente año por la que se faculta o invita a las bolsas de comercio del interior que cuentan con mercados de valores adheridos para actuar como asesoras y receptoras de solicitudes de autorización que se efectúan ante ellas para la emisión de títulos valores.

Obviamente, al darse cuenta de que nuestra iniciativa podía prosperar, la Comisión Nacional de Valores quiso anticiparse de algún modo a los hechos, pero es evidente que esto no se puede disponer por una resolución de ese organismo, modificable en cualquier momento, sino que correspondería que expresamente lo dijera la ley, y así lo establece en concreto el artículo 3º. Ciertamente no se fija esa disposición con la amplitud que nosotros le asignábamos al establecer que las bolsas de comercio del interior estaban facultadas para autorizar la emisión de los títulos, aunque sí pueden recibir y precalificar los títulos. Quiero remarcar lo de la precalificación de los títulos, con lo que la autorización final quedará constreñida a la Comisión Nacional de Valores, aunque en una tarea que yo calificaría casi de mecánica en la medida en que las bolsas de comercio del interior se ajusten perfectamente a las disposiciones de la reglamentación.

Todos sabemos que en los hechos la emisión de títulos de oferta pública requiere una doble autorización: la de la Comisión Nacional de Valores y la de la bolsa de comercio o el mercado de valores donde se cotizarán esos títulos públicos. Ese doble procedimiento ahora se simplifica, y las bolsas de comercio del interior serán seguramente las que impulsarán la colocación de estas obligaciones negociables entre las empresas de su región.

En Rosario, Córdoba, Mendoza u otras ciudades del interior del país existen muchas em-

presas de gran significación para los eventuales colocadores por la trayectoria, tradición y solvencia que la sociedad les reconoce. Existen bancos locales largamente acreditados capaces de respaldar esas operaciones. En el gran mercado de capitales de la ciudad de Buenos Aires seguramente pasarían inadvertidas, pero en los mercados de capitales locales han de encontrar la fuente más firme y segura para la obtención de recursos. Por eso nos complace que la comisión haya receptado esta sugerencia, en la certeza de que estaremos facilitando la descentralización del crédito.

No es correcto lo que decía el señor diputado Fontela cuando criticó el despacho en lo que se refiere a este aspecto; tampoco lo ha sido toda la línea argumental que utilizó este legislador para cuestionar el dictamen, pero en lo que específicamente atañe a este punto la posibilidad de colocación regional ha de tener una agilidad, una fluidez y un atractivo mucho mayor, que posibilitarán un dinamismo cierto de los mercados locales de capitales.

Entonces, resulta positiva la incorporación de este artículo 3º, que seguramente brindará fructíferos resultados en el futuro.

**Sr. Presidente (Alasino).** — Tiene la palabra el señor diputado por Corrientes.

**Sr. Tomasella Cima.** — Señor presidente: la labor que ha desarrollado la Cámara esta tarde es importante, ya que se ha abocado al tratamiento de un tema que tiene gran importancia para el país desde el punto de vista económico.

Esta iniciativa tiende a la modificación de la ley 23.576 para que pueda cumplir mejor la finalidad con la que fue sancionada. Nuestro bloque ya aprobó en su momento esa norma legal y volverá a votar favorablemente esta modificación, apuntando a lograr con un criterio objetivo y realista el desarrollo de un mercado de capitales tan necesario para la ceremonia de un país.

Integro la Comisión de Legislación General, que constituye una de las comisiones a las que fue girado este proyecto. Como tuve que viajar circunstancialmente entre el momento en que se aprobó la iniciativa y se elaboró el dictamen, lamentablemente el despacho no cuenta con mi firma, pero quiero solicitar expresamente a la Cámara que se me considere cofirmante del despacho de mayoría.

No me extenderé en mayores consideraciones por la avanzado de la hora y por la necesidad de sancionar esta norma, que creemos útil. En consecuencia, adhiero a los conceptos vertidos por los colegas preopinantes que apoyaron el

despacho de mayoría. En definitiva, en nombre del bloque del Partido Liberal de Corrientes solicito a mis pares que nos acompañen en el sentido de nuestro voto, ya que esta reforma va a impulsar efectivamente un medio de financiamiento apto, legítimo e idóneo para el empresariado argentino.

**Sr. Presidente (Alasino).** — Tiene la palabra el señor diputado por la Capital.

**Sr. Fescina.** — Señor presidente: la historia financiera de los últimos quince años del país ha quedado signada por la expresión popular, que adecuadamente definió el período como el de la patria financiera.

En los últimos años el crédito no existió. No había posibilidades de acceder a esta arteria de la economía, que significa la posibilidad insuperable de lograr el desarrollo, particularmente desde el punto de vista industrial. Solamente había créditos a corto plazo —a siete días—, con tasas imposibles de sostener por empresa alguna en un mercado no sólo restringido, sino también en retracción.

Solamente el Estado, como tomador de recursos del ahorro privado, tenía posibilidades de acceder al crédito, y en numerosas oportunidades elevaba el nivel de las tasas, lo cual hacía cada vez más difícil el acceso del sector privado al sistema financiero para obtener recursos.

En estos últimos años en la Argentina se ha creado una nueva dependencia: la del sector productivo con respecto al sector financiero. No son pocas las empresas que han terminado en situación de quiebra o de clausura.

Es significativa la carencia de inversiones a largo plazo en nuestro país. Según algunos registros, hemos caído de un 22 ó 23 por ciento del producto bruto destinado a inversiones a un 7 por ciento; y en este proceso ha tenido una estrecha vinculación la asistencia financiera, el acceso al crédito y el crédito mismo.

A pesar de estos aires renovados de estabilidad económica, en la que el ahorro encuentra una oferta de un 1 por ciento mensual de interés, las entidades financieras están cobrando a sus clientes entre el 5 y 8 por ciento mensual, teniendo en cuenta la categoría de quien solicita el préstamo. Es así que el *spread* con lo que se paga al ahorrista privado se ubica entre un 400 y un 500 por ciento.

Nuestro sistema financiero aún no ha comprendido cuál debe ser su postura y no ha flexibilizado su política crediticia de forma tal de

favorecer un proceso de desarrollo industrial que inexorablemente materialice nuestras aspiraciones de futuro.

Este proyecto de ley contribuye a lograr tal objetivo; tiende a permitir el acceso al crédito. Se colocará a las empresas directamente frente al ahorrista, casi sin intermediación financiera o bancaria. Es así que el ahorro privado se verá ante ofertas que juzgará según la eficiencia y solidez de quien las realice. Por ello es que el bloque del Partido Federal adhiere en forma entusiasta a esta actualización del régimen de obligaciones negociables.

El ahorrista encontrará una mayor variedad de ofertas en el menú de inversiones en el sector privado y, en el marco de la competencia financiera, este proceso posibilitará que las entidades bancarias vayan imaginando de qué manera tendrán que ahorrar en sus gastos de financiamiento para colocar también su oferta de crédito a un nivel equivalente al de las obligaciones negociables. Esto permitirá abrir los canales de inversión que está reclamando el país cada vez más a fin de superar el estancamiento y la crisis.

Por estos motivos apoyamos decididamente el proyecto de ley en consideración. Sólo queremos formular dos reparos, que también plantearemos en oportunidad de la discusión en particular.

La primera observación se refiere a la existencia de un plazo. Nosotros creemos que el hecho de que se pueda circunscribir este plazo de dos años a un año, o bien dejarlo sin efecto, ayudará más a la competencia y contribuirá a que haya menos cuota de recargo o de disminución del valor nominal para que el ahorrista tenga más atractivos. En definitiva, dejaremos que la empresa imagine sus posibilidades y su proyecto de inversión, adecuando el plazo a esos efectos, y no fijar un plazo mínimo, que es lo que establece el proyecto en consideración.

Coincidimos con el señor diputado Ibarbia en cuanto a que sería oportuno derogar el impuesto a la transferencia, que rige para las obligaciones negociables y los títulos públicos, a fin de que exista igualdad de condiciones en la oferta pública y en los diversos matices que va a ofrecer el mercado de capitales al inversor.

Por lo expuesto, creemos que estamos dando instrumentos a la economía y a la producción, ayudando al inversor y contribuyendo para que el ahorro público se canalice y realmente converja o se inserte no en una especulación financiera sino en aquello que es básico para el país: alentar la producción nacional.

**Sr. Presidente** (Alasino). — Tiene la palabra el señor diputado por Tucumán.

**Sr. López de Zavalia.** — Señor presidente: el artículo 4º propuesto en sustitución del de igual numeración en la ley 23.576 me suscita dos dudas que confío que sean disipadas por el señor miembro informante del dictamen; en caso contrario, habrán de tenerse en cuenta para la redacción del texto en el debate en particular.

La primera duda surge del sexto párrafo, que se refiere a las obligaciones negociables emitidas en moneda extranjera. El citado párrafo establece lo siguiente: "En el supuesto de que el Banco Central de la República Argentina limitase, total o parcialmente, el acceso al mercado de cambios, deberá establecer los mecanismos a fin de facilitar el cumplimiento...".

Me pregunto qué sentido tiene esta disposición mientras se cumplan las prescripciones de la Ley de Convertibilidad. ¿No será que la Cámara está anunciando de alguna manera su escepticismo respecto de las promesas que encierra la ley de convertibilidad? Por otra parte, suponiendo que se diera la hipótesis, ¿significaría que esta facultad se delega en el Banco Central? ¿Significaría que cesa la convertibilidad de 10 mil australes por dólar por decisión del Banco Central en lugar de que ello sea resuelto por el Congreso?

Confío en que existan respuestas para estas dudas que me asaltan.

La segunda cuestión se refiere a las obligaciones negociables en moneda nacional. Por la primera parte del artículo 4º se restablece la disposición de la ley 23.576, que quedó derogada por la convertibilidad, pues prevé la posibilidad de cláusulas de reajuste de capital. Así, los incisos g) del artículo 7º proyectado e i) del artículo 10 insisten en ello al establecer fórmulas de actualización. Si bien es verdad que la primera parte del artículo 4º hace una salvedad en cuanto dispone que las obligaciones negociables pueden emitirse con cláusulas de reajuste de capital en tanto sean compatibles con lo prescrito en la ley 23.928, me pregunto cómo es posible que las cláusulas contenidas en los artículos 7º y 10 proyectados sean compatibles con aquella norma.

Se me ha informado que con ello quiere hacerse referencia a la posibilidad contenida en el artículo 5º del decreto reglamentario de la Ley de Convertibilidad, que excluye del régimen a los ajustes por evolución del precio de un solo producto. Retribuyendo la gentileza de información, advierto que también conozco datos derivados del ministerio en el sentido de que ese artículo 5º del decreto reglamentario a su turno sería derogado.

En relación con ese aspecto de la iniciativa formulo una pregunta concreta. Si realmente es la inteligencia del artículo 4º proyectado, teniendo en cuenta que estamos frente a la literalidad de los títulos valores, ¿acaso no sería mejor que directamente se hablara de "cláusula de reajuste de capital por evolución del precio de un solo producto"? ¿Por qué dejar sembrada la duda acerca de cuáles son las cláusulas compatibles o no con el régimen de la ley 23.928?

**Sr. Presidente** (Alasino). — Tiene la palabra el señor diputado por Santa Fe.

**Sr. González (L. M.).** — Señor presidente: las expresiones vertidas por el señor diputado preopinante creo que merecen una sola respuesta: la mayoría no cree en el plan crotoxina y se reserva la quimioterapia para casos extremos.

Recuerdo que el artículo 6º del decreto reglamentario de la ley de convertibilidad, al considerar como permuta a aquellas transacciones que prevengan la actualización por un solo producto está demostrando que la pretendida estabilidad de la ley de convertibilidad del ministro Cavallo nació renga. De todos modos, es indispensable que en el análisis de este tema tengamos en cuenta que estamos discutiendo un instrumento para el mercado de capitales sin perjuicio del necesario debate que se pueda dar en torno del modelo de acumulación económica que requiere el país para salir de la crisis.

Se ha dicho que no serían las pequeñas y medianas empresas quienes tendrán acceso a este mercado. De todas maneras, la sanción de este proyecto de ley otorgará una posibilidad más a quien se sintió perseguido por tener su capital en el exilio para que lo haga retornar a la Argentina. Particularmente, considero que la fuga de capitales fue el método de financiación de la deuda externa, aunque son las dos caras de una misma moneda. En la medida en que no se modifiquen las relaciones políticas, difícilmente la fuga de capitales vaya a cesar por la sola sanción de esta iniciativa. De todos modos, es indispensable que este proyecto sea sancionado porque ha sido impropia la tarea de las comisiones intervinientes.

Recuerdo que cuando se consideró la norma relativa al impuesto al valor agregado y a los impuestos internos planté mi preocupación porque no se había dado respuesta a las instituciones intermedias que habían sido invitadas a debatir el tema. Pero ahora debe reconocer que no ha quedado sin satisfacer ninguno de los pedidos realizados por los sectores interesados.

en esta cuestión. Por lo tanto, será de ellos la responsabilidad de demostrar que estábamos en presencia de requerimientos sinceros acerca de los mejores métodos para generar los cambios que realmente necesita el mercado de capitales. No comparto lo manifestado por el señor diputado Fescina porque creo que este no es un tema que vaya a acercar al ahorrista a la empresa; por el contrario, forma parte del proceso de "securitización" del sistema financiero, es decir, de la utilización por los bancos de los métodos que tradicionalmente se han usado en el mercado bursátil.

Después que esta norma sea sancionada, los sectores representativos del área financiera, nacional y extranjera, de la Bolsa de Comercio y de los grupos bancarios serán los responsables de utilizar con seriedad este instrumento que con gran esfuerzo será aprobado por el Parlamento.

No podemos dejar de tener en cuenta que nos encontramos ante la existencia de un potencial gran sacrificio fiscal en aras de la generación de un mercado de capitales. En este sentido deseo rescatar manifestaciones del señor diputado Baglini en el sentido de que la Comisión Nacional de Valores deberá ejercer un rígido control en el cumplimiento de esta norma.

Debemos tener presente que la desregulación económica siempre va acompañada de un necesario control estatal, tal como lo demuestra la experiencia histórica.

No podemos obviar los riesgos que esta norma podría ocasionar; uno de ellos es su utilización para conseguir autopréstamos. Es por ello que la Comisión Nacional de Valores tiene el deber insoslayable de ejercitar el debido control, el que, a su vez, deberá ser supervisado por la Cámara de Diputados.

La transnacionalización de los mercados financieros y la licuación del producido del narcotráfico es otro elemento que debe ser tenido en cuenta por el control a desarrollar por el Banco Central, a fin de que esta norma no sea uno de los tantos elementos utilizados para el lavado del dinero proveniente del narcotráfico. Asimismo, el Banco Central, como regulador de la moneda y el crédito, deberá realizar un control estricto para evitar la generalización y globalización del capital financiero, que nada tiene que ver con el desarrollo productivo de la República Argentina.

No se ha hecho referencia a la incorporación del artículo 36 bis, que después del punto 5 ex-

presa: "Igual tratamiento impositivo se aplicará a los títulos públicos." Consideramos que es justo que las obligaciones negociables sean subsidiadas por el Estado a fin de que no se registre ningún tipo de desigualdad.

En el suplemento 2 al Orden del Día N° 1230 advertimos con el señor diputado Dumón que en el punto 2 del artículo 36 bis se señala: "Las obligaciones negociables no se considerarán activos a los efectos de la liquidación del impuesto sobre los activos." Por lo tanto, al darse a los títulos públicos un tratamiento similar, se estaría eliminando el impuesto a todos los títulos circulatorios, lo que provocaría un daño que no podemos cuantificar pero sí calificar respecto de la ley aprobada por este Congreso sobre creación del Fondo Educativo, que prevé el impuesto a los activos en materia de recursos.

De acuerdo con lo expresado por el señor miembro informante, creo que este tema habrá de ser considerado en el tratamiento en particular, y para ese momento nos reservamos.

**Sr. Presidente (Alasino).** — Tiene la palabra el señor diputado por Buenos Aires.

**Sr. Aramouni.** — Señor presidente: voy a reiterar lo expuesto en el dictamen de minoría acerca del rechazo total a las modificaciones que se propicia introducir en el régimen de las obligaciones negociables. En este sentido, resalto lo que en muchas oportunidades hemos manifestado sobre la emisión de estos títulos y, particularmente, sobre la falta de garantías al inversor, en cuanto al mercado de capitales.

En su momento nos opusimos a la sanción de la ley 23.576 porque el respectivo proyecto carecía de las garantías que la ley de sociedades otorga a otro instrumento como es el debenture. Incluso señalamos las facultades optativas que el artículo 13 de la ley les asigna a aquellos que pasan a ser solicitantes de estos títulos, quienes pueden llegar a nombrar un representante para celebrar un contrato de fideicomiso con alguna sociedad financiera o intermedia.

Hubiéramos preferido no la opción sino la obligatoriedad de que se celebre un contrato de fideicomiso con una entidad bancaria financiera, tal como lo dispone la ley de sociedades comerciales para los debentures. Esto significa una mayor garantía para el inversor, teniendo en cuenta que ha sido víctima en este país por la falta de recaudos de los tomadores de crédito.

Sé muy bien que no es el momento de repetir historias relacionadas con todo lo que han sufrido

do los inversionistas. Muchos de ellos todavía están reclamando legítimamente a instituciones bancarias que no supieron garantizar el crédito requerido. Hoy se trata de tornar más atractivo este tipo de obligaciones para que las empresas argentinas puedan contar con créditos. Pero no sólo no se garantiza el crédito de los inversionistas, sino que tampoco se garantiza que el crédito se solicite a efectos de la inversión de capitales en la República Argentina o para la cancelación de pasivos. En este sentido, el proyecto aprobado por el Senado ofrece mayores garantías que la modificación introducida en el dictamen de mayoría por la Cámara de Diputados, por cuanto en el proyecto del Senado la obligación de destinar los créditos requeridos a inversión de capitales para la producción forma parte de la obligación que se contrae, mientras que a raíz de la modificación introducida por Diputados ese requisito se impone para poder contar con el beneficio de la exención impositiva. De tal modo, si la empresa prefiere renunciar al beneficio de la exención impositiva para disponer libremente de los créditos solicitados sin necesidad de invertirlos en bienes de capital destinados a la producción, les bastará con renunciar al mencionado beneficio.

Hace pocos días la Comisión Nacional de Valores, atribuyéndose facultades legislativas, dictó la resolución 173 —publicada en el Boletín Oficial el 15 de abril del corriente año—, disponiendo la emisión de otros títulos que denomina Documentos Negociables. En primer lugar, condenamos la pretensión de la Comisión Nacional de Valores de atribuirse facultades propias de este órgano legislativo porque, aunque el artículo 40 de la ley de emergencia económica le haya podido derivar inconstitucionalmente tamaña facultad, la atribución de emitir títulos o bonos crediticios corresponde exclusivamente al Congreso de la Nación y no puede ser derivada o delegada en ningún otro órgano.

Por otra parte, al leer el artículo 14 de esa resolución de la Comisión Nacional de Valores se advierte una incongruencia. Por un lado, se atribuye la facultad de emitir estos títulos y por el otro deslinda responsabilidades y afirma que una vez autorizada su emisión no tiene más nada que ver. Además, dentro de las modificaciones introducidas con la excusa de abaratar el costo de las emisiones, hasta se deja de exigir la obligación de su instrumentación, ya sea por instrumento público o privado, bastando a tal efecto la publicación en el Boletín Oficial y la comunicación a la autoridad de aplicación.

En los requisitos a publicar ni siquiera se exige que se determine el órgano de gobierno o de administración de la sociedad o empresa que requiere este tipo de crédito. Por lo tanto, en la publicación de los edictos no se dejará constancia de la resolución correspondiente al órgano de gobierno que tendrá facultades para obligar a la empresa al cumplimiento de sus obligaciones. Me pregunto de qué garantías disponen los inversionistas si ni siquiera pueden saber si la empresa requirió la formalización de este tipo de créditos a través de una decisión estatutaria.

Más grave aún es que los obligacionistas ni siquiera contarán con un representante. La suerte de cada uno de los inversionistas que no cuente con las garantías necesarias para su crédito puede ser la suerte de cualquier ahorrista en un mercado de capitales que ya se ha cobrado demasiadas víctimas en la República Argentina.

Estas razones me llevan a explicitar mi exposición en estos aspectos. Para no emplear más tiempo voy a solicitar la inserción en el Diario de Sesiones de un texto que contiene en forma más completa mi opinión sobre este asunto.

No puedo dejar de señalar, sin embargo, que desde el punto de vista formal se incurre en una contradicción con la ley de convertibilidad. Esta es muy clara y terminante en cuanto a la prohibición de todo tipo de reajustes, pero el nuevo artículo 4º establece que las obligaciones negociables pueden emitirse con cláusulas de reajuste, y aunque aclara "en tanto sean compatibles con lo prescrito en la ley 23.928", ninguna cláusula de reajuste puede ser compatible con esta ley porque su artículo 10 dice de manera muy expresa que en ningún caso se admite "la indexación por precios, actualización monetaria, variación de costos o cualquier otra forma de repotenciación de las deudas, impuestos, precios o tarifas de los bienes, obras o servicios" con posterioridad al 1º de abril de 1991, cuando entra en vigencia la convertibilidad del austral.

Estas razones más otros comentarios que voy a formular durante la consideración en particular me hacen rechazar totalmente esta modificación de la ley de obligaciones negociables. En el tratamiento en particular voy a hacer propuestas puntuales de modificaciones a efectos de brindar a los inversionistas una mayor garantía para que estos bonos sean atractivos y

los ahorristas no sigan estando desprotegidos por la ley.

**Sr. Presidente (Alasino).** — Habiéndose agotado la lista de oradores, se llamará a votar durante diez minutos.

—Se llama para votar. Transcurrido el término anunciado por la Presidencia:

**Sr. Presidente (Alasino).** — En uso de las atribuciones conferidas por el artículo 157 del reglamento, invito a la Honorable Cámara a pasar a cuarto intermedio hasta mañana a las 15.

—Se pasa a cuarto intermedio a la hora 20 y 21.

LORENZO D. CEDROLA.  
Director del Cuerpo de Taquígrafos.