

Incentivos para Cotizar

Lucas Fernando Rodríguez
(Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires)

Ricardo Nicolás Pérez Truglia
(Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires)

Diciembre 2005

Abstract

El presente trabajo persigue el objetivo de ilustrar cómo una rebaja en el impuesto a las ganancias afectaría al desarrollo del mercado bursátil y cómo se generaría un nuevo instrumento de control para reducir las actividades informales¹ que se llevan adelante en la República Argentina.

Dicha reducción (suponiendo que sea igual al 2%², con lo cual la alícuota sería del 33%) habría generado para el fisco una pérdida de ingresos de aproximadamente \$ 319.000.000 para 2005, sin tener en cuenta los ingresos de posibles blanqueos y reducciones de gastos operativos en lo que hace a la instrumentación de auditorías. Es decir que no compromete en absoluto la meta fiscal fijada y generará condiciones que permitirán, mediante el blanqueo de las actividades de las empresas que ingresarían a cotizar sus papeles en la Bolsa, obtener ingresos superiores en períodos futuros.

Los autores agradecen a Augusto Darget por motivar la investigación y aportar puntos de vista que contribuyeron a mejorar significativamente la calidad del presente trabajo. Los errores y omisiones son de absoluta responsabilidad de los autores.

Lucas Fernando Rodríguez:
Ricardo Nicolás Pérez Truglia:

lfr06@cema.edu.ar
ricardotruglia@yahoo.com.ar

¹El término “Informal” es sinónimo de actividades que se llevan al margen de la ley, no se hace ningún juicio acerca de la legitimidad que tales actividades tienen para el conjunto de la sociedad, es decir que toda actividad que viole reglamentaciones vigentes será considerada en este trabajo como “actividad informal” o “en negro”.

² Se considera que una reducción de 2 puntos porcentuales sería significativa para que los empresarios reformulen sus estrategias de financiamiento.

La idea principal del trabajo es que el costo relevante de las empresas a la hora de decidir cotizar o no, es el grado de exposición que enfrentarán si lo hacen, quedando a merced de sanciones efectivas si es que incurren en actividades informales. Es de conocimiento público que un gran número de actividades se llevan al margen de la ley, por eso se expondrá brevemente un modelo descriptivo de toma de decisiones por parte de los agentes para abordar el problema de la informalidad. Con el mismo se buscará explicar cómo la reducción impositiva actuaría en pos de blanquear la economía.

Por otro lado, la reducción del gravamen produciría un incentivo de las empresas a utilizar mayores proporciones de capital propio o de socios para financiarse. Este punto resulta de importancia puesto que de esta manera se eliminan en parte los riesgos que presenta una economía que utiliza la deuda como instrumento principal de financiación.

Finalmente se concluye que este tipo de incentivos, instrumentado tal como propone el trabajo, reducirá en parte la informalidad con que se maneja la economía argentina, contribuirá a mejorar el sistema financiero local mediante una mejor asignación de los riesgos de llevar adelante una inversión, mejorará los ingresos fiscales a futuro gracias al blanqueo de las empresas que ingresen a la Bolsa de Comercio y contribuirá al desarrollo de la economía en su conjunto, debido a las múltiples externalidades que se producirán al contar con información precisa de las empresas y una facilidad más para que estas lleven adelante sus proyectos.

Es necesario considerar que el éxito de esta propuesta no sólo se basa en un diferencial de ingresos futuros para las arcas fiscales y en un potencial ingreso de empresas al mercado bursátil, sino que existen otro tipo de beneficios no mensurables y que hacen del desarrollo de los mercados bursátiles una condición necesaria para lograr el crecimiento económico estable a lo largo del tiempo.

1) Introducción

A lo largo de la historia, las bolsas de comercio de todo el mundo han perseguido el mismo objetivo: servir de nexo entre las partes que poseen fondos y desean invertirlos y aquellas personas que tienen proyectos y necesitan un socio que aporte capital para ponerlo en marcha o ampliarlo.

La facilidad para financiar proyectos de manera eficiente, es una de las condiciones para lograr el crecimiento económico. Que las plazas financieras más

importantes del mundo se encuentren en países como Estados Unidos, Inglaterra, Alemania y Japón no es más que una muestra de que aquellos que logran consolidar un sistema financiero transparente, atomizado³ y con una gran profundidad⁴, tendrán mayor éxito en lo que hace al desarrollo de sus respectivas economías.

Estos países no sólo se ven beneficiados por el rol financiero de las Bolsas sino que, al deber las empresas que en ellas cotizan presentar información precisa acerca de sus manejos internos, el fisco cuenta con una fuente de información clave a la hora de controlar las actividades que tales empresas llevan adelante.

El presente trabajo propone que el costo relevante a la hora de decidir hacer la oferta pública para las empresas, es el de tener que presentar periódicamente la información contable de la misma.

El alto nivel de informalidad con el cual se maneja la economía argentina, hace que las empresas decidan financiarse con estructuras de capital menos eficientes (ya sea a través de la emisión excesiva de deuda o la reinversión de utilidades insuficientes, lo cual acota la capacidad de crecimiento de la firma).

Una reducción de la carga impositiva a las ganancias corporativas, daría una ventaja relativa de las acciones sobre la deuda como instrumento de financiación. Si ese incentivo fuese dado a las empresas que cotizan en bolsa, el Estado contaría con una fuente de información importantísima a la hora de combatir la economía informal, lo cual le permitiría optimizar futuras recaudaciones y obtener mayores ingresos. Si una empresa no cotiza en bolsa y asume de esta manera un costo extra en el pago de impuestos, esto podría dar la pauta de que existen aspectos de la compañía que se prefiere mantener en secreto y que si cotizasen deberían publicar en sus informes a la entidad, esto ayuda a definir de una manera más eficiente la muestra a auditar.

La segunda sección expone un modelo simple de decisión de financiamiento en el mercado de capitales y de decisión racional del blanqueo de actividades. Enfocar este tipo de cuestiones desde las restricciones económicas que enfrentan los tomadores de decisiones, permite aislar las mismas de cuestiones sentimentales, raciales, conspirativas, etc. y permite una evaluación objetiva de la instrumentación de la política en cuestión.

³ Que ninguno de los agentes intervinientes tenga el poder de manipular los precios.

⁴ Que los montos transados sean elevados. Esto da lugar a un mercado líquido y otorga a los inversores y emisores de instrumentos financieros la posibilidad de entrar y salir del mercado sin tener que resignarse a aceptar precios inferiores a los que valdrían sus papeles en mercados de mayor liquidez.

La tercera muestra los incentivos de realizar una oferta pública de acciones. Lamentablemente se cuenta con pocos casos a los fines de contrastar las implicancias del presente trabajo, lo cual no permite utilizar métodos cuantitativos para probar las hipótesis. De todas formas, los resultados que se exponen dan la pauta de que ciertos incentivos promueven efectivamente el desarrollo de los mercados bursátiles y derivan en mejores condiciones económicas que luego se traducirán en mayores ingresos para el fisco en concepto de recaudación de impuestos.

La cuarta sección ilustra el caso argentino. Si bien existen diferencias culturales entre la Argentina y los demás países de la muestra, cabe destacar que dentro de la muestra existen también diferencias culturales y sin embargo los incentivos fiscales propuestos han tenido efectos similares sobre el desarrollo del mercado de capitales del país en cuestión. Esto avala el uso de un modelo de decisión racional basado en las restricciones económicas de los agentes, puesto que si bien existen diferencias (y el modelo las contempla), las variaciones de los incentivos económicos inducirán a las personas a direccionar sus comportamientos hacia destinos similares, más allá de las diferencias culturales que existan entre los mismos.

Una reseña de estudios acerca de mercados de capitales son incluidos en la quinta parte del trabajo. Se considera relevante tener en cuenta los hallazgos de autores que han investigado los mercados de capitales, dado que pueden ayudar a tener en cuenta puntos importantes para lograr una mejor comprensión global del tema.

A modo de conclusión, se incluyen en la sexta sección algunas expresiones acerca de lo analizado en las secciones anteriores.

2) *El Modelo*

Elección Deuda-Acciones

El supuesto acerca de que los individuos buscan maximizar su riqueza⁵ funciona bastante bien a la hora de asumir una ley de comportamiento de los agentes de una economía. Partiendo de esto como base, es de esperar que los individuos harán todo lo que esté a su alcance para obtener la mayor cantidad de dinero posible.

⁵ Se hace referencia a la riqueza monetaria de los individuos.

Las decisiones acerca de cómo se financia una empresa pueden agregar valor si existen algunas imperfecciones de mercado tales como los impuestos⁶. Suponiendo que una empresa se financia con acciones y deuda, y existe una mayor carga impositiva sobre las ganancias que generen las acciones, entonces la compañía podrá incrementar la riqueza de sus propietarios (que poseen tanto acciones como deuda) endeudándose en lugar de buscar socios emitiendo acciones.

En la Argentina, la tasa impositiva sobre los intereses generados por la posesión de bonos de empresas (ser acreedor de la misma) es menor que el impuesto a las ganancias que debe afrontar quien es socio de la misma⁷. Esto genera un incentivo a endeudarse para las compañías que a medida que vayan tomando más deuda, sólo podrán hacerlo si por ella pagan una mayor tasa de interés. La mayor tasa se debe a que una empresa con mucha deuda se vuelve más riesgosa puesto que deberá afrontar pagos ciertos de intereses y eso puede hacer que en algún momento la compañía no genere los fondos suficientes para cumplir con sus obligaciones.

Este dilema que se presenta aquí, que por un lado se incrementa el valor de los activos de la firma si nos endeudamos, pero por otro lado se deberán pagar mayores montos por la misma, es lo que hace que las empresas elijan una estructura de capital determinada para financiarse.

Si bien la hipótesis del trabajo es que el verdadero costo de la oferta pública de acciones reside en la importante actividad informal que debería ser regularizada para cotizar, es importante considerar que un abaratamiento relativo de las acciones como medio de financiar a la empresa con respecto al uso de deuda (que se daría por una rebaja en el impuesto a las ganancias), favorecería la emisión de acciones en la Bolsa de Comercio.

El siguiente ejemplo busca ilustrar la ventaja relativa que generan las distintas tasas impositivas aplicadas a las ganancias y a los intereses: Suponiendo que existe una empresa que se financia en su totalidad con acciones y que paga todas sus ganancias en la forma de dividendos, entonces si la empresa tiene \$1.000.000 de EBIT⁸ se le cobrará el 35% de impuesto a las ganancias sobre es \$1.000.000, con lo cual los propietarios de la firma podrán recibir \$650.000 en concepto de dividendos. Por otro lado, si la segunda

⁶ Véase F. Modigliani y M. Miller (1958) y (1963), para profundizar sobre el resto de las fallas de mercado de capitales.

⁷ Los intereses percibidos por la tenencia de bonos de empresas no pagan ningún impuesto si los bonos fueron emitidos mediante oferta pública. Si los bonos son emitidos en oferta privada, entonces están sujetos a los mismos gravámenes que las ganancias (35% para montos superiores a \$120.000).

⁸ Earnings Before Interest and Taxes, es el efectivo neto de costos que genera una firma antes de que se paguen los intereses de la deuda que tiene la empresa y los impuestos a las ganancias.

compañía tiene el mismo EBIT pero se financia con \$500.000 de deuda a una tasa del 10%, pagará \$50.000 en concepto de intereses que luego estarán exentos del gravamen de ganancias⁹. El monto imponible de la segunda firma se reduce a \$950.000 y por lo tanto pagará menos impuestos que la firma 100% acciones. Los propietarios de la firma endeudada recibirán entonces \$50.000 por los intereses y \$617.500 en dividendos, totalizando \$667.500 de ingresos.

Nótese que los individuos buscan maximizar su riqueza, si la empresa que es de su propiedad se financia 100% con acciones recibirían \$17.500 menos que si tomaran deuda por \$500.000 al 10% como está en el ejemplo. Con lo cual endeudar la empresa es preferido por los individuos a emitir nuevas acciones.

		<i>Firma 100% acciones.</i>	<i>Firma con 500,000\$ de deuda nominal.</i>
1	EBIT	\$1.000.000	\$1.000.000
2	Intereses pagados (10%^{**})	\$0	\$50.000
3	Monto imponible	\$1.000.000	\$950.000
4	Impuesto a las Ganancias (35%)	(\$350.000)	(\$332.500)
5	Pago de dividendos	\$650.000	\$617.500
6	Total percibido por los propietarios (2 + 5)	\$650.000	\$667.500
<p>* El Ejemplo busca ser una ilustración del mecanismo por el cual las diferentes tasas aplicadas a los intereses o a las ganancias generan un incentivo en los propietarios a financiar la empresa con mayor proporción de deuda que de acciones o viceversa. Los datos empleados fueron elegidos para demostrar el punto explicado.</p> <p>** Se asume una tasa de interés de 10% para los bonos de deuda de la empresa. Se asume además que los intereses percibidos no pagan impuestos que en la Argentina son del orden del 0 % para bonos emitidos bajo el régimen de oferta pública, mientras que la tasa será la del impuesto a las ganancias si son bonos de oferta privada.</p>			

El punto a destacar aquí es el siguiente: reconociendo que las tasas impositivas son una de las variables que regulan la estructura de capital de una empresa (otra es, por ejemplo, la mayor tasa que debe pagar el mayor endeudamiento por el riesgo de caer en default), una reducción de la tasa del impuesto a las ganancias motivaría a los dueños de las empresas a optar por estructuras de capital con mayor cantidad de acciones (patrimonio neto) que de deuda (pasivos) que las estructuras de capital actuales.

El costo de la informalidad

La exposición del modelo teórico anterior demuestra la importancia que tienen los precios relativos para los agentes económicos a la hora de tomar sus decisiones.

El punto es que una empresa que enfrentase una mejoría en el precio relativo del capital, optaría por demandar una mayor cantidad del mismo. Pero en el caso de la

⁹ Los intereses pueden estar gravados, pero en el caso de Argentina la tasa es del 0% si los bonos se emiten bajo el régimen de oferta pública, con lo cual la deuda sigue teniendo una ventaja relativa con respecto a las acciones como medio de financiar los activos de la empresa.

oferta pública, abrir el capital implica también publicar balances, información, montar una estructura que prepare tal información y enfrentar auditorias periódicas del organismo de control que busca chequear la transparencia de la compañía.

Una empresa que realiza muchas de sus actividades “en negro” no hará la oferta pública dado que el costo que esta tendría al blanquearse sería demasiado elevado con respecto a los beneficios que le produciría entrar al mercado.

Siguiendo la lógica anteriormente descrita, se buscará plantear el problema de la informalidad como una decisión racional por parte de los individuos que consideran restricciones económicas para llevar adelante sus proyectos.

El “premio” de un evasor es lograr un retorno mayor que el retorno que obtendría de hacer las cosas como marca la ley, entonces el premio se define como:

$$premio_{evasión} = r_{informal} - r_{legal}$$

Mientras que por otro lado, el evasor se enfrenta al posible pago de una multa por violar la ley. Esto implica que el evasor evaluará el valor esperado de dicha penalidad para compararlo con el beneficio de la evasión.

$$E(multa) = p * M$$

Donde p representa la probabilidad de ser atrapado y condenado por evadir impuestos y M representa el monto de la pena con la cual se castiga a los evasores.

La probabilidad puede acercarse más a 1 (valor para el cual todos los evasores son atrapados y condenados) si mejoran los mecanismos institucionales de control y castigo, mientras que se va a 0 por factores tales como el pago de coimas u otro tipo de incentivos que entorpezcan el accionar efectivo de la ley.

Entonces un individuo querrá evadir si el beneficio esperado de tal acción supera al valor esperado de la multa que tendrá que afrontar en caso de ser encontrado culpable:

$$premio_{evasión} > E(multa)$$
$$r_{informal} - r_{legal} > p * M$$

Citando un párrafo de Guissarri¹⁰, cabe considerar que:

“Esta simple hipótesis que permite explicar el comportamiento ilegal, naturalmente no excluye las teorías sociológicas, políticas y fisiológicas. En realidad, dentro del nivel de generalidad con que está planteado el tema,

¹⁰ Guissarri (1989), el modelo de decisión racional es presentado por Guissarri en la página 32 del libro.

podría suponerse que los retornos $r_{informal}$ y r_{legal} no son únicamente monetarios. Los retornos de un sádico no son justamente monetarios. Aún más, posiblemente esté dispuesto a pagar para que le permitan torturar a alguien.

Sin perjuicio de que se puedan o no incorporar los casos patológicos, este enfoque permite destacar dos aspectos importantes del comportamiento informal. El primero de ellos es que establece de una forma sistemática el hecho de que la informalidad es una respuesta a los incentivos y restricciones económicas, como es el caso de todo comportamiento económico. Esto es especialmente útil para poder entender y discutir el problema de la informalidad sobre bases racionales en lugar de teorías intencionales, conspirativas o raciales.

El segundo aspecto destacable y atrayente de esta simple explicación es que pone énfasis en que la informalidad no sólo puede ser una consecuencia de un deficiente o insuficiente control por parte de la autoridad (costo para el informal), sino también en lo deficiente que puede ser la política o regulación económica creando tentadores diferenciales entre precios (beneficios para el informal) de oferta ($r_{informal}$) y precios de demanda (r_{legal}).”

Se cree relevante esta digresión acerca de la decisión de “ir por izquierda” puesto que la hipótesis central del trabajo identificaba a la negativa de las empresas a cotizar en Bolsa en los altos costos que acarrearía para ellas regularizar su situación, dado el alto nivel de economía en negro que hay en la Argentina.

Presentar balances y otra información contable, ser auditados y tener que informar a la bolsa acerca de todas las acciones importantes de la compañía, supone un grado de exposición para el cual la actividad informal se vuelve una cuestión de alto riesgo, puesto que es muy probable que se termine descubriendo dicho accionar.

Mejorar las chances de ser atrapados (p) y reducir los premios a la evasión ($r_{informal} - r_{legal}$) contribuirían a eliminar, en parte, el alto grado de informalidad de la economía nacional. El fisco vería con muy buenos ojos esta alternativa puesto que la evasión es uno de los problemas que todos los gobiernos intentan resolver y siempre se estará a la búsqueda de nuevos mecanismos institucionales que favorezcan el blanqueo de la economía.

La disminución impositiva generará una caída en la diferencia de retornos que da lugar a la obtención de premios por evadir ($r_{informal} - r_{legal}$) y, al ser ésta una ventaja otorgada a las empresas que cotizan en Bolsa, contribuirá a aumentar la posibilidad de

descubrir a aquellos que violan la ley, puesto que reduce la muestra a auditar (se podrían enfocar las auditorias hacia aquellas empresas que decidieron no acceder al beneficio y por lo tanto no presentan la información contable a la Bolsa), o sea, aumenta el “*p*”. Estos puntos serán nuevamente explicados en las conclusiones del trabajo.

3) *Incentivos a la Apertura de Capitales*

Volviendo al principio fundamental de los mercados de capitales, la capacidad de obtener financiamiento es el motivo principal por el cual las empresas acuden a los mismos. Agrega valor también el hecho de que exista la posibilidad de obtener publicidad (dado que los medios suelen comentar qué ocurre en la jornada), de poder llevar adelante políticas de motivación de los empleados (haciéndolos socios mediante la adquisición de acciones por parte de los mismos) y una mayor credibilidad, puesto que las empresas que cotizan suelen presentar su información interna para que todos los stakeholders¹¹ puedan informarse acerca de la evolución de la misma, lo cual facilita el acceso de las compañías a nuevos mercados.

Se puede inferir entonces, que un mercado lo suficientemente grande, transparente y atomizado resulta más atractivo a la hora de invertir o buscar financiamiento en el mismo.

Varios mercados han pretendido avanzar en este sentido, poniendo en funcionamiento plataformas comunes de comercialización para incrementar la liquidez del mercado y facilitar la posibilidad de diversificar carteras con una mayor variedad de papeles¹². Ejemplos de este tipo de fusiones son la unión de las Bolsas de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao que dieron lugar al BME (Bolsas y Mercados Españoles) y los lanzamientos de las plataformas comunes de comercialización EURONEXT¹³ (que nuclea a las bolsas de París, Lisboa y Porto, Amsterdam y Bruselas) y OMX (en la cual cotizan los papeles de Lituania, Letonia, Estonia, Suecia, Finlandia y Dinamarca).

Los mercados, al ser mas grandes, evitan abusos por parte de agentes con poder de fijación de precios. Argentina tiene bolsas regionales que, si bien operan distintos tipos de valores, deben asumir costos que no serían significativos si se informatizara y

¹¹ Interesados en el desempeño de la compañía. Pueden ser clientes, proveedores, etc.

¹² Activos Financieros.

¹³ Tiene un convenio con la London Stock Exchange para lo que es negociación de derivados solamente.

centralizara el trading local a través del SINAC¹⁴ con base en Buenos Aires (sin lugar a dudas la Bolsa más importante del país). Esto integraría el mercado argentino y ayudaría a consolidar un mercado más profundo y, por lo tanto, más atractivo para las empresas que buscan conseguir fondos y para los ahorristas que buscan dónde colocar su dinero.

La tendencia mundial ha mostrado ir hacia la integración y no la fragmentación de los mercados de capitales.

Con respecto al resto de las ventajas comunes, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires está en condiciones de ofrecer lo mismo que las demás Bolsas de todo el mundo. Parecería no residir en estos puntos entonces, la constante caída en el número de sociedades cotizantes en el mercado local. Es necesario, tal como se propuso en la sección anterior, ofrecer otro tipo de incentivos para que la relación costo-beneficio de los propietarios de empresas se vuelque hacia el uso de la Oferta Pública como medio de obtener fondos para financiar sus proyectos.

El punto a tratar sería la unificación del mercado y la creación de figuras que favorezcan su volumen y transparencia, pero eso excede los límites del presente trabajo.

Incentivos especiales

Existen tres casos principales que presentan incentivos especiales para las empresas y que pueden ser analizados con los instrumentos desarrollados en el modelo del presente trabajo: los casos vienés, londinense y egipcio.

En Austria la reducción de los impuestos a las ganancias del 35% al 24% abarató el capital como instrumento de financiación con respecto a la deuda (Elección Deuda-Capital), mientras que Londres y Egipto favorecen con ventajas impositivas a los accionistas de empresas cotizantes (Elección Deuda-Capital más Enfoque de Informalidad).

Se expone también el caso de la Bolsa de Riga, Letonia, en la cual no existen incentivos especiales para la apertura de capitales.

Hay otros países que han buscado imitar a Inglaterra y Austria principalmente, proponiendo rebajas a las tasas impositivas, ellos se nombrarán al final de la exposición de casos.

¹⁴ Sistema de Negociación Asistido por Computador, es a través del cual se realizan transacciones electrónicas en el mercado local.

Caso vienés:

En Austria se redujo de 35% a 24% el impuesto a las ganancias a principios de 2005, el resultado fue una cantidad de Ofertas Públicas Iniciales¹⁵ (IPO en Inglés) superior a la de años anteriores y nuevas emisiones de acciones por parte de las empresas que ya se encontraban cotizando. La reducción impositiva abarató relativamente al capital, lo cual impulsó a muchas empresas a hacer la oferta pública.

En la primer mitad de 2005, se realizaron 4 IPOs en la Bolsa de Viena que totalizaron alrededor de 1.200 millones de Euros¹⁶ de capital para las compañías entrantes. Mientras que seis compañías ya cotizantes emitieron nuevas acciones por el valor de aproximadamente 3.300 millones de Euros. La Bolsa de Viena es un ejemplo claro de la variación del precio relativo del capital con respecto a la deuda, sus directivos reconocen en el cambio de 35% al 24% en el impuesto a las ganancias corporativas uno de los motivos por los cuales la emisión de acciones en la búsqueda de nuevos socios se ha vuelto una alternativa atractiva en 2005. Debe notarse que aquí el incentivo no fue dado a través de la Bolsa de Comercio de Viena (todas las empresas tienen derecho, coticen o no), por lo que el gobierno austriaco no contará con un mecanismo de selección para auditar empresas¹⁷, con lo que el incremento de las empresas y el volumen de emisión de acciones se debe sólo a un cambio en el precio relativo Capital-Deuda.

Caso londinense:

En la Bolsa de Londres, las ganancias de capital gozan de ventajas impositivas en la medida que los propietarios de las acciones las retengan un cierto tiempo¹⁸. El sistema funciona así: supóngase que la tasa de impuesto a las ganancias de capital son del orden del 40%, y que una persona mantendrá en su poder las acciones por 5 años logrando una ganancia de £5.000.000. En circunstancias ordinarias, a esta persona se le cobraría al desprenderse de los papeles el 40% del 85%¹⁹ de £5.000.000, o sea £1.700.000 (lo cual arroja una tasa efectiva del 34%). Pero en Londres, las personas que

¹⁵ Proceso para ofrecer a terceros acciones de la empresa.

¹⁶ Los valores son en valor nominal del año en cuestión, 2005 para este caso.

¹⁷ Sí se cuenta con la información contable de las mismas, lo cual genera a su vez externalidades positivas para el resto del mercado.

¹⁸ Funciona como un incentivo a la permanencia del capital.

¹⁹ Se distingue entre "Business assets" y "Non-business assets" para dar la ventaja. La reducción del monto imponible sobre ganancias de Non-business assets es del 15% para un activo que se mantiene 5 años.

invierten en acciones²⁰ tienen la ventaja de poder descontar el monto imponible al 25% del total, con lo cual la tasa efectiva se reduce drásticamente (en el caso anterior se terminaría pagando sólo £500.000, con lo cual la tasa efectiva sería del 10%).

Ejemplo London Stock Exchange

	<i>Business asset</i>	<i>Non-business asset</i>
Ganancia(1)	£ 5.000.000	£ 5.000.000
Descuento al monto imponible (2)	(£ 3.750.000)	(£ 750.000)
Monto imponible(3)	£ 1.250.000	£ 4.250.000
Impuesto 40% (4)	£ 500.000	£ 1.700.000
Tasa efectiva (5=4/1)	10%	34%

Tabla de descuentos del monto imponible:

Años con los activos en cartera.	Porcentaje de las ganancias imponibles	
	Business Assets	Non-Business Assets
1	50%	100%
2	25%	100%
3	25%	95%
4	25%	90%
5	25%	85%
6	25%	80%
7	25%	75%
8	25%	70%
9	25%	65%
10	25%	60%

Fuente: "A guide to AIM tax benefits", London Stock Exchange

La Bolsa de Londres tuvo en la primer mitad de 2005 172 IPOs que totalizaron 7.500 millones de Euros, de las cuales 152 correspondieron al mercado AIM (2.100 millones).

Londres es en la actualidad el principal mercado Europeo, en dicha bolsa se transan commodities, opciones, y un gran número de otros instrumentos. El mercado londinense provee de servicios financieros al resto de Europa, muchos bancos de importancia europeos tienen una presencia más fuerte en Londres que en el país donde se encuentra la casa matriz. Esto no puede responder a otra cosa que no sean incentivos económicos. El aprovechamiento de economías de escala, la transparencia del sistema,

²⁰ Las acciones del mercado AIM (Bolsa de Londres para PyMEs) y bajo ciertas condiciones las del mercado principal, son calificadas como Business assets y por lo tanto sus propietarios tienen acceso a las ventajas que ello implica.

la solidez del marco regulatorio y las ventajas impositivas que Londres otorga con respecto a otros países europeos, hacen que las actividades financieras se concentren, principalmente, en esta ciudad.

Caso egipcio:

En Egipto, todas las empresas que coticen en la Bolsa de Comercio de El Cairo & Alejandría²¹, tienen derecho desde 1981 a una exención del impuesto a las ganancias por un monto igual al valor del capital (equity) de la empresa multiplicado por la tasa de depósito a 3 meses impuesta por el Banco Central de dicho país. Las ganancias que excedan ese monto estarán gravadas de acuerdo a la alícuota vigente según marca la ley.

El derecho a exigir la rebaja por cotizar en la Bolsa surge de una ley que data de 1981. Lamentablemente no se dispone de estadísticas de esa fecha, puesto que la contabilización de estadísticas bursátiles comenzó en 1990, el hecho destacable es que en Egipto cotizan hoy 761 empresas mientras que en 1990 cotizaban 573 empresas, lo cual marca un crecimiento de 132% en el número de empresas cotizantes.

La Bolsa de Egipto demostró tener un desempeño excepcional, logrando que en ella coticen un gran número de compañías (actualmente en Argentina cotizan 107 papeles vs. 761 de Egipto). El número de compañías cotizantes da una idea de cómo un simple incentivo fiscal, instrumentado a través de la Bolsa local, movilizaría a muchas compañías a realizar la oferta pública de sus acciones. Presentando la información requerida legalmente y contribuyendo, de esta manera, a un control más efectivo de sus manejos y de la planificación más eficiente de las auditorías, por parte del ente fiscalizador, para empresas que hayan decidido no ingresar a la Bolsa de Comercio y que por lo tanto no disponen del beneficio de la exención.

El próximo ejemplo ilustra de qué manera se beneficia una empresa que cotiza en el CASE contra una que no lo hace. Si suponemos que ambas compañías poseen acciones por el valor de \$1.000.000, y la tasa de depósito a 3 meses del Banco Central de Egipto se fija en 10%, entonces la empresa cotizante podrá descontar del monto imponible el producto entre la tasa y el millón de dólares o libras egipcias²² que representan las acciones, o sea, \$100.000. Con lo cual, si suponemos que el impuesto a las ganancias es de 35%, la empresa cotizante deberá pagar \$140.000, mientras que la que no cotiza deberá afrontar un pago de \$175.000. El resultado de reducir el monto

²¹ CASE, Cairo & Alexandria Stock Exchange

²² La unidad de cuenta (moneda) no es relevante para mostrar el punto en cuestión, que es el de aclarar cuál será la ventaja para aquella empresa que cotice en bolsa.

imponible es que los accionistas de la empresa cotizante podrán recibir en concepto de dividendos \$360.000 mientras que los accionistas de la empresa no cotizante sólo lo podrán hacer por \$325.000.

	<i>Empresa Cotizante</i>	<i>Empresa no cotizante</i>
<i>Valor de las Acciones (1)</i>	\$ 1.000.000	\$ 1.000.000
<i>EBIT (2)</i>	\$ 500.000	\$ 500.000
<i>Tasa de Depósito a 3 meses (3)</i>	10%	10%
<i>Descuento por cotizar (4=3*1)</i>	\$ 100.000	\$ 0
<i>Monto Imponible (5=2-4)</i>	\$ 400.000	\$ 500.000
<i>Impuesto a las ganancias (35%) (6=5*0.35)</i>	(\$ 140.000)	(\$ 175.000)
<i>Dividendos (7=5-6)</i>	\$ 360.000	\$ 325.000

La tabla muestra cómo se implementaría la regulación a las distintas empresas. La reducción del monto imponible hace más atractiva la apertura del capital en la Bolsa de Comercio de Egipto, reduciendo el monto a pagar por parte de los accionistas y generando una señal que permite seleccionar mejor las empresas auditar, puesto que quienes coticen estarán presentando su información contable, mientras que podría ser que la no presentación de los Estados Contables sea lo que motiva a las que no ingresan al CASE (y no acceden al beneficio impositivo). Como puede apreciarse, tanto la elección Deuda-Capital como el mecanismo de incentivos para evadir trabajan de manera conjunta ante la implementación de este tipo de medidas, generando condiciones favorables para el crecimiento de las economías de los países en cuestión.

Caso brasileño:

Países como Brasil ponen énfasis en facilitar a los empresarios las herramientas que hacen a una efectiva apertura del capital en la Bolsa de Valores. El BNDES (Banco Nacional de Desarrollo Brasileño) asesora a las empresas pequeñas y medianas para formarlas en tópicos tales como Gobierno Corporativo²³ y otras cuestiones de importancia a la hora de conseguir socios en los mercados de capitales. Disminuir los costos de estas barreras de entrada al mercado es también un incentivo importante, puesto que el éxito de una colocación pasa por obtener el máximo valor posible cediendo la menor proporción del negocio posible (no olvidar que en toda acción los individuos buscan maximizar su riqueza), la implementación de prácticas de Gobierno Corporativo hace que las acciones de las compañías valgan más, ya que se garantizan

²³ El término correcto "Corporate Governance" no tiene traducción exacta al castellano. Se considera, de todas maneras, Gobierno Corporativo como una traducción aceptable del mismo.

ciertas cuestiones de importancia para los inversores. El caso Brasileño muestra cómo se puede contribuir a incentivar la apertura de capital en la bolsa, agregar valor a las compañías mediante la instrumentación de prácticas que hacen al manejo transparente y a la toma de decisiones dentro de la misma y de esta manera mejorar la transparencia del sistema. Este tipo de iniciativas reducen el premio de la informalidad, ya que se recortan costos que se deben afrontar si se desea blanquear el manejo de la firma para abrir su capital en la Bolsa local de una manera eficiente.

La medida brasileña resulta interesante por el hecho de reconocer en la bolsa de comercio local un lugar único para obtener financiamiento, dado que aquellos que compren las nuevas acciones de las compañías estarán compartiendo riesgos con los antiguos dueños de la empresa.

Caso letón:

El contraejemplo de los países anteriores sería un país que no dispone de incentivos fiscales para la oferta pública, se elige a la Bolsa de Riga (Letonia), dado que Letonia es un país con ciertos atributos que ilustran el efecto que puede tener una política sin incentivos sobre el mercado de capitales del país.

Letonia es uno de los países que se desprendió de la URSS, por lo tanto el uso de los mercados como mecanismos asignadores de recursos resulta algo relativamente novedoso para sus habitantes. La Bolsa de Riga tuvo sólo una oferta pública en los últimos 5 años, la misma fue de una empresa que sólo abrió el capital para tasar²⁴ la compañía y transferirla a otro grupo que se haría cargo del 51% del paquete accionario. El resto de las cotizantes son empresas que fueron privatizadas al caer el sistema comunista en dicho país y que por ley están obligadas a cotizar.

Cabe resaltar que la Bolsa de Riga forma parte de la plataforma de negociación OMX²⁵, con lo cual la profundidad del mercado no es una limitación que las empresas deban tener en cuenta a la hora de abrir su capital.

Al parecer, emitir acciones en Letonia no es un buen negocio. Mas allá de contar con una plataforma de negociación que da la posibilidad de obtener capital con mayor facilidad en un mercado mas competitivo, las empresas letonas no consideran la Bolsa de Comercio como una opción de obtener fondos para financiar sus proyectos. Lo

²⁴ Otra de las bondades de cotizar en Bolsa, es que se cuenta con valuaciones permanentes de la empresa, dado que los papeles de la misma son negociados constantemente por los operadores. En definitiva, una empresa vale de acuerdo a lo que alguien estaría dispuesto a pagar por ella, las transacciones de sus securities en la Bolsa de Comercio dan una idea objetiva del valor de la firma.

²⁵ OMX Exchanges: Lituania, Letonia, Estonia, Suecia, Finlandia y Dinamarca.

anecdótico del caso es que la integración de los mercados en Argentina podría ser un paso necesario pero no suficiente para alcanzar el desarrollo del mercado local. Tal acción mejora aspectos del mercado que lo hacen más atractivo para las compañías que desean ingresar en él, pero tomarla de manera aislada no garantiza una entrada masiva de empresas.

La inexistencia de incentivos fiscales se suma al hecho de que para Letonia resulta relativamente nuevo el uso de los mercados de capitales, la evidencia muestra un mercado dispuesto a integrarse pero inactivo debido a la falta de iniciativas de captación de empresas y de modificación de los incentivos que hacen a la toma de decisiones de financiamiento a través del mercado de capitales.

Otros Casos:

Portugal y Luxemburgo ofrecen reducciones en impuestos si es que los activos son mantenidos en cartera por un cierto período de tiempo. Por ejemplo, si en Portugal se mantiene la acción por más de un año, las ganancias de capital no serán gravadas al vender los papeles, Luxemburgo acorta el período a 6 meses. Este mecanismo es similar al de Londres.

La República Checa reducirá el impuesto a las ganancias en 2006 en dos puntos porcentuales, de 26% a 24%. Los resultados no pueden ser observados, por supuesto, pero se espera que tal acción tenga un resultado parecido al de Viena. Si bien la disminución al impuesto no es tan drástica como la producida en Austria, el nivel final iguala las tasas impositivas en ambos países.

En Estados Unidos se aprobó en 2003 una ley de reducción impositiva que favorecía a los tenedores de acciones. Esto produjo un incremento de la demanda de acciones de compañías, dado que redujo el costo del capital en acciones para las mismas.

Por último, México impulsó una Ley de Mercado de Valores que establece pautas de Gobierno Corporativo y demás medidas que favorezcan la transparencia del mercado y protejan al pequeño inversor. Se espera que alrededor de 1300 empresas entren a cotizar en los próximos 5 años a partir de esta reforma que data de noviembre de 2005.

4) *Caso Argentino*

Gran parte de las empresas Argentinas no hacen uso de la Bolsa de Comercio como medio de obtener fondos para financiarse.

Dado que para emitir acciones es necesario presentar balances periódicos (trimestrales), informar a la Bolsa de cualquier novedad que afecte a la firma, soportar auditorias, las empresas que operan al margen de la ley no consideran su ingreso a la Bolsa atractivo, ya que deberían regularizar su situación y eso es más caro que el costo de oportunidad que asumen al no poder fondear un cierto número de proyectos.

Mientras que por otro lado, si la empresa emite Obligaciones Negociables (ON), sólo tendrá que presentar en carácter periódico una reseña informativa adjuntando el acta de directorio que la aprobó.

A primera vista se observan las diferencias de exposición que enfrenta alguien que abre su capital versus una empresa que emite deuda para financiarse. Claramente, la información requerida es mucho menor en el caso de las empresas que se endeudan. En una economía con una gran proporción de la misma en el sector informal, habría muy pocos incentivos para buscar socios haciendo una oferta pública.

La propuesta de reducción impositiva hace que las empresas no consideren tan rentable evadir el impuesto a las ganancias (se reduce el premio a la evasión) y por otro lado mejora las chances de que un evasor sea atrapado “*p*”²⁶ (si uno no cotiza en Bolsa renunciando de esta manera a obtener un incentivo fiscal como el propuesto, podría dar la pauta de que no quiere entrar a cotizar en el mercado puesto que tendría que revelar la información contable de la firma), eliminando de esta manera candidatos a auditar.

En los primeros tres trimestres de 2005 las empresas cuyas acciones cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires pagaron 4.197 millones de pesos en concepto de impuesto a las ganancias, lo cual corresponde al 20% del total pagado en este impuesto para el mismo período. Es conveniente resaltar que ese 20% está siendo constantemente auditado por la competencia de la firma, que tiene acceso a los balances públicos y por lo tanto denunciaría cualquier irregularidad. Mientras que el restante 80% debe ser controlado solamente por el Estado, que monta una estructura y asume un costo importante para hacerlo. Estas dependencias, si bien pueden tener un desempeño eficiente, no pueden encargarse de controlar a todas las empresas sin incurrir en gastos considerables. La presentación de balances en la Bolsa de Comercio le da al fisco la

²⁶ Según el modelo de decisión presentado anteriormente.

posibilidad de controlar a tales empresas online, lo cual le ahorra muchos recursos, y de contar con la colaboración de terceros que observan la documentación pública y pueden denunciar irregularidades. Además, esta medida motivaría a las empresas a abrir su capital porque: primero es más barato (tal como se vio en el análisis de la elección Deuda-Capital) y segundo es más probable que el gobierno sepa quién está cometiendo ilícitos (mejoran las probabilidades de atrapar a los evasores), lo cual contribuye al blanqueo de la economía.

Lamentablemente no se cuentan con estimaciones acerca de cuales serían los montos favorables en recaudación que surgirían del blanqueo, sin embargo se puede considerar que no serían nada despreciables debido al gran porcentaje de las actividades que operan sin cumplir con todos los requisitos impositivos. Se incrementarían las empresas que pagan ganancias y, al tener estas sus empleados regularizados, se incrementarían también los pagos de impuestos correspondientes al empleo de trabajadores en la actividad que realice la compañía. Es decir que la incorporación de las empresas a la Bolsa de Comercio traerá aparejada una significativa incorporación de trabajadores al sector formal de la economía.

La siguiente tabla muestra una proyección del costo que tendría para el fisco instrumentar la reforma impositiva. Cabe aclarar, y es de suma importancia hacerlo, que las siguientes estimaciones no incluyen ni el incremento de ingresos debido al blanqueo de actividades, ni la reducción de costos para el Estado en concepto de auditorías. Sin embargo, con el nivel esperado de crecimiento e inflación, el monto real de la erogación disminuiría para 2006 suponiendo que el cobro de impuesto a las ganancias a empresas cotizantes aumentó en un 6%. El fisco no deberá destinar tantos recursos a auditar empresas, nuevas compañías comenzarán a declarar actividades y con ello los trabajadores que con ellas contraten también lo harán, con lo cual se percibirán pagos en concepto de nuevas ganancias declaradas.

	2005 (proyectada)	2006* (proyectada)	
Alicuota: 35%	\$ 5.595.000.000	\$ 5.930.700.000	
Alicuota: 33%	\$ 5.276.000.000	\$ 5.592.560.000	
	(\$ 319.000.000)	(\$ 338.140.000)	Monto de la erogación anual en pesos nominales
	(\$ 319.000.000)	(\$ 317.149.000)	Monto de la erogación anual en pesos de 2005**

*Se asume que la tasa de crecimiento será del orden de un 6% para el año 2006, mientras que la inflación será del 1% mensual. Proyecciones en base a balances publicados y presentados ante la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
 ** Se calcula suponiendo que los \$ 338.140.000 se pagan en 12 cuotas iguales durante los 12 meses del año y se lo ajusta como un flujo de caja descontado al 1% mensual. No son valores presentes, sino ajustados por inflación.

Muchos de estos beneficios son difíciles de estimar, debido a que se tendría que conocer cuáles son los montos transados en el sector informal de la economía y suele no haber datos acerca de los mismos en las estadísticas que se llevan adelante. Además, de instrumentarse la política propuesta, se estaría ante la situación de que tal medida produciría externalidades las cuales favorecerían el desarrollo de la economía aunque los beneficios que percibiría cada agente (entre ellos el Estado que está dando la rebaja impositiva) no podrán ser efectivamente medidos debido a que el origen no sería observable.

Un ejemplo de externalidad producida por una medida que favorece el desarrollo del mercado bursátil, es el incremento en la estabilidad que la Bolsa de Comercio confiere al sistema económico, puesto que la negociación de instrumentos financieros a través de la misma no enfrenta dos problemas existentes en la intermediación bancaria: el descalce de créditos²⁷ y la no correspondencia de riesgos²⁸. Las situaciones de pánico se evitan, puesto que todas las personas saben que dispondrán del dinero cuando ellas deseen yendo al mercado de valores y vendiendo sus activos al mejor postor (se elimina el problema de descalce). Mientras que ante una recesión sus activos se desvalorizarán, pero habrán sido los ahorristas quienes decidieron colocar su dinero en dichos valores, con lo que no se producirán situaciones en las cuales las personas consideren que se ha cometido una injusticia con sus fondos (existe correspondencia de riesgos). El uso de la Bolsa de Comercio como medio canalizador del ahorro contribuye a aliviar el caos en que suelen derivar los pánicos bancarios y las cesaciones de pagos.

Además, esto no elimina la posibilidad que tienen las empresas de financiarse a plazo: una persona puede adquirir un bono a 20 años, mantenerlo por 5 años percibiendo los pagos en concepto de intereses y venderlo a otra persona cuando aún queden 15 años para que expire, en el caso de una acción puede permanecer con la misma el tiempo que desee hasta realizar su venta en la Bolsa de Comercio a otro inversor. Por otro lado favorece la transparencia del sistema porque cada persona sabe dónde está colocando su dinero y puede controlar la evolución de la empresa chequeando la información que la Bolsa exige sea publicada para abrir el capital y cotizar.

²⁷ Los bancos toman préstamos a un plazo y los colocan a otros plazos distintos y que no se corresponden con los vencimientos de los depósitos. Ante una situación de pánico, los depositantes correrán a retirar su dinero y el banco no podrá devolverle a todos sus depósitos en ese momento, ya que no cuenta con la liquidez suficiente.

²⁸ El banco toma dinero de los ahorristas ofreciéndoles una renta fija y lo coloca a riesgo en distintos activos (acciones, hipotecas, bonos, etc.) a fin de que estos activos le reporten un mayor rendimiento, puedan devolver la tasa prometida y el banco retenga la diferencia.

El desarrollo del mercado accionario desde la generación de incentivos que motiven a las empresas a cotizar, crearía una vía de inversión para los particulares y amortiguaría los efectos nocivos que tienen las crisis financieras tales como la experimentada en la Argentina en 2001.

5) *Reseña de Investigaciones*

La evidencia empírica recolectada por otros autores avala robustamente las consecuencias que, según el presente trabajo, generaría una reducción impositiva sobre el desempeño del mercado bursátil.

Todos coinciden en los efectos positivos que el desarrollo del mercado de capitales tendría para el país en cuestión, y reconocen que existen múltiples externalidades que son una de las generadoras de dicho proceso.

Subrahmanyam et. al. (1999) resalta el rol que juegan las externalidades en la valuación de las firmas. Según su trabajo, aquellas compañías que coticen en mercados más grandes tendrán un valor mayor que si lo hiciesen en un mercado pequeño. Entonces la entrada de nuevas compañías favorecería a todas las demás que ya se encontraban cotizando.

Pagano (1993) lista tres canales por los cuales impacta el desarrollo de mercados profundos y líquidos: i. Mejor monitoreo de cuentas puede llevar a una mejor utilización de recursos; ii. La provisión de recursos financieros puede llevar a la movilización de recursos que de otra forma hubieran permanecido ociosos; iii. Mejoramientos en la distribución del riesgo entre el mercado accionario y otros intermediarios. A pesar de la imposibilidad de identificar el canal por el cual opera, halla evidencia robusta de la importancia del desarrollo de los mercados bursátiles en el crecimiento económico. Encuentra además que es la liquidez del mercado de acciones (por sobre el tamaño) la característica con más impacto sobre el crecimiento.

En Myers (2001) se analizan las distintas teorías de la elección capital-deuda: i. La teoría del tradeoff predice que las firmas buscan combinar deuda y emisión de acciones para balancear las ventajas impositivas de deuda adicional contra los costos de un posible estrés financiero; ii. La teoría de pecking order²⁹; iii. La teoría del free cash

²⁹ Las empresas se endeudan en lugar de emitir acciones sólo si el efectivo que ingresa a la empresa no alcanza para financiar los gastos de capital.

flow³⁰. El presente trabajo utiliza la teoría de tradeoff, pero no para explicar cómo se financian las empresas, sino para introducir el concepto del precio relativo entre la deuda y el capital. La estimación de dicho precio, o tener una idea de cómo varía cualitativamente, permite utilizar el principio de demanda para estimar la cantidad óptima que querrán poseer los individuos o empresas de cada instrumento: ya sea capital o deuda.

MacKie-Mason (1990) sugieren una clara evidencia de los efectos impositivos sobre la elección entre emitir deuda o acciones.

La existencia de externalidades, sumado a las actividades informales que no aparecen en los registros estadísticos y cuya medición demandaría un esfuerzo considerable, hace imposible estimar con exactitud el beneficio de llevar adelante la reforma, pero la evidencia indica que políticas similares han tenido efectos favorables alrededor del mundo.

6) Conclusiones

Se estudió cómo influiría una disminución en el impuesto a las ganancias sobre la decisión de las empresas de abrir su capital o no. Dicha disminución tendría por un lado un efecto sobre el precio relativo del capital, abaratándolo con respecto a la deuda y haciéndolo más atractivo como medio de financiar los proyectos de la empresa, mientras que generaría a su vez un esquema de control que permitiría organizar los recursos destinados a auditar a las empresas de una manera mucho más eficiente y por lo tanto menos costosa.

La informalidad se vería reducida por partida doble: menores incentivos para no registrar las actividades (menor premio por evadir, o sea $[r_{informal} - r_{legal}]$ cae) y mayores posibilidades de ser atrapados si se transgreden las reglas, lo cual incrementa el valor esperado de la multa. La probabilidad se ve modificada por el hecho de que a partir de la rebaja, quien no cotice en Bolsa y renuncie a obtener el beneficio, podría no querer presentar los balances y demás información de su compañía. Esto no quiere decir que las empresas que no coticen en Bolsa sean evasoras, sino que la muestra a auditar se reducirá y será mucho menos costoso auditar a las que quedan, que deberán mantenerse en regla puesto que será más probable que sean visitadas por los auditores.

³⁰ Sostiene que habrá altos niveles de endeudamiento, más allá del potencial estrés financiero (existe riesgo de no percibir la totalidad de la deuda), cuando el efectivo que ingresa a la empresa supera significativamente sus oportunidades de inversión rendidoras.

Enumerando los efectos se obtiene que:

1. Se abarata relativamente el capital, por lo tanto la empresa logrará maximizar la riqueza de sus propietarios optando por estructuras con mayor proporción de capital que de deuda.
2. Disminuiría el incentivo a evadir, puesto que la cuña entre el retorno informal y el retorno de ir por derecha se achicaría en la medida que se vea reducido el impuesto.
3. Si el beneficio fuese dado a las empresas que cotizan en Bolsa, mejoraría el Estado su tarea de supervisión.
4. La no cotización de empresas generaría una señal que podría estar develando la negativa de cierta empresa a publicar su información, lo cual podría ser un indicio de que esa empresa no paga sus impuestos o comete algún otro tipo de irregularidad.

Se estimó el costo aproximado que hubiese tenido que asumir el Estado si es que hubiese dado dicha ventaja en 2005 y si la tuviera que dar en el 2006, lamentablemente la estimación de los resultados finales de la implementación de la política es muy difícil de hacer sin incurrir en errores considerables. Esto se debe a la existencia de múltiples externalidades (cuyos beneficios no pueden ser medidos) y de la importante actividad económica informal que se lleva adelante en la Argentina (de la cual no se disponen datos serios y por lo tanto hacer predicciones sobre el blanqueo se vuelve imposible), entonces la estimación de los beneficios que genera la rebaja no podrá ser hecha con exactitud.

Ante esta situación se sugiere observar la evidencia internacional, que en la mayoría de los casos avalan la viabilidad financiera de este tipo de medidas para los países que la instrumentaron y las considera recomendables a los fines de lograr establecer un mercado bursátil que pueda potenciar el desarrollo de la economía argentina.

Referencias

- [1] Adrián C. Guissarri (1989), “La Argentina Informal” – Editorial Emecé
- [2] Augusto L. Darget (1999), “Atraer Capitales” – Pacific Western University
- [3] Avanidhar Subrahmanyam and Sheridan Titman (1999), “The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets” – The Journal of Finance, Vol. 54, Nro. 3.
- [4] Dan Dhaliwal, Linda Krull and Oliver Zhen Li (2005), “Did the 2003 Tax Act reduce the cost of equity capital?” – Draft
- [5] European Private Equity and Venture Capital Association (2003), “Private Equity and Venture Capital Incentives in Europe”.
- [6] European Private Equity and Venture Capital Association (2004), “Benchmarking European Tax & Legal Environments: Indicators of the Tax and Legal Environments Favouring the Development of Private Equity and Venture Capital and Entrepreneurship in Europe”.
- [7] Franco Modigliani and Merton H. Miller (1958), “The Cost of Capital, corporation Finance and the Theory of Investment” – The American Economic Review, Vol. 48, Nro. 3.
- [8] Franco Modigliani and Merton H. Miller (1963), “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction” – The American Economic Review, Vol. 53, Nro. 3.
- [9] Jeffrey K. MacKie-Mason (1990), “Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?” – The Journal of Finance, Vol. 45, Nro. 5.
- [10] Marco Pagano (1993), “Financial markets and Growth: an overview” – European Economic Review, Vol. 37, 613-622.
- [11] Stewart C. Myers (2001), “Capital Structure” – Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, Nro. 2.
- [12] The Economist (2005), “A bigger pool for minnows” – The Economist, 6 de Octubre de 2005.
- [13] Fundación Bolsa de Comercio (2005), “Curso para Inversores”.
- [14] Balances de compañías cotizantes, fuente: www.bolsar.com
- [15] Ministerio de Economía de la Nación, Secretaría de Hacienda, Subsecretaría de Ingresos Públicos, “Recaudación tributaria discriminada por mes”.