

MAGACÍN

S O D E U C 2 0 2 0

Lo que nos deja el

2020

Y LAS PROYECCIONES
PARA EL 2021

MERCADO DE VALORES EN PARAGUAY

Desmaterialización de valores **Por Cynthia Fatecha**

EL CRÉDITO Y LA ECONOMÍA

Crisis y la necesidad de la flexibilidad crediticia **Por Humberto Colmán**

UN PGN CLAVE

Coronavirus, endeudamiento y déficit **Por Carlos Fernandez V.**

+ OTROS **PROFESIONALES Y ESTUDIANTES**

ÍNDEX

Derecho y literatura, un alegato
en contra de un abismo
infranqueable que separa al
derecho de lo humano
Christian Nicolás Roig González

08

El secreto de McDonalds y
las EAS
Tomás Mersán Riera

12

Breve reseña sobre la
desmaterialización de
valores en Paraguay
Cynthia Fatecha

16

Crowdfunding y
Crowdlending
Paola Romina Talavera Caceres

24

Libertad Económica en Paraguay:
Una perspectiva desde el Manejo
Macro Fiscal, Monetario, y el
Estado de Derecho
Fernando Rivarola

28

El comportamiento de a bolsa
Paraguay frente al COVID-19
Monica Mazacotte

32

TOP 5-Libros que todo
economista debe leer
Marcelo Wagner

35

36 La industrialización como única
vía al crecimiento económico
Fátima María Prono Britez

40 El crédito y la economía
Humberto Colmán

47 TOP 5- Libros que todo Abogado
Corporativo debe leer
Carlos Vasconsellos

48 El abismo entre Wall St.
y Main St.
por Isaac Matías Gutiérrez Brugada

54 Un PGN Clave
Carlos Fernández Valdovinos

56 ¿Puede su abogado
cambiar el mundo?
Hugo A Acciarri

58 Nobel de economía
José Tello

60 Una ley tributaria
Moderna y Simplificada
Luis Carísimo

NUESTRO
STAFF



Sol Livieres
Directora



Horacio Laguardia
Vice Director



Julio Casola
*Editor Sección
Economía*



Belén Zorraquín
Editora Sección Derecho



Brenda Copani
Editora Online



Paola Silguero
Editora Sección Impresa

AGRADECIMIENTOS

VOUGA
ABOGADOS

LIVIERES LG GUGGIARI
ABOGADOS

PORTILLO
& ASOCIADOS
ESTUDIO ABOGADO

MERSAN
ABOGADOS

PALACIOS, PRONO & TALAVERA
ABOGADOS

CARTA DE LA EDITORA

Paraguay carece de una gran tradición en la escritura rigurosa de artículos científicos. Por ende, como SODEUC, creemos que no solo es fundamental tener un vehículo de expresión que dé visibilidad a quienes lo escriben sino también para satisfacer una necesidad imperiosa de revistas de esta índole, que están ausentes en el mundo académico como una forma de debate y análisis que contribuya a la capacitación.

Consiguientemente, en el marco de las actividades de la Sociedad, hemos lanzado “El Magacín de la SODEUC”, siendo esta orgullosamente la primera edición en formato digital. Podemos describirla como una revista compuesta por una serie de artículos cortos pero ricos en contenidos, redactados por los principales referentes de la economía y el derecho en Paraguay y por algunos alumnos destacados de la Universidad Católica “Nuestra Señora de la Asunción”.

Además de servir como un foro académico importante para la erudición jurídica y económica, el Magacín está diseñado para ser una herramienta de investigación eficaz para abogados y economistas en ejercicio y estudiantes de las carreras. La Revisión también brinda oportunidades para que los miembros de la sociedad desarrollen sus propias habilidades de redacción y edición.

No menos importante, agradecemos a todos aquellos que formaron parte en idear, pulir y estructurar este proyecto que está empezando a volar y a los que formaron parte del cuerpo editor, por dedicar arduas horas para que este proyecto no se quede en el mero espectro del sueño, sino que hoy sea una realidad.

Por último, queremos expresar nuestro reconocimiento a los que la llenaron de contenido: los redactores. Gracias a todos ustedes por dedicar horas y días para plasmar sus ideas y hacer contribuciones genuinas y significativas dentro de sus campos de estudio, ayudando a seguir construyendo e impulsando la producción científica en el Paraguay.

¡Siendo esta la primera edición, esperemos que se publiquen incontables más!

Muchas gracias.

Sol Livieres

*Directora de la revista y de producción
científica de la SODEUC*

CONSEJO DIRECTIVO DE LA SODEUC 2020-2021

Consejo Directivo de la SODEUC 2020-2021

- *Presidente: Alberto Fleytas Squef*
- *Vicepresidenta: Paola Talavera*
- *Secretario General: Isaac Gutiérrez*

Revista y Producción Científica

- *Directora: Sol Livieres*
- *Vicedirector: Horacio Laguardia*

Marketing y Comunicaciones

- *Director: Elías Martínez*
- *Vicedirector: Camilo Sánchez*

Networking y Eventos Sociales

- *Director: Luciano Sánchez*
- *Vicedirector: Gonzalo Livieres*

Extensión Universitaria

- *Director: Rafael Silva Velázquez*
- *Vicedirector: Mauricio Vera Pastore*

Capacitación Académica y Técnica

- *Director: Gonzalo Martínez*
- *Vicedirectora: Fiorella Méndez*

Administración y Finanzas

- *Director: Tomás Portillo Prono*
- *Vicedirector: Álvaro Portillo Prono*



LA SOCIEDAD DE DERECHO Y ECONOMÍA

DE LA UNIVERSIDAD
CATÓLICA “NUESTRA
SEÑORA DE LA ASUNCIÓN”
(SODEUC)

¿QUÉ ES LA SODEUC?

La SODEUC es una organización universitaria que nuclea a estudiantes de derecho y de ciencias económicas, de todas las sedes de la Universidad Católica del Paraguay, con el objeto de constituirse en un espacio de estudio e investigación sobre las novedades científicas de la vinculación de lo económico con lo jurídico, y crear una red de estudiantes y futuros profesionales que aspiran a la modernización de la actividad económica en el Paraguay. Ella surge a partir de la aspiración de estar al día con los tópicos jurídico-económicos de actualidad que son objeto de debate en el primer mundo, y busca complementar los puntos débiles

del derecho con las fortalezas de las ciencias económicas, y viceversa.

Asimismo, la sociedad permite a sus miembros publicar investigaciones propias a través de sus plataformas de publicaciones científicas; aprender y debatir a través de cursos, conversatorios y talleres con referentes en las distintas áreas de su interés; y por último, relacionarse y crear vínculos estratégicos con otros miembros de la misma, a través de eventos sociales. Todo en el marco del interés común por descubrir el enorme potencial que reside en la unión del derecho y la economía, ciencias que, estudiadas por separado, han aportado ya mucho al desarrollo nacional, pero que estudiadas en conjunto podrían llevarnos a destinos hasta hoy desconocidos.

¡HACETE MIEMBRO Y ACUMULÁ MÉRITOS!

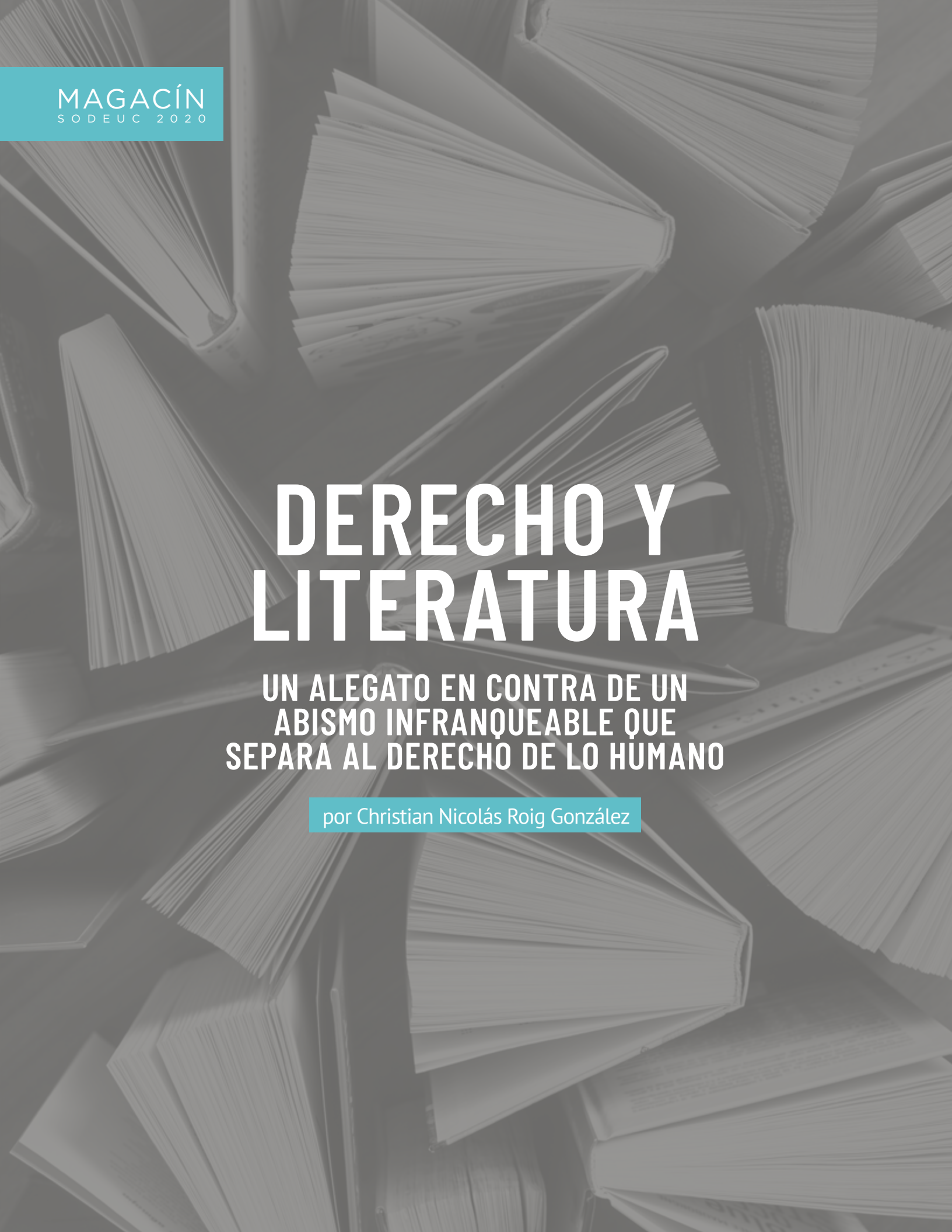
La sociedad tiene una estructura innovadora y particular basada en méritos. Cuando un miembro recién ingresa a la SODEUC, pertenece a la categoría de “Miembro Activo” y acumula méritos por participar de cualquiera de los espacios y actividades ofrecidos por la misma. Los Miembros Activos tienen derecho a participar de todas las actividades de la SODEUC. Una vez que éste acumula cincuenta (50) méritos, pasa a pertenecer a la categoría de “Académico Activo” y puede acumular méritos solamente por la organización de actividades y espacios a ofrecer a través de la SODEUC, y también puede votar y ser votado en las elecciones del Consejo Directivo. Los Académicos Activos tienen derecho a participar

de todas las actividades de la SODEUC y a organizar actividades a ser ofrecidas por la SODEUC. Los académicos activos que alcancen, o pasen, los cien (100) méritos, pasan a tener derecho a ser “académicos vitalicios” una vez graduados, lo que le dará la oportunidad de seguir participando de la SODEUC y hacer networking allí a pesar de no ser más alumno.

Los méritos son los puntos asignados por el estatuto para cada actividad que se vaya realizando a lo largo del tiempo. Todas las actividades tienen méritos asignados y son acumulados por quienes hayan participado en ellas o las hayan organizado.

<http://bit.ly/sodeuc2020>

ASOCIATE



MAGACÍN
S O D E U C 2 0 2 0

DERECHO Y LITERATURA

UN ALEGATO EN CONTRA DE UN
ABISMO INFRANQUEABLE QUE
SEPARA AL DERECHO DE LO HUMANO

por Christian Nicolás Roig González

Las obras literarias nacen de la imaginación del escritor, son ficciones de la imaginación, es decir, tratan de hechos inventados. ¿Cómo pueden complementar la formación de un defensor de intereses? En principio, la lectura de buena literatura aporta la habilidad para escribir bien, a la par mejora el estilo del escritor y otorga un mayor margen de maniobra en lo que respecta a las técnicas de persuasión, pero ¿hay algo más?

En las ficciones, que están ubicadas entre la vida misma y el pequeño firmamento de aquellas nobles aspiraciones que ponen en evidencia que la realidad está mal hecha, no es difícil extraer un montón de información que permite en muchos casos, la modificación de la percepción para la redacción de leyes más justas.

La literatura, con sus ficciones distópicas que no están lejos del fenómeno que surca los cinco mares de un mundo real marcado por profundas injusticias, en el que muchos suicidas alegres esconden en sus profundos anaqueles anímicos, un sentimiento trágico de la vida olvidado en muchos casos por el papel, nos extiende una invitación para cavilar en torno a la función que los justiciables deben desempeñar en el seno del mito colectivo; exhorta muchas veces a asumir el compromiso de actuar con *bona fides* en observancia del deber fundamental que debe orientar a todo aquel que se hace llamar jurista: buscar la justicia.

Además de todo ello, la literatura puede adiestrar a los que fungen de abogados para que se aproximen al misterio de la vida, para que adviertan los sinsentidos que en momentos de aflicción, habitan en el alma. En *La metamorfosis* de Franz Kafka, la transformación de Gregor Samsa no obsta a la recolección de ciertos elementos extrapolables a una persona de carne y hueso, puesto que la expresión de la voluntad de vivir del espantoso insecto en una sociedad que entroniza en demasía las formas y la utilidad está latente en cada resquicio del alma de un

“No la ciencia, sino la literatura, ha sido la primera en bucear las simas del fenómeno humano y descubrir el escalofriante potencial destructivo y autodestructor que también lo conforma.”

-Mario Vargas Llosa

hombre moderno. Muchas veces, la ambición de un viejo labriego lo lleva al epílogo de su vida, donde lo único que queda en el más acá es un cuerpo corroído por el tiempo, que sólo necesita de una parcela de tierra de dos metros, hablo del protagonista de *¿Cuánta tierra necesita un hombre?* de León Tolstói. En ocasiones, el protagonista de una novela no alcanza a comprender el porqué asesinó a un hombre, vive enajenado de la realidad, recusando en vida las convenciones sociales, ajeno a todo tipo de consideración moral y es condenado judicialmente por ser tan franco y antisocial, éste es el caso de Meursault, el protagonista de *El extranjero* de Albert Camus. En otros casos, el resquemor que siente un personaje ficticio puede ser dilucidado yendo a las raíces de la construcción de su subjetividad, me refiero al multifacético Harry Haller de la novela *El Lobo Estepario* de Hermann Hesse y a la puritana Gertrudis de la obra *Tía Tula* de Miguel de Unamuno. Nada más cerca de lo real.

En relación a lo expuesto, Vargas Llosa se pronuncia y nos dice: “No la ciencia, sino la literatura, ha sido la primera en bucear las simas del fenómeno humano y descubrir el escalofriante potencial destructivo y autodestructor que también lo conforma.”¹

¹ Llosa, M. (2001). *La literatura y la vida. Conferencia magistral*. Lima: Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, p. 65.

Los abogados positivistas, que plantean que el derecho es sólo una lámina y reducen el fenómeno jurídico a su aspecto normativo, se distancian de la vida misma, de la condición humana, de los inconvenientes simples de las personas que integran su entorno y de las esperanzas de la gente sometida al imperio de la ley. Por ello, uno de los lugares ideales de la literatura está en la malla curricular de una Facultad de Derecho. Claro, muchos opositores a la dimensión poética² del derecho vociferarán denuestos; cuesta alcanzar un grado de desarraigo de lo que Deleuze denominó la *imagen dogmática del pensamiento*, o de lo que Byung-Chul Han llamó *el infierno de lo igual*, que implica la exclusión de todo aquello que es distinto a lo comúnmente aceptado.

Un último enfoque es propuesto por Charles Fried, el cual plantea emparejar la Constitución con un poema de Shakespeare, aduciendo que las dos estructuras textuales, poseen un carácter expresivo, en virtud de ello, participan del mismo milagro creador: *“Probamos la afirmación de Shakespeare en el sentido de que la tinta negra puede engendrar el milagro de que el significado brille intensamente entre personas diferentes a través del tiempo. De igual manera, el trabajo de discutir acerca de la Constitución y acerca de la posibilidad de entenderla, prueba que tal discurso es posible (...)”*³ La idea de este jurista estadounidense tiene que ver con la duración de la tinta negra, la persistencia de las obras plasmadas en el papel, como un modo de alcanzar la inmortalidad (tal y como el Marco Flaminio Rufo de Jorge Luis Borges logró alcanzar). Es un alegato a favor de la paridad entre las dos disciplinas en lo tocante a la pervivencia de las ideas y su carácter inteligible.

A fin de esclarecer un poco más la relación de estas dos disciplinas, he escrito un cuento,

la interpretación queda a criterio del lector. Aborda un conflicto vinculado a la resolución de un dilema moral: la crisis de la verdad y su incidencia en el derecho, espero que sea de vuestro agrado:

En el café de un barrio vienés, dos relojes de pared vibraban al son del movimiento de sus finísimas manecillas. Los sonidos eran casi imperceptibles y la atmósfera taciturna del café impopular amplificaba el sonido del monótono *tic tac*. En el frontispicio del café tampoco había algarabía. De pronto, los sonidos de la urbe cesaron, dos transeúntes ingresaron al café y el mesero se puso a disposición de los caballeros.

El más joven de los hombres pidió dos expresos y se sentó frente a su acompañante, el ruido de sus cucharas golpeando las frágiles y antiquísimas tazas de porcelana quebraron el delicado silencio. Minutos después el joven sacó de su talega una apolillada versión de *El mercader de Venecia* de Shakespeare, apuntando al mamotreto se dirigió a su acompañante:

–Detrás de los atavíos se ocultan interminables insidias. Lo atractivo de este local es su austeridad –señaló al libro y prosiguió– recuerdo el poema inserto en los ojos del cráneo podrido. Hay un adagio popular que sintetiza el poema: *“No todo lo que brilla ha de ser de oro: siempre oíste decir al mundo a coro”*. Yo me pregunto ¿qué argumento hay tan corroído que sazonado con voz meliflua, no oculte aún más la apariencia del mal? Y me cuestiono ¿qué monstruosidad no es pasible de ser embozada bajo la bendición de un generoso clérigo? Lo bueno como cualidad no se encuentra en la superficie sino en la naturaleza de las cosas. Como mencioné: los atavíos son como las pérdidas costas del frío Mar de Haces. El mundo está perdido en el insondable abismo de una crisis transversal.

² El arte puede crear un oasis en medio de un desierto árido, puede provocar la eclosión de una flor púrpura y mucho más. De ahí la referencia Heidegger al verso de Hölderlin: “Pero donde está el peligro, crece también lo que salva.”

³ Fried, C. Sonnet LXV and the “Black Ink” of the Framers’ Intention en Levinson, S. y Mailloux, S. (1991) *Interpreting Law and Literature. A Hermeneutic Reader*: Evanston, Northwestern University Press, p. 49.



–Ningún vendaval es provechoso para el qué no sabe a qué puerto se dirige su pequeña embarcación. Hay que construir un faro; encender una vela que ilumine con la luz del sentido los oscuros vericuetos de la vida pura y simple. Formulaste una lapidaria pregunta: *“En justicia ¿qué argumento hay tan corroído que sazonado con voz meliflua, no oculte aún más la apariencia del mal?”*. Soy abogado, y nunca me había azuzado tanto una pregunta. ¿Afecta al derecho la crisis de la verdad?

– La pregunta se responde por sí sola. Un jurista italiano habló alguna vez de *“L’età dei diritti”*. La edad de los derechos. Las condiciones instrumentales para que cada quien logre su plena realización están contenidas en el documento fundacional. Sin embargo, salimos y vemos situaciones trágicas propias de un realismo mágico; vemos la imagen de una sociedad dicotómica profundamente diferenciada en castas.

Suspiró y prosiguió:

– Alguna vez la cosa pasó por precisar, si el hecho de que una norma jurídica conjure una conducta, es por sí sólo, una fundamento moral válido para acatar la ley. Nunca como en nuestra época han existido tanta conciencia acerca

de la dignidad humana y paradójicamente, inmensurables afrentas. Cada norma debe coincidir con un precepto moral y el texto coincide pero ¿quiénes aplican la ley? En democracias pintadas con arreglos cosméticos son tiranos. Hay honrosas excepciones que confirman la regla. En plena crisis deambulan sin un horizonte de justicia real. Por dádivas son capaces de gritar improperios a un niño indefenso. Referirse a la dignidad irrestricta sin un ápice de justicia material es una gran equivocación que beneficia solamente a los propulsores de la demagogia. Ahí vamos de nuevo. La era de la posverdad. En repúblicas de papel, los derechos quedaron de hecho, subyugados a la hegemonía de la utilidad.

Levantáronse del café los hombres, pagaron la cuenta y regresaron lentamente al mundo real. La calle seguía vacía.

Christian Nicolás Roig González

Secretario de Finanzas de la Revista Jurídica de la Universidad Católica Nuestra Señora de la Asunción. Miembro activo de la Sociedad de Derecho y Economía UC. Cofundador y miembro titular del Consejo de Redacción de la revista española Somos Politólogos. Asistente legal en el estudio jurídico González Safstrand y Asociados. Profesor Elemental de Guitarra Clásica por el Conservatorio de Música a cargo de Miriam Roig de D’Ondorio.

Miembro
Sodeuc

EL SECRETO DE MCDONALD'S

Y LAS EMPRESAS DE ACCIONES SIMPLIFICADAS, ANÁLISIS ECONÓMICO DE LAS EAS

por Tomás Mersán Riera

Una historia de éxito

San Bernardino, California, EE.UU. Año 1940.

Corría el final de la primera mitad del siglo pasado cuando los hermanos Richard “Dick” y Maurice “Mac” McDonald tomaron la iniciativa de abrir un restaurante de hamburguesas, sobre la afamada Ruta 66 de EE.UU. Luego de unos años en funcionamiento, los hermanos McDonald diseñaron un innovador sistema de servicio de comida rápida (fast food), con la posibilidad de cocinar los pedidos “en serie”. Un concepto similar al explotado por Henry Ford en la producción de automóviles. Todo esto, a fin de tener listos los pedidos de los clientes de manera más ágil y expeditiva. Este nuevo modelo fue inaugurado bajo el nombre de “McDonald’s Famous Hamburger”. El éxito del revolucionario negocio de los hermanos McDonald no tardó en llegar.

Unos años más tarde, en 1954, Ray Kroc, que en aquel entonces era un vendedor de máquinas de batidos (*milk shakes*), visitó el lugar, tras haber recibido una llamada de los hermanos McDonald. Al llegar al restaurant, el comerciante se encontró con un lugar pulcro, ordenado, y con un funcionamiento extremadamente eficiente,

que lo dejó fascinado. Esta “grata sorpresa” lo llevó a demostrar interés en ser parte del negocio. Luego de algunas negociaciones, eventualmente, se asoció con los hermanos McDonald para expandir el modelo y establecer restaurantes por todo EE.UU., bajo el modelo de franquicias (El País, 2017). Este fue el inicio de la famosa cadena multinacional de comida rápida “McDonald’s”¹.

Ahora bien, ¿cuál fue el principal factor de éxito de McDonald’s?

Si bien tratar de identificar un factor de manera aislada sería imprudente, podemos nombrar algunos que sin duda fueron relevantes: el innovador diseño de los hermanos McDonald; el modelo de negocios bajo la figura de franquicias; la ambición y visión de Ray Kroc. Pero si tuviéramos que encerrar estos factores en una sola idea, sin embargo, el elemento quizás más determinante de esta notoria marca sería el siguiente: eficiencia. Una incuestionable eficiencia, que los llevó a conquistar el mercado mundial de hamburguesas y “comida rápida”².

Muy bien... ¿y todo esto qué tiene que ver con constituir empresas?

¹ Actualmente, estos son algunos números que exhiben el dominante éxito de esta multinacional, llamada “McDonald’s Corporation” (Statista, 2020): 38.695 restaurantes en el mundo | Renta anual de US\$. 6.025 millones | Valor de marca US\$. 129.321 millones



El inicio de una historia de (esperado) éxito

Como es bien sabido, la estructura por excelencia para llevar adelante negocios y emprendimientos es la figura de la empresa. Con sus diferentes matices y denominaciones, dependiendo de cada normativa nacional, las empresas se constituyen en una ficción jurídica que sirve de vehículo para destinar capital a un objetivo determinado (generalmente lucrativo), con las modernas reglas -o principios- que provocaron una proliferación de dichas entidades a lo largo del tiempo: la limitación de responsabilidad a los aportes realizados por los accionistas y el reconocimiento de separación de los sujetos que las componen. Esta ecuación se convirtió en una fórmula ideal para la creación de negocios, y para el desarrollo de las economías. He ahí la estrecha relación entre derecho y economía en el sector corporativo y empresarial². El derecho, pues, permite un esquema normativo que estimula la creación de empresas que invierten capital para el desarrollo de proyectos que generen riqueza.

La relación entre derecho y economía en este aspecto está categorizada por el Banco Mundial en un estudio denominado “Doing Business”⁴ (haciendo negocios), que aglomera y organiza la información de distintas jurisdicciones alrededor del mundo, a fin de determinar cuáles ofrecen un “mejor clima de negocios”.

En el caso de nuestro país, el Doing Business 2020 ubica a Paraguay en el puesto 125 de 190⁵. Dentro de este contexto, el gobierno nacional ha tomado la iniciativa y ha hecho el esfuerzo de diseñar un -mejor e- innovador sistema “en serie” de apertura de negocios en Paraguay denominado “Empresa de Acciones Simplificadas” (en adelante “EAS”), regulado por Ley 6480/19 y el Decreto Reglamentario 3998/20. El objetivo de esta nueva normativa es el de ofrecer al mercado un modelo más eficiente y ágil para hacer negocios. Como vimos, esto generaría un escenario prometedor para acelerar la economía de nuestro país.

En este punto es importante traer a colación algunas nociones básicas del Análisis Económico

² Por si todo esto no fuera suficiente, un dato curioso que revalida el éxito de la cadena a nivel mundial es el denominado “Índice Big Mac” (Big Mac Index) publicado periódicamente por la revista británica “The Economist”, como un indicador de poder adquisitivo alrededor del mundo, teniendo como referencia principal el precio de la famosa hamburguesa de McDonald’s (The Economist, 2020).

³ Posner (2007) ahonda en detalle el aspecto económico de las empresas, y su relación con el derecho (p. 625 y ss.).

⁴ El estudio realizado por el Banco Mundial cubre 12 áreas regulatorias, cuyo resultado define cuáles jurisdicciones son más eficientes a la hora de ofrecer soluciones para desarrollar negocios. Algunas de estas áreas son las siguientes: dificultad para empezar un negocio, permisos de construcción, pago de impuestos, registro de propiedad, obtención de crédito, entre otras. El estudio finalmente arroja un puntaje y un ranking de los países más o menos eficientes para realizar negocios (Banco Mundial, 2019).

“El Doing Business 2020 ubica a Paraguay en el puesto 125 de 190. Dentro de este contexto, el gobierno nacional ha tomado la iniciativa y ha hecho el esfuerzo de diseñar un -mejor e- innovador sistema “en serie” de apertura de negocios en Paraguay denominado *Empresa de Acciones Simplificadas*”

del Derecho (en adelante “AED”), que coadyuvan a realizar un análisis de la normativa con la ayuda de herramientas económicas, para determinar su eficiencia (o no) respecto de los fines que persigue. Una de las herramientas más utilizadas para el análisis económico de las instituciones jurídicas es el análisis costo – beneficio⁵.

Adicionalmente, cabe indicar que el AED en materia societaria se centra, principalmente, en analizar las figuras e instituciones societarias, con la finalidad de identificar los factores que impiden que su funcionamiento sea más eficiente. Esencialmente, la teoría se enfoca en estudiar tres aspectos: 1) la teoría del nexo contractual⁷, 2) costos de contratación o transacción⁸, y 3) costos de agencia⁹.

Teniendo estos aspectos proveídos por el AED como hoja de ruta, veamos ahora qué ocurre con las EAS. Por razones de espacio, señalaremos los rasgos principales de las EAS, que conllevan a un análisis preliminar -pero referencial- para entender mejor su funcionamiento y dinámica.

1. Composición: a diferencia de lo que ocurre

con las otras sociedades comerciales (SA y SRL), las EAS permiten una composición accionaria con un solo socio¹⁰. El requisito común de los otros modelos era de un mínimo de dos accionistas. Por supuesto, esto implicaba un costo innecesario, que ahora se encuentra excluido. Por lo demás, esta posibilidad también reduce los costos de agencia que podrían existir ante varios accionistas dueños de la empresa.

2. Constitución, inscripción y cierre: la constitución, inscripción, y el eventual cierre de la EAS se realiza a través de un sistema simplificado (y electrónico) denominado “SUACE”¹¹. El proceso se inicia con un formulario de acto de constitución y un modelo de estatutos proveído por el sistema. Adicionalmente, la reglamentación prevé un total de solo 3 días para que la entidad se encuentre inscrita y funcionando¹². Este es, quizás, el avance más sustancial de esta nueva figura. Y por si todo esto no fuera poco, también se establece la posibilidad del uso de firma electrónica para los procesos de apertura y cierre de la empresa.

3. Gobierno y administración: en cuanto a los órganos de gobierno y de administración de la

⁵ Ahora bien, dentro del rasgo “apertura de un negocio”, en el que básicamente se identifican y analizan cuestiones como el procedimiento para apertura de empresas, el costo y el capital mínimo exigido, nuestro país ocupa el puesto 160 de 190. Actualmente constituir una sociedad es un trámite engorroso y burocrático, que toma aproximadamente 2 – 3 meses. Contrariamente, en jurisdicciones como Singapur o Nueva Zelanda (las mejores ubicadas en este aspecto), el tiempo para iniciar un negocio toma... ¡un día! Sí, leyó bien, un solo día (Banco Mundial, 2019).

⁶ El análisis “costo – beneficio” permite identificar el grado de utilidad de una figura legal, en la medida en que la misma ofrezca menos costos y más beneficios. Bullard (2009) explica en qué consiste esta herramienta, y cómo el derecho se vale de elementos de la microeconomía para estudiar las instituciones legales (p. 45 y ss.)

⁷ La teoría del nexo contractual explica que la sociedad sirve de epicentro, a través del cual se celebran diversos contratos y relaciones obligacionales, directos e indirectos, de los que derivan beneficios y compromisos. En otras palabras, la sociedad sirve de plataforma -eficiente- para que se lleven a cabo compromisos que vinculen y beneficien a las partes involucradas (Bainbridge, 2002, p. 35).

sociedad, la ley otorga la más amplia flexibilidad. No solamente en cuanto a la composición y reglas que los regulan, sino también en cuanto a su convocatoria. Incluso se prevé la posibilidad de que las reuniones se lleven a cabo por medios telemáticos¹³. Este esquema otorga una importante reducción de costos de transacción para organizar el ente jurídico.

4. Financiamiento: una disposición particular es la referente a la simplificación de apertura de cuentas en entidades financieras. La normativa menciona que este trámite debe realizarse con la mayor celeridad posible, para lo cual las entidades deben establecer un plazo máximo al efecto¹⁴.

CONCLUSIONES

Como podemos advertir, las EAS ofrecen ciertos rasgos que tienen como objetivo dotar a este vehículo de la mayor agilidad y dinámica posible, a fin de reducir los costos administrativos y burocráticos para el funcionamiento de la sociedad en sus distintas etapas: constitución, administración y gobierno, y cierre. Sin dejar de lado las principales eficiencias que ofrece el modelo societario, estudiadas por el AED en la materia, las EAS otorgan un modelo innovador y moderno que, tras un análisis costo – beneficio, definitivamente inclina la balanza respecto del segundo componente de la ecuación.

Ante esta nueva figura jurídica, que ha encontrado la forma de reducir costos innecesarios para estimular emprendimientos e inversiones en nuestro país, cabe recordar

el éxito de la multinacional McDonald's, un proyecto gastronómico que, a lo largo de los años, supo refinar y perfeccionar un elemento que lo terminó diferenciando, y que lo puso en la cima de la industria: su arrolladora eficiencia.

Tomás Mersán Riera

Abogado, Universidad Católica "Nuestra Señora de la Asunción" (2013). Asociado, Mersán Abogados. Máster en Derecho de la Empresa, Universidad Católica "Nuestra Señora de la Asunción" (2016). LL.M., University of Chicago (2019). Profesor de las cátedras de Análisis Económico del Derecho, Universidad Católica "Nuestra Señora de la Asunción".

REFERENCIAS

- Bainbridge, S. (2002). *Corporation Law and Economics*. New York, Foundation Press.
- Bullard, A. (2009). *Derecho y Economía – El análisis económico de las instituciones legales*. Palestra.
- Reyes Villamizar, F. (2018). *Introducción al Análisis Económico del Derecho – Edición Paraguaya*.
- Posner, R. (1998). *Economic Analysis of Law*. Aspen Law and Business.
- Posner, R. (2007). *El análisis económico del derecho*. Fondo de Cultura Económica.
- El País. (9 de marzo de 2017). McDonald's: la historia de traición detrás de la carbohidratada dominación mundial. https://elpais.com/elpais/2017/03/07/icon/1488886754_368229.html
- Statista. (27 de julio de 2020). McDonald's – Datos Estadísticos. <https://es.statista.com/temas/3605/mcdonald-s/>
- The Economist. (15 de julio de 2020). The Big Mac Index. <https://www.economist.com/news/2020/07/15/the-big-mac-index>
- Banco Mundial. (24 de octubre de 2019). *Doing Business 2020*. <https://espanol.doingbusiness.org/es/reports/global-reports/doing-business-2020>
- World Bank Group. (2019). *Doing Business 2020 – Economy Profile New Zealand*. <https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/country/n/new-zealand/NZL.pdf>

⁸ El aspecto de costos de contratación (o transacción) refiere a que, bajo la forma societaria, las empresas sacan ventaja de la estructura de su organización, que conlleva a una reducción de costos de contratación (Posner, 1998, p. 427). Esto significa que una estructura societaria encuentra menos costoso llevar adelante un emprendimiento, en comparación a lo que ocurriría con un emprendimiento en cabeza de una persona individual (¿Se imagina a una sola persona a cargo de una empresa multinacional como Coca-Cola? Parecería absurdo, ¿no?)

⁹ Los problemas de agencia ocurren cuando el bienestar de una de las partes (el principal) depende del actuar de otra (el agente). Es el típico inconveniente societario que ocurre cuando los administradores en su propio interés, en vez de hacerlo en beneficio de los accionistas (Reyes Villamizar, 2018, p. 239).

¹⁰ Ley 6480/19 "Que crea la Empresa por Acciones Simplificadas (EAS)", artículo 1.

¹¹ Para revisar más detalles sobre el sistema de Ministerio de Industria y Comercio, ingresar a: <http://www.suace.gov.py/>

¹² Ley 6480/19, artículos 7 y 8. Decreto Reglamentario 3998/20 "Por el cual se reglamenta la Ley N° 6480/19, 'Que crea la Empresa por Acciones Simplificadas (EAS)', artículos 6, 7 y 8.

¹³ Ley 6480/19, artículos 20, 21, 22, 24 y 26. Decreto Reglamentario 3998/20, artículos 19 y 20.

¹⁴ Ley 6480/19, artículo 35. Decreto Reglamentario 3998/20, artículo 28.



Breve reseña sobre
**DESMATE-
RIALIZACIÓN**
DE VALORES EN PARAGUAY

por Cynthia Fatecha M.

1. Desmaterialización de valores

La desmaterialización de valores se inserta en la tendencia globalizada de prescindir del documento papel, tendencia a la que se han ido adhiriendo paulatinamente los mercados de valores internacionales, como parte de un proceso actual de emitir, ofertar y negociar valores desmaterializados. Existen innumerables definiciones referidas al fenómeno de la desmaterialización de valores, fenómeno que bien podría analizarse desde la perspectiva de la pérdida de materialidad o paso hacia la no-materialidad, o caracterizarse como fenómeno por el cual se prescinde del documento como soporte material del derecho¹, conservando éste su carácter autónomo y transmitiéndose en base a información contenida en registros informáticos o, incluso, reducirse a un mero proceso de replicar documentos de papel en un contexto digital².

La desmaterialización o representación no material de los valores consiste en el reemplazo del certificado o título por el llamado sistema de anotaciones en cuenta. La referencia a las anotaciones en cuenta conduce a aquella manera de representar los valores, los cuales son identificados en registros informáticos especiales, por medio de sistemas informáticos específicamente desarrollados, permitiendo la supresión del soporte de papel. Su implementación supone la desaparición de los títulos físicos, sustituidos

por la anotación de las referencias en la cuenta de valores del titular³.

En un contexto de desmaterialización, independientemente de cualquier definición que se adopte, la referencia a títulos valores deberá modificarse por lo que habrá que referirse ya no a títulos-valores, sino a valores. En efecto, al desmaterializarse, al perder su soporte físico, los títulos-valores pasarán a ser valores, terminología que, como veremos más adelante, ha sido recogida por la legislación de Paraguay en materia bursátil.

El fenómeno de la desmaterialización se presenta principalmente en el mercado de valores, sin embargo, no existirían impedimentos absolutos para que se amplíe su espectro más allá del ámbito bursátil.

La realidad de los negocios impulsada por la inevitable necesidad de contar con recursos para administrar y negociar volúmenes importantes de títulos y operaciones en tiempo mínimo, con gran precisión y al menor riesgo, convierte al mercado de valores en el ámbito naturalmente propicio para fomentar la desmaterialización, mediante el desarrollo de herramientas tecnológicas que permitan una mejor organización de registros y transferencias⁴.

El Mercado de Valores de Paraguay ha dado pasos significativos en la implementación del proceso de desmaterialización de valores.

“El fenómeno de la desmaterialización se presenta principalmente en el mercado de valores, sin embargo, no existirían impedimentos absolutos para que se amplíe su espectro más allá del ámbito bursátil.”

¹ S. Bolaños. (2016). *Desmaterialización de los títulos valores y su incorporación a un medio electrónico*. Univ. San Carlos de Guatemala. http://biblioteca.usac.edu.gt/tesis/04/04_13193.pdf

² F. Pico Zúñiga. (14.06.2019) *La supuesta desmaterialización del título valor*. Legis ámbito jurídico <https://www.ambitojuridico.com/noticias/columnista-online/financiero-cambiario-y-seguros/la-supuesta-desmaterializacion-del-titulo>

³ A. Musitani. (5.04.2006). *Desmaterialización de títulos valores*. Revista Argentina de Derecho Empresario N° 5. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3961423>

⁴ P. Camargo, J. Velez. (2002). *El título valor electrónico, instrumento negociable de la nueva era*. Pontificia Universidad Javeriana. <https://www.javeriana.edu.co/biblos/tesis/derecho/dere5/TESIS05.pdf>



2. Antecedentes legislativos en Paraguay.

La Ley de Mercado de Valores del año 1998⁵ introdujo la posibilidad de efectuar oferta pública con valores no consignados por escrito que representen derechos de crédito, de suscripción, de propiedad, de participación, u otros, manteniendo la obligatoriedad de que se expidan certificados en los que consten los derechos que dichos valores confieren, conforme lo reglamente la Comisión Nacional de Valores (CNV)⁶. Asimismo, se eliminó toda referencia a la expresión títulos-valores, presente en la legislación bursátil anterior⁷. En lo relativo a bonos, los emisores quedaron facultados a emitir certificados globales de sus obligaciones negociables, para su inscripción en regímenes de depósito colectivo⁸. En lo que se refiere específicamente a acciones, la misma ley incorporó disposiciones sobre acciones escriturales y emisión de certificados globales de acciones. Se estableció la posibilidad de que las acciones no sean representadas en títulos, siempre y cuando los estatutos sociales así

lo faculthen. Las sociedades adheridas a este régimen quedaban autorizadas a habilitar un registro de acciones escriturales, en el cual las acciones se inscribirían en cuentas llevadas a nombre de sus titulares, con las mismas menciones del libro de registro de acciones⁹. Conforme a la normativa entonces vigente, el registro de acciones escriturales también podía ser llevado por bancos de plaza o por cajas de valores autorizadas por la CNV. Asimismo, las sociedades autorizadas a hacer oferta pública podían emitir certificados globales de sus acciones, los cuales se consideraban definitivos, negociables y divisibles¹⁰.

La modificación, en el año 2017, de la Ley de Mercado de Valores mantuvo las mismas disposiciones, con algunas precisiones como el reconocimiento expreso de que el registro de acciones escriturales también podía ser llevado por las bolsas de valores a más de los bancos de plaza o cajas de valores según autorización de la CNV¹¹. En cuanto al uso de plataformas electrónicas, quedaron excluidos del ámbito de aplicación de la ley, los contratos de créditos concertados bajo

⁵ Ley 1284/1998 Mercado de Valores

⁶ Ley 1284/98 Mercado de Valores Art. 8

⁷ Ley 94/91 Que aprueba con modificaciones el Decreto-Ley N° 12 del 8 de marzo de 1990, que modifica y amplía la Ley N° 772/79 de Mercado de Capitales y crea la Comisión Nacional de Valores.

⁸ Ley 1284/98 Mercado de Valores. Art. 56.

⁹ Ley 1284/98 Mercado de Valores Art. 136

¹⁰ Ley 1284/98 Mercado de Valores Art. 137

¹¹ Ley 5810/17 Mercado de Valores Art. 136

la modalidad de financiamiento colectivo, ya sea a través de plataformas electrónicas o a través de otros medios¹².

3. Primeros pasos en materia de desmaterialización de valores: Certificado global de valores de renta fija

Para los valores de renta fija, la desmaterialización de valores se inicia a partir de la implementación en el año 2009 del Sistema Electrónico de Negociación de la Bolsa de Valores y Productos de Asunción Sociedad Anónima (BVPASA), la cual resolvió mediante¹³ estableció el Reglamento del Sistema Electrónico de Negociación, aprobado por resolución de la CNV¹⁴. Sistema Electrónico de Negociación (SEN) es la denominación del esquema de registro, negociación, custodia, compensación y liquidación de valores de oferta pública implementado por la BVPASA, que funciona a través de un sistema informático especialmente desarrollado y estructurado en tres aplicaciones: clearing, trading, extranet¹⁵. El Reglamento del SEN complementó el Reglamento Operativo de la BVPASA para el sistema tradicional, en cuanto a registro, negociación, custodia, compensación y liquidación de valores de oferta pública que se realicen a través del SEN¹⁶.

En el SEN se pueden ofertar y negociar únicamente valores autorizados por CNV e inscriptos en BVPASA, o valores inscriptos únicamente en BVPASA, desmaterializados, estandarizados y depositados en custodia en BVPASA¹⁷. CNV y BVPASA deben registrar la emisión de un Programa de Emisión Global (PEG), en tanto que las series se registran directamente en BVPASA, siempre que el PEG

al que pertenecen las series se encuentre registrado en CNV y BVPASA. En el SEN, la emisión de un PEG se codifica en números arábigos y correlativos¹⁸. Asimismo, las series que forman parte del PEG se codifican en números arábigos y correlativos, encontrándose limitadas a la emisión a la que pertenecen¹⁹.

Cabe señalar que la oferta de valores a través del SEN no puede realizarse sin el depósito del título global en BVPASA²⁰, para su custodia, negociación y liquidación en la misma BVPASA²¹. El título global representa el monto global de cada serie²².

Conforme a lo mencionado *ut supra*, la desmaterialización de valores de renta fija se reglamentó en Paraguay siguiendo una de las variantes doctrinariamente reconocidas: la emisión de certificados globales, esquema mediante el cual se transforma un gran número de títulos en uno solo que tenga la entidad de representar varias unidades. En efecto, se trata de un supuesto especial de desmaterialización dado que, con la emisión de certificados globales, el soporte papel no desaparece por completo. El certificado global se hace necesario para que el derecho nazca, no así para su negociación a través del SEN, siendo suficiente la anotación y las ordenes de movilización o asientos. El sistema de clearing provee un mecanismo de custodia ante la desmaterialización, generando un sistema de anotaciones en cuenta de los stocks de los valores por cada comitente permitiendo la realización del servicio de clearing integral como ser cobro y pago de intereses, capitales, amortizaciones²³.

¹² Ley 5810/17 Mercado de Valores Art. 8

¹³ Resolución BVPASA N° 885/09

¹⁴ Resolución CNV N° 1244/09

¹⁵ Reglamento SEN Art. 3

¹⁶ Reglamento SEN Art. 1

¹⁷ Reglamento SEN Art. 4

¹⁸ Reglamento SEN Art. 13 a)

¹⁹ Reglamento SEN Art. 16 a)

²⁰ Ley 1284/98 Mercado de Valores Art. 56 y Ley 5810/17 Mercado de Valores Art. 56: "Los títulos de los bonos deberán contener al menos

las menciones establecidas en el artículo 1.137 del Código Civil. Los emisores podrán emitir títulos globales de sus obligaciones negociables, cumpliendo con los requisitos del párrafo anterior; para su inscripción en regímenes de depósito colectivo. Estos títulos se consideran definitivos, negociables y divisibles."

²¹ Reglamento SEN Art. 25

²² Reglamento SEN Art. 26

²³ Reglamento SEN Art. 32

4. Avances en materia de desmaterialización de valores: Acciones escriturales y Certificados globales de acciones.

Un importante avance se dio con relación a los valores de renta variable, mediante la inclusión por parte de la CNV de disposiciones relativas a la emisión de acciones escriturales y certificados globales de acciones, en el Reglamento General del Mercado de Valores, en concordancia con la Ley de Mercado de Valores. Conforme a los supuestos de desmaterialización previstos en la Ley de Mercado de Valores, las sociedades tienen dos medios a través de los cuales pueden desmaterializar sus acciones, a saber, el registro de acciones escriturales y la emisión de certificados globales de acciones.

4.1. Registro de acciones escriturales: La Ley de Mercado de Valores²⁴ establece que si el estatuto así lo faculta, las acciones no se representarán en títulos y, a dicho efecto, la sociedad deberá habilitar un registro de acciones escriturales. En consecuencia, acciones escriturales son aquellas que no se encuentran representadas en títulos²⁵. En el registro de acciones escriturales, las acciones se inscriben en cuentas llevadas a nombre de sus titulares. El registro de acciones escriturales lo lleva la BVPASA como institución autorizada por la CNV y las acciones se representan por medio de anotaciones electrónicas en cuenta, para su negociación en el SEN de la BVPASA.

“Un importante avance se dio con relación a los valores de renta variable, mediante la inclusión por parte de la CNV de disposiciones relativas a la emisión de acciones escriturales y certificados globales de acciones”

La BVPASA, como institución autorizada para para el registro de acciones escriturales de aquellas sociedades incorporadas al régimen de acciones escriturales registradas en la CNV²⁶, trabajó conjuntamente con la CNV a los efectos de permitir la negociación de acciones desmaterializadas en bolsa por primera vez en el Paraguay, emitiendo los siguientes reglamentos: (i) Reglamento de la Bolsa de Valores y Productos S.A. (BVPASA) como Institución autorizada para llevar el Registro de Acciones Escriturales²⁷. (ii) Reglamento Operativo de la Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A. (BVPASA) para el registro, depósito, custodia, negociación, compensación y liquidación de acciones desmaterializadas²⁸. La BVPASA fue la primera sociedad anónima adherida al régimen de acciones escriturales, cumpliendo el proceso de desmaterialización de la totalidad de sus acciones.

²⁴ Ley 5810/17 Mercado de Valores Art. 136. “Si así lo faculta el estatuto, las acciones no se representarán en títulos. A dicho efecto, la sociedad habilitará un registro de acciones escriturales, en el cual las acciones se inscribirán en cuentas llevadas a nombre de sus titulares. Dicho registro contendrá las mismas menciones del libro de registro de acciones. El registro de acciones escriturales también podrá ser llevado por bancos de plaza, bolsas o por cajas de valores autorizadas por la Comisión.

La calidad de accionista se presume por las constancias de las cuentas abiertas en el registro de acciones escriturales. La sociedad será siempre responsable ante los accionistas por los errores o irregularidades de las cuentas, sin perjuicio de la responsabilidad del banco, la bolsa, o caja de valores ante la sociedad, en su caso.

La sociedad, la bolsa, la entidad bancaria o la caja de valores, según corresponda, deben otorgar al accionista el certificado de custodia, el certificado bancario de depósito, según corresponda, el comprobante de la apertura de su cuenta y de todo movimiento que inscriban en ella. Todo accionista tiene además derecho a que se le entregue, en cualquier momento, constancia del saldo de su cuenta, a su costa, así como el comprobante correspondiente para participar en las asambleas de la sociedad.”

²⁵ Reglamento Mercado de Valores Capítulo 2 Sección 1 Art. 1

²⁶ Autorización otorgada por CNV conforme a lo dispuesto en el Artículo 136 de la Ley 5810 /17

²⁷ Resolución BVPASA N° 1878/19

²⁸ Resolución BVPASA N° 1879/19

“Las sociedades interesadas en adherirse al régimen de emisión de certificados globales de acciones, deben modificar sus estatutos sociales, a efectos de contemplar la autorización para emitir certificados globales”

Las sociedades interesadas en adherirse al régimen de acciones escriturales, representadas por medio de anotaciones electrónicas en cuenta, deben modificar sus estatutos sociales, a efectos de contemplar la autorización para emitir acciones escriturales y emitir las estableciendo sus características, decisiones que deben ser adoptadas por los órganos competentes. La facultad estatutaria de emitir acciones escriturales así como la emisión de acciones escriturales y sus características, deben constar en Escritura Pública e inscribirse en la Dirección General de Registros Públicos. La solicitud de registro de acciones escriturales en CNV y BVPASA estará acompañada del contrato de servicio de registro de acciones escriturales con la BVPASA como entidad autorizada, del prospecto de emisión y demás documentos e información previstos en la reglamentación vigente²⁹. Para el registro de acciones escriturales, la sociedad debe además cumplir

con el proceso de recolección de los títulos físicos de acciones en circulación, a efectos de su anulación y posterior comunicación a la BVPASA como entidad autorizada que llevará el registro de acciones escriturales, a fin de que ésta registre en cuentas el nombre de los titulares. La reglamentación establece expresamente que los títulos que no sean presentados por los accionistas a la sociedad emisora, para que esta los anule y efectúe la comunicación a la BVPASA, no podrán tener reventa hasta que el accionista presente el título respectivo a la sociedad emisora para el procedimiento de conversión. Las anotaciones en cuenta deben contener como mínimo los siguientes datos: a) Denominación del emisor, domicilio, fecha y lugar de constitución, duración e inscripción; b) El capital social; c) El valor nominal, cantidad y clase de acciones que representa y derechos que comporta; d) El nombre y apellido de los accionistas, número y tipo de documento de identidad; e) La transmisión de acciones, y la fecha en que se verifican; y, f) Los gravámenes que pesan sobre las acciones. La BVPASA debe expedir a solicitud del accionista el certificado que acredite su calidad de tal³⁰.

4.2. Emisión de Certificados Globales de Acciones: Como alternativa prevista en la Ley de Mercado de Valores³¹ y siempre que el estatuto lo faculte, surge la posibilidad para las sociedades anónimas emisoras de capital abierto de emitir certificados globales de sus acciones. La reglamentación establece que los certificados globales de acciones son títulos definitivos, negociables y divisibles, y que serán emitidos con el fin de su negociación a través del SEN de la BVPASA³².

Al referirnos a la desmaterialización de valores de renta fija, señalábamos que la emisión de certificados globales correspondía a un supuesto

²⁹ Reglamento Mercado de Valores Capítulo 2 Sección 2 Art. 1

³⁰ Reglamento Mercado de Valores Capítulo 2 Sección 2 Art. 5

³¹ Ley 5810/17 Mercado de Valores Art. 137. Las sociedades autorizadas a hacer oferta pública podrán emitir certificados globales de sus

acciones, con los requisitos del artículo 1.069 del Código Civil. A tal fin, se considerarán definitivos, negociables y divisibles.

³² Reglamento Mercado de Valores Capítulo 3 Sección 1 Art. 1

especial o variante de desmaterialización, cuyo origen puede encontrarse en el tratamiento masivo de títulos en serie, admitiéndose inicialmente la emisión de títulos múltiples representativos de varias unidades para avanzar hacia la emisión de certificados globales o títulos globales registrados mediante sistemas de gestión o depósito centralizado o colectivo, vgr. caja de valores, en cuyo caso la circulación no exige la necesidad de fragmentarlo siendo suficientes las anotación y órdenes de movilización.

Cada certificado global de acciones representa o instrumenta una clase de acciones, entendida esta como el conjunto de títulos emitidos con idénticas características dentro de cada una de las clases.

Las sociedades interesadas en adherirse al régimen de emisión de certificados globales de acciones, deben modificar sus estatutos sociales, a efectos de contemplar la autorización para emitir certificados globales y proceder a la emisión de acciones a través de certificados globales. La solicitud de registro de acciones escriturales en CNV y BVPASA estará acompañada del prospecto de emisión, facsímil del certificado global y demás documentos e información previstos en la reglamentación vigente, incluyendo la adhesión al SEN³³.

La BVPASA debe expedir a solicitud del accionista el certificado que acredite su calidad de tal³⁴. Además, la reglamentación prevé que en caso de que el accionista adquirente de las acciones representadas en el certificado global de acciones solicite el título físico de la acción adquirida, BVPASA deberá solicitar a la sociedad emisora la reemisión del título físico emitido, así como también el reemplazo del certificado global de acciones a fin de que este último represente el monto de las acciones bajo custodia de la BVPASA. Una vez canjeado el certificado global de acciones, el accionista ya no podrá negociar la acción canjeada en forma electrónica³⁵.

5. Consideraciones finales.

Hemos analizado sucintamente aspectos relevantes del fenómeno de la desmaterialización de valores, su caracterización así como las razones que han justificado su desarrollo e implementación principalmente en materia de mercado de valores y hemos examinado los procesos de desmaterialización de valores regulados en la Ley de Mercados de Valores, reglamentados por la CNV y ajustados a las normativas internas del sistema electrónico de negociación de la BVPASA.

Concluyendo, resulta oportuno agregar menciones respecto de las principales ventajas de la desmaterialización de valores, que se traducen en mejor trazabilidad, mayor transparencia, eficiencia y practicidad en las transacciones bursátiles las cuales se ven acompañadas de significativa celeridad en su conclusión, sin olvidar, la reducción de costos operativos u otros, el incremento de liquidez, la posibilidad de aumentar volúmenes de transacciones en menor tiempo, la seguridad y confiabilidad en los mercados, una mejor accesibilidad, orientada hacia la internacionalización de las transacciones.

La desmaterialización de valores no debería entenderse como un fenómeno limitado al ámbito del mercado de valores. Más bien, y regulación expresa mediante, debería ampliarse con miras a constituirse en un elemento fundamental en materia de transparencia y provisión de información adecuada, precisa y oportuna sobre el beneficiario final y el control de las sociedades constituidas por acciones.

Cynthia Fatecha M.

Socia de Vouga Abogados, es abogada (Facultad de Derecho y Ciencias Sociales, UNA; Université Paris II Panthéon - Assas, Diplôme Supérieur de l'Université - D.S.U., Droit Administratif) con vasta experiencia en las áreas de Banca & Finanzas, Mercado de Capitales y Fideicomisos.

³⁴. R. Reglamento Mercado de Valores Capítulo 3 Sección 2 Art. 1

³⁵. Reglamento Mercado de Valores Capítulo 3 Sección 2 Art. 3

³⁶. Reglamento Mercado de Valores Capítulo 3 Sección 1 Art. 2

Alternativas de financiación:

CROWDLENDING Y CROWDFUNDING

por Paola Romina Talavera Cáceres

Todos sabemos que el dinero puede hacer más dinero si lo ponemos a trabajar, pero no muchos se animan a intentarlo, por miedo a los riesgos o porque no tienen las opciones de inversión en las manos como por ejemplo Paraguay. Nuestro país se encuentra poco familiarizado con este tipo de financiamientos alternativos, en cambio se puede notar un considerable aumento, especialmente por parte de los jóvenes, en su apuesta al mercado de capital, al negocio de las criptomonedas, compra de bonos, acciones, compras de certificados de depósitos de ahorro, ahorros programados, fondos en casas de bolsa y muchas opciones más, lo cual nos demuestra el interés por alternativas de financiamientos no tradicionales.

“El crowdfunding puede servir como apoyo a los artistas, campañas políticas, financiamiento de deudas, ampliación de viviendas, proyectos universitarios, desarrollo de aplicaciones e incluso para la creación de nuevas empresas.”

La financiación en el mundo se ha potenciado por la globalización, revolución tecnológica y las alternativas financieras no tradicionales. El crowdlending y el crowdfunding nos llevan a nuevas metodologías para lograr proyectos, por medio de plataformas en donde los inversores colocan su capital, los postulantes o demandantes postulan sus ideas y compiten por el financiamiento, los inversores pueden esperar o no beneficio económico.

Podemos definir a crowdfunding como una red de financiamiento colectiva, generalmente online, se mueve a través de donaciones económicas para financiar proyectos en busca de una recompensa o no, lo único que puede no ser atractivo para la mayoría de los inversores es que los beneficios están condicionados al éxito del proyecto.

El crowdfunding no es una figura nueva en el mercado, simplemente no ha sido potenciado hasta ahora, podemos decir que gracias a las nuevas generaciones que son más receptores al riesgo, a diversificar sus inversiones en proyectos en sector muy diferente y a las mejoras de estas plataformas, en lo legal y en las facilidades de aporte, vemos más opciones de financiamiento y se tiene más confianza en los emprendedores que presentan a la plataforma proyectos personales o empresariales. El crowdfunding puede servir como apoyo a los artistas, campañas políticas, financiamiento de deudas, ampliación de viviendas, proyectos universitarios, desarrollo de aplicaciones e incluso para la creación de nuevas empresas.

Podemos caracterizar al crowdfunding como una unión de inversores de proyectos que financian con pequeños aportes hasta que el proyecto

llegue a la meta monetaria y estos inversores recaudan beneficios al final de un periodo de tiempo siempre y cuando el proyecto sea un éxito.

Debemos conocer también que hay diferentes recompensas que se pueden obtener en el crowdfunding.

1. El inversor puede pasar a formar parte de la empresa como socio.
2. Se puede tratar simplemente de una donación, y no esperar ningún beneficio a cambio.
3. El inversor obtiene un tipo de interés por el dinero prestado, en este caso ya se convertirá en un crowdlending
4. Se obtiene una parte simbólica de los beneficios como royalties.
5. Se obtiene otro tipo de recompensa no monetarias, puede ser descuentos en los productos o servicios del proyecto, regalos y más.

Ahora hablemos del crowdlending, que también es una financiación vía préstamos a empresas o particulares pero los inversores reciben a cambio una contraprestación de dinero, es decir, intereses que paga el que recibió los aportes, y la plataforma intermediaria queda con un porcentaje de comisión por la operación. Los beneficios pueden ser que se democratizan las finanzas, personas que no tenían posibilidad de obtener créditos en los sistemas tradicionales lo consiguen por esta vía, y se pone a trabajar el dinero.

Presento el siguiente cuadro de diferencias entre ambas plataformas.

Presento el siguiente cuadro de diferencias entre ambas plataformas:

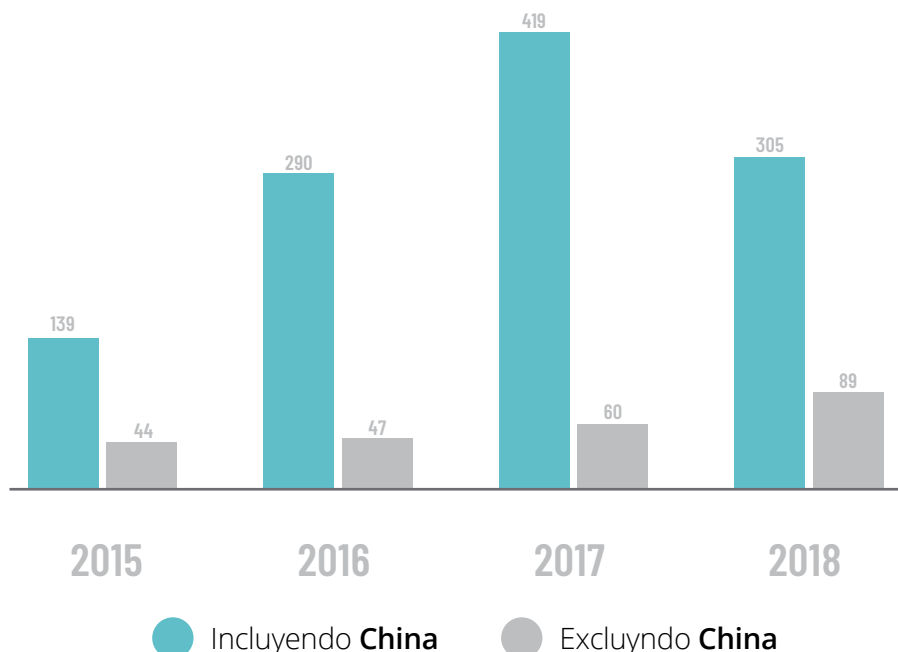
CROWDFUNDING

- » Mientras en el crowdfunding el riesgo es mucho más alto dado que se recupera el dinero si el proyecto logra conseguir éxito (un período aproximadamente de 5 años)
- » El crowdfunding está condicionado al beneficio a éxito del proyecto.
- » Y en el crowdfunding el emprendedor debe enamorar con su proyecto y convencer al inversor de que tiene el potencial para alcanzar el éxito y que se obtendrá beneficios de este.

- » En el crowdlending el riesgo es menor, los pagos se establecen para ser otorgados en un plazo de tiempo acordado.
- » El crowdlending ofrece beneficios que están condicionados al tipo de interés.
- » En el crowdlending el empresario debe demostrar que su empresa es solvente para devolver el dinero de la financiación.

CROWDLENDING

Volumen de Financiación Alternativa en el mundo en billones de USD 2015 2018

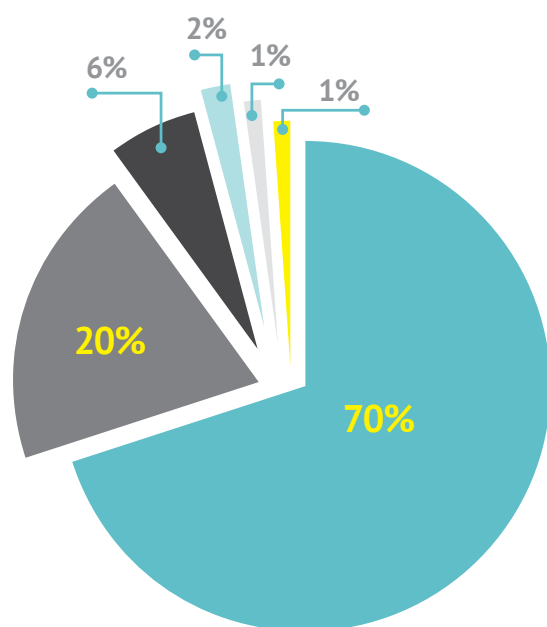


Mientras esta metodología no es aún explotada en Paraguay, el financiamiento alternativo online como crowdlending, crowdfunding, equity crowdfunding y más se muestran al mundo como potencial elección de los inversores.

Gráfico 1: VOLÚMEN EN BILLONES DE DÓLARES DE LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA EN EL MUNDO.

FUENTE: *Elaboración propia con datos del libro "The Global Alternative Finance Market-Benchmarking report"*

Un estudio de la distribución mundial de las plataformas y el volumen de transacciones de sus mercado, base de 172 países, nos muestra un gran porcentaje del volumen en China, esto pasa porque los emprendimientos,



Según este estudio también se puede decir que existe una correlación entre la cantidad de plataformas disponibles en los regionales con el volumen de las operaciones. Para tomar como ejemplo tenemos China con 429 plataformas locales y 9 extranjeras y América del Norte tiene 84 plataformas locales y 16 extranjeras, siendo estas regiones las que encabezan el volumen de operaciones de financiamiento alternativo.

Estos financiamientos alternativos tienen la ventaja de ser rápido, se aprovechan las nuevas tecnologías y se adaptan a los negocios generando una sociedad más digitalizada, es flexible a la hora de obtener liquidez y brinda mayor seguridad con todo el acompañamiento de la innovación y la optimización de la gestión.

Mientras Paraguay no crea impulsos para este tipo de plataformas, que debería enfocarse en diversificar las inversiones, dar oportunidad a empresas o personas que no pueden acceder

proyectos o empresas muy pequeñas no tienen posibilidad de acceder a créditos en los medios tradicionales, por lo tanto acuden a estas plataformas para solventar sus ideas.



Gráfico 2: VOLUMEN DEL MARKET SHARE DEL FINANCIAMIENTO ALTERNATIVO POR REGIÓN, PERIODO 2018.

FUENTE: *Elaboración propia con datos del libro "The Global Alternative Finance Market- Benchmarking report" boración propia con datos del libro "The Global Alternative Finance Market- Benchmarking report"*

al financiamiento de modo tradicional, estar a la altura del resto del mundo, el resto seguirá creciendo en opciones para ofrecer a sus mercado y nosotros estaremos estancados en lo tradicional.

Miembro
Sodeuc

Paola Romina Talavera Cáceres

Me desempeño como consultora junior de inversiones desde el año 2018, me encuentro cursando mi último semestre de la carrera de Economía en la UC, también soy vicepresidenta de Economía del Centro de Estudiantes de la Facultad de Ciencias Contables y Vicepresidenta de la Sociedad de Derecho y Economía de la UC.

REFERENCIAS

Wardrop, R., Wallevik, K., Dowsett, D. y Ketterer, J.A. (2018). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*.

López, A. (5 de diciembre del 2019). Crowdfunding: conoce todo lo referente a la red de financiación. Blog. <https://rockcontent.com/es/blog/crowdfunding/>

Sevilla, A. (2018). Definición de crowdfunding. Economipedia. <https://economipedia.com/definiciones/crowdfunding-micromecenazgo.html>

Moritz, A. (2013). Crowdfunding: A literature review and research directions.

Torres, P. (2014). Crowdequity y crowdlending: ¿Fuentes de financiación con futuro?



LIBERTAD ECONOMICA EN EL **PARAGUAY**

Una perspectiva desde
el Manejo Macro Fiscal,
Monetario, y el Estado de
Derecho

por Prof. Fernando Rivarola Angulo

¿Autonomía individual o bienestar social?

El análisis de la libertad económica debe hacerse teniendo en cuenta como primordial objetivo la autonomía individual, es decir la autónoma y libre elección que disfrutaran los individuos para adquirir y utilizar bienes y recursos económicos.

Los seres humanos somos seres sociales, y esta concepción está determinada desde una perspectiva social, por ende, la autonomía individual nunca puede considerarse absoluta. Como bien lo explicaba Stephen Covey (1997), somos seres interdependientes, lo que implica que la total independencia no nos conduce hacia una evolución social como comunidad en su conjunto.

Adicionalmente, argumentaba Tim Besley (2007) que las bases para juzgar los logros del mercado y de los hacedores de política en la distribución y asignación de los recursos, es la rama de la economía denominada Economía del Bienestar.

También quisiera recurrir a las expresiones del Nobel en Economía George Stigler (1943), quien postulaba que ninguna economía real satisface las condiciones exactas de los teoremas del bienestar, y todas las economías reales distan de parecerse a la economía ideal, pero que sin embargo el mismo prefería las fallas de mercado en una economía, ante su incidencia menor que aquellos daños ocasionados por las fallas políticas.

Habiendo postulado lo anterior quisiera dar pie a un análisis algo genérico del Índice de Libertad Económica, elaborado por la Fundación Heritage y las puntuaciones que obtuvo el Paraguay en el

mencionado índice para el año 2020.

El índice

El Índice de Libertad Económica tiene una visión integral de la libertad económica. Los cuatro aspectos clave de ésta, sobre los que se aboca el estudio son: Estado de Derecho; Intervención limitada del Gobierno; Eficacia reguladora, y Apertura de Mercados.

a. Estado de Derecho: Consiste en la sujeción de todas las personas, instituciones y entidades, públicas y privadas, incluido el propio Estado, a la Constitución y a las normas aprobadas conforme a los procedimientos que ella establezca. Los indicadores evaluados en esta área son:

- » Los Derechos de Propiedad,
- » La Efectividad Judicial.
- » La Integridad del gobierno.

b. Tamaño del Gobierno: Evalúa el tamaño del Gasto Público en comparación con el PIB, la intervención del estado y su interacción con la economía, y el peso que representa el aparato público sobre el hombro de la ciudadanía. Los indicadores en esta área son:

- » La Carga Tributaria
- » El Gasto Público
- » La Salud Fiscal

c. Eficacia Reguladora: Evalúa cuán eficaces son las instituciones gubernamentales al desempeñar su función reguladora, analizando si su desempeño es acertado con el rol custodio que le otorga la ley, y si su interacción con los mercados alcanza a fomentar o socavar su

“Como bien lo explicaba Stephen Covey (1997), somos seres interdependientes, lo que implica que la total independencia no nos conduce hacia una evolución social como comunidad en su conjunto.”

funcionamiento. Los indicadores en esta área son:

- » Libertad de Negocios
- » Libertad Laboral
- » Libertad Monetaria

d. Apertura de Mercados: Evalúa que tan abierta es la economía de un país en su interacción con otras economías del resto del mundo. Los indicadores en esta área son:

- » Libertad Comercial
- » Libertad de Inversión
- » Libertad Financiera

La libertad de la economía paraguaya

En lo que respecta a nuestro desempeño de acuerdo al Índice 2020, este año, Paraguay ha

obtenido una calificación de 63 puntos (sobre la base de 100), registrando un aumento de 1,2 puntos en comparación al índice del 2019 (61,8), manteniéndonos como una economía **Moderadamente Libre**.

A nivel regional, el Paraguay ha registrado un ascenso con relación al 2019, ubicándose en el puesto 15, tres posiciones por encima del año anterior (18). Adicionalmente, la posición Paraguaya en Sudamérica, es por detrás de Chile, Colombia, Uruguay, y Perú; pero muy por encima de Brasil, Ecuador, Bolivia, Argentina, y Venezuela.

En el siguiente cuadro, podemos observar el desempeño de la economía paraguaya en cada uno de los 12 indicadores del Índice, y su respectiva comparación con el año anterior.

FUENTE: *Elaboración propia con datos del índice de libertad económica 2020*

Cantidad de países 186	ESTADO DE DERECHO					TAMAÑO DE GOBIERNO			EFICIENCIA REGULADORA			APERTURA DE MERCADO		
	Ránking Mundial	Puntaje Global	Derecho de Propiedad	Integridad Gubernamental	Efectividad Judicial	Carga Tributaria	Gasto Público	Salud Fiscal	Libertad Empresarial	Libertad Laboral	Libertad Monetaria	Libertad Comercial	Libertad de Inversión	Libertad Financiera
2020	80	63	44,7	29,6	26,4	96,1	88,6	98	60,9	29	72,5	75,4	75	60
2019	85	61,8	39,5	25,5	30	96,3	78,9	96,3	61,5	29,2	72,8	76,6	75	60
Variación		+1,2	+5,2	+4,1	-3,6	+0,2	+9,7	+1,7	-0,6	-0,2	+0,3	-1,2	=0,0	=0,0

El análisis de los indicadores más relevantes

El objeto de estudio de este artículo, son principalmente aquellas áreas en las que el Paraguay tiene su mejor y su peor desempeño en cuanto al Índice de Libertad Económica. La Política Macro-Fiscal, la Política Monetaria, y el Estado de Derecho.

Los puntajes más altos para el Paraguay

podemos ver en el área del Tamaño del Gobierno, con altísimas puntuaciones para lo que refiere a la Carga Tributaria (96,1), el Gasto Público (88,6), y la Salud Fiscal (98). En este sentido, el informe del índice da un alto realce a la baja Carga Tributaria vigente en Paraguay (desde mi perspectiva personal, muy baja); al Gasto Público, que en su medición como porcentaje del PIB refleja un Gobierno sin mayor injerencia en los mercados, y que denota un

Estado pequeño (muy pequeño); y finalmente una altísima concepción del manejo macroeconómico, entendiendo que el Paraguay goza de una buena Salud Fiscal. Adicionalmente, la Libertad Monetaria obtuvo una puntuación de 72,5, también considerada alta, denotando una gran labor en el desempeño del Banco Central del Paraguay y su manejo de la Política Monetaria, especialmente de una excelente gestión en la implementación del esquema de metas de inflación.

Por otro lado, los puntajes más bajos para el Paraguay corresponden al área del Estado de Derecho, donde especial énfasis negativo se otorga a la Integridad Gubernamental (29,6) y a la Efectividad Judicial (26,4). Con relación a la integridad gubernamental, el puntaje obtenido es un compendio de otros indicadores que miden tal factor, como son el Índice de Percepción de la Corrupción de Transparencia Internacional; el Reporte de Competitividad Global del Foro Económico Mundial; el Índice de Estado de Derecho, del Proyecto de Justicia Mundial; y la Matriz TRACE, de TRACE International. Este indicador tiene en cuenta aspectos como pagos irregulares y coimas, la transparencia del gobierno en la formulación de políticas públicas, la ausencia y la percepción de la corrupción, y la transparencia del gobierno y de los funcionarios públicos.

Lo que respecta a la efectividad judicial, el puntaje obtenido es un compendio de otros indicadores elaborados por el Banco Mundial y por el Foro Económico Mundial, que echan luz especialmente en temas como la independencia judicial, la calidad de los procesos judiciales, el favoritismo en el resultado de decisiones judiciales, y la mora judicial. El informe da especial realce a un poder judicial considerado cooptado por intereses particulares, especialmente de élites políticas y del crimen organizado.

Una breve reflexión

Nuestro país no sólo ha logrado importantes avances en materia de estabilidad macroeconómica, sino que también hemos avanzado como una sociedad que valora y

estimula el desarrollo en libertad. En definitiva, el índice presenta claros signos de que a través de un largo proceso el Paraguay ha demostrado señales de madurez como nación, especialmente en lo relacionado a la conducción de las políticas económicas, tanto la macro-fiscal como la monetaria.

Sin embargo, aún hay mucho trabajo por hacer. Como observamos en lo relacionado al Estado de Derecho, el camino por recorrer aún es largo. Es imperante la necesidad de una profunda reforma del Sistema Judicial paraguayo, dando énfasis a la necesidad de instituciones sólidas y fortalecidas, con absoluta independencia, y dotadas de recursos humanos que gocen no solo de capacidad intelectual, sino por, sobre todo, de integridad y autoridad moral.

El desarrollo sostenible y el progreso inclusivo del Paraguay están en manos de todos sus ciudadanos. Aquellos quiénes defiendan la libertad, la igualdad, y la fraternidad, son quienes impulsan cada día a esta nación hacia la construcción de esa patria que tanto anhelamos.

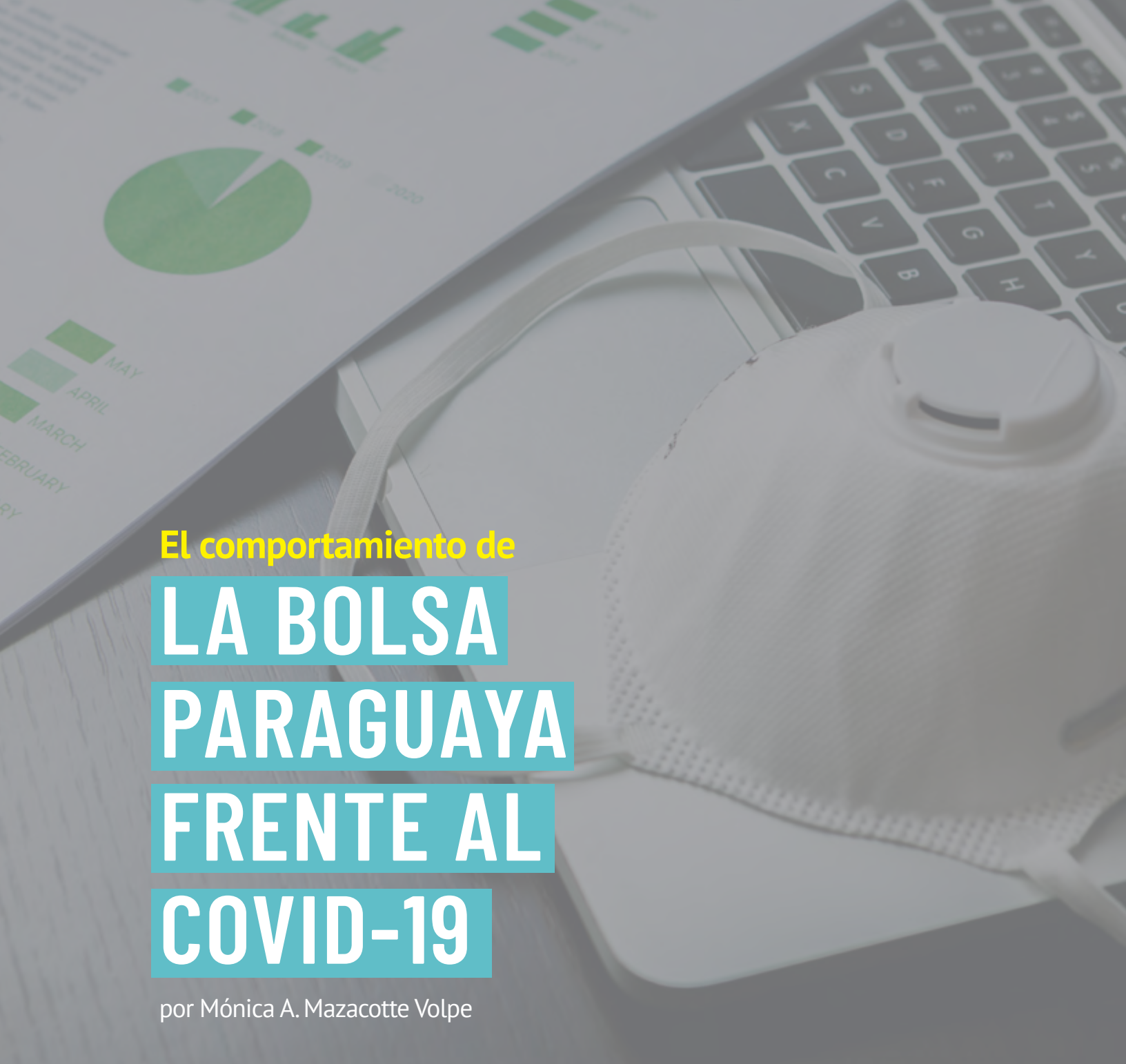
Seamos pues conscientes del papel que nos toca asumir dentro de la sociedad, que nuestra juventud no sea excusa intergeneracional para postergar roles de protagonismo. En nuestras manos está nuestro propio futuro, y ese futuro se construye hoy.

Prof. Fernando Rivarola Angulo

Máster en Administración Pública por la London School of Economics (LSE), Reino Unido; Máster en Gestión Pública y Derecho Económico por la Universidad de Salamanca, España; Licenciado en Administración de Empresas por la Webber International University, Estados Unidos. Actualmente es asesor principal del Ministro de Hacienda, anteriormente trabajó en el Banco Central del Paraguay.

REFERENCIAS

- Besley, T. (2007). *Principled agents? : The political economy of good government*. Oxford: Oxford University Press.
- Covey, S. R. (1997). *Los 7 hábitos de la gente altamente efectiva* (1ra ed.). Paidós.
- Heritage Foundation (2020). *Index of Economic Freedom*. Acceso web via link: <https://www.heritage.org/index/about>
- Stigler, G. (1943). *The New Welfare Economics*. *The American Economic Review*, 33(2), 355-359. Acceso web via link: <http://www.jstor.org/stable/1811968>



El comportamiento de

LA BOLSA PARAGUAYA FRENTE AL COVID-19

por Mónica A. Mazacotte Volpe

Cuando hablamos de invertir en la bolsa de valores, lo primero que asociamos son con los mercados volátiles internacionales, personas al teléfono gritando o moviendo sus papeletas para cerrar la punta de una transacción, así mismo, recordamos a los inversores que ganaron o lo perdieron todo en un minuto y no queda atrás, la idea instalada de que para iniciar a invertir precisas de un gran capital.

“A pesar de la llegada del COVID-19 a Paraguay, el 2020 se vuelca históricamente a las inversiones bursátiles y extrabursátiles con el fin de rentabilizar ahorros y crear, el comúnmente llamado “colchón”, por el impacto que genera en la economía.”

En Paraguay, el mercado de valores se mueve de forma diferente por ser un mercado emergente negociando principalmente títulos de deuda sin mucha variación de precios y preparado para transmitir confianza mediante la transparencia que proveen los entes reguladores que analizan y exponen públicamente los estados financieros de un emisor de títulos de valores, controlan a las casas de bolsa, administradoras de fondos, inversores y otros que participan del mercado.

Hace ya 27 años el mercado de valores se desarrolla en nuestro país, demostrando un crecimiento exponencial en los últimos años con la suma de nuevos jugadores en el mercado, tanto como casas de bolsa, emisores e inversores.

A pesar de la llegada del COVID-19 a Paraguay, el 2020 se vuelca históricamente a las inversiones bursátiles y extrabursátiles con el fin de rentabilizar ahorros y crear, el comúnmente llamado “colchón”, por el impacto que genera en la economía. Se esperó una caída en el crecimiento del mercado de valores que había cerrado el 2019 con un 86,59% por encima del record registrado en el año 2016, con relación al mismo periodo, pero sucedió todo lo contrario.

El 8 de marzo se confirmó el primer contagiado por COVID-19 en Paraguay, decretando el Gobierno de esta manera, el inicio del Aislamiento Preventivo General desde el 10

de marzo hasta el 3 de mayo, día en el que se decretó el inicio de la llamada “Cuarentena Inteligente”.

Contra todo pronóstico, este periodo de confinamiento arroja las siguientes cifras positivas en el crecimiento de la Bolsa paraguaya;

MES	VOLUMEN SUPERIOR EN RELACIÓN CON EL MISMO MES DEL 2019
Marzo	76%
Abril	120%
Mayo	81%

FUENTE: *Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A.*

El 5 de octubre, se decide dejar atrás la Cuarentena Inteligente para iniciar con la denominada “nueva normalidad”. En estos 4 meses de apertura gradual de actividades, se vieron cifras record que marcan a la BVPASA, Bolsa de Valores y Productos de Asunción.

MES

VOLUMEN SUPERIOR
EN RELACIÓN CON EL
MISMO MES DEL 2019

Junio	80%
Julio	69%
Agosto	139%
Septiembre	348%

FUENTE: *Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A.*

La idiosincrasia del inversionista paraguayo es más conservadora, y durante esta pandemia se avocó claramente a la aversión al riesgo. Se registran grandes inversiones en los Fondos Mutuos, el cual es un producto que ofrece una rentabilidad “a la vista” entre un 4-5% anual en guaraníes ya que se minimizó la ansiedad por los CDAs debido a la baja y choque de tasas en guaraníes contra la de dólares.

Esta aproximación entre tasas en USD y PYG, se da por la tendencia al largo plazo y marca la baja aceleración en la de guaraníes. Esta aceleración fue respuesta a la intervención del BCP mediante la Letra de Regulación Monetaria que tenía como fin, ayudar en los créditos otorgados y al mismo tiempo, logró una mayor liquidez en el medio.

Esta liquidez quedó entre los bancos de plaza y concretó el fenómeno por el movimiento de las tesorerías que pautaron las tasas de retorno para cada moneda.

Esta bajada de tasas en los Certificados de Depósito de Ahorros inicia desde comienzos del año y se inclina, inclusive obliga, a desviar la atención del segmento ahorrista hacia el

mercado de valores. Motivo por la cual, se despierta el interés en los bonos, instrumento bursátil que ayuda al dinamismo del mercado por las diferentes ofertas en tasas, la accesible adquisición desde Gs. 1.000.000 o USD 1.000 de cada corte, la liquidez inmediata y los beneficios impositivos.

La pregunta que siempre hacen es, ¿Qué instrumento es más seguro? Toda inversión tiene sus riesgos, pero también, sus garantías y retornos. En el caso de los CDAs, se tiene como respaldo el Fondo de Garantía del Banco Central del Paraguay que provee una cobertura de hasta 75 salarios mínimos. En cuanto a los bonos, su garantía está sujeta a sus condiciones emitidas puede ser común, fiduciaria u otros. Pero a la hora de invertir, es importante conocer nuestro perfil inversor identificándonos en la calificación de riesgo otorgada al emisor por sus estados financieros, plazo y tasa a la que estamos dispuestos en afrontar.

Es importante mencionar que este mercado no busca reemplazar a las operaciones financieras tradicionales y desplazar a los bancos y financieras, sino que busca complementar estas operaciones con el fin de crear un portafolio diversificado en emisores financieros y corporativos.

Mónica A. Mazacotte Volpe

Miembro
Sodeuc

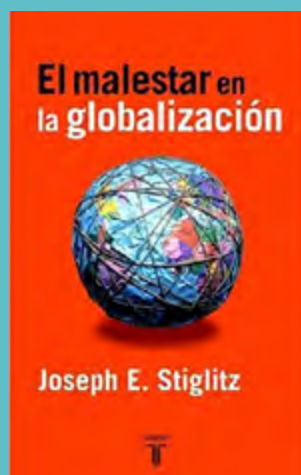
Alumna del sexto semestre de la carrera de Administración de Empresas en la Universidad Católica Campus de Asunción. Operadora de Bolsa certificada por la Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A., y actualmente, forma parte del equipo de Regional Casa de Bolsa.

BIBLIOGRAFÍA

Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A. (2020). Informe Mensual desde el 12-2019 al 09-2020 https://www.bvpasa.com.py/informe_mensual.php

TOP 5

LIBROS QUE TODO ECONOMISTA DEBE LEER



1.

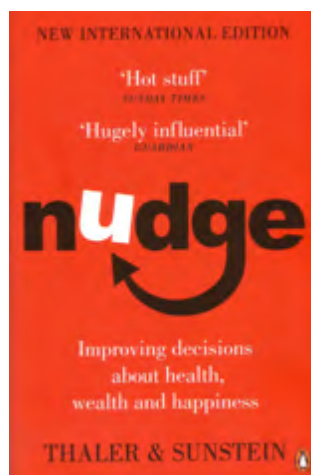
El Malestar de la
Globalización
JOSEPH STIGLITZ.

2.



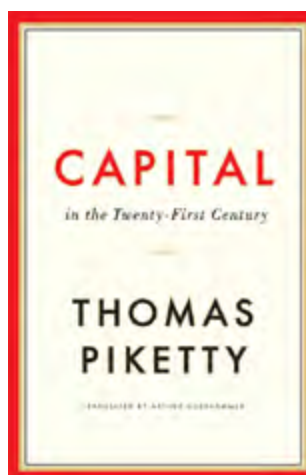
Pensar Rápido,
Pensar Despacio
DANIEL KAHNEMAN.

3.



Nugde
RICHARD TAILOR Y
CASS SUNSTEIN.

4.



Capital en el
siglo XXI
THOMAS PIKETTY

5.



De Smith a
Keynes,
siete lecciones de
historia del pensamiento
económico.
AXEL KICILLOF

por Marcelo Wagner

Profesor experimentado con un historial demostrado de trabajo en la industria de la educación superior. Experto en planificación empresarial, liderazgo de equipos, y planificación estratégica. Actualmente se encuentra en el cargo de Gerente en una importante empresa local, docente de la Universidad Católica Nuestra Señora de la Asunción, en la Facultad de Ciencias Contables, Administrativas y Económicas. Es egresado de la misma por Economía, fue el primer paraguayo en obtener un Master en Finanzas por la Universidad Torcuato Di Tella y posee distinciones por distintos cursos en la Universidad de Cema y New York University

INDUSTRIALIZACIÓN

COMO VÍA PARA EL DESARROLLO ECONÓMICO DEL PAÍS

por Fátima Prono

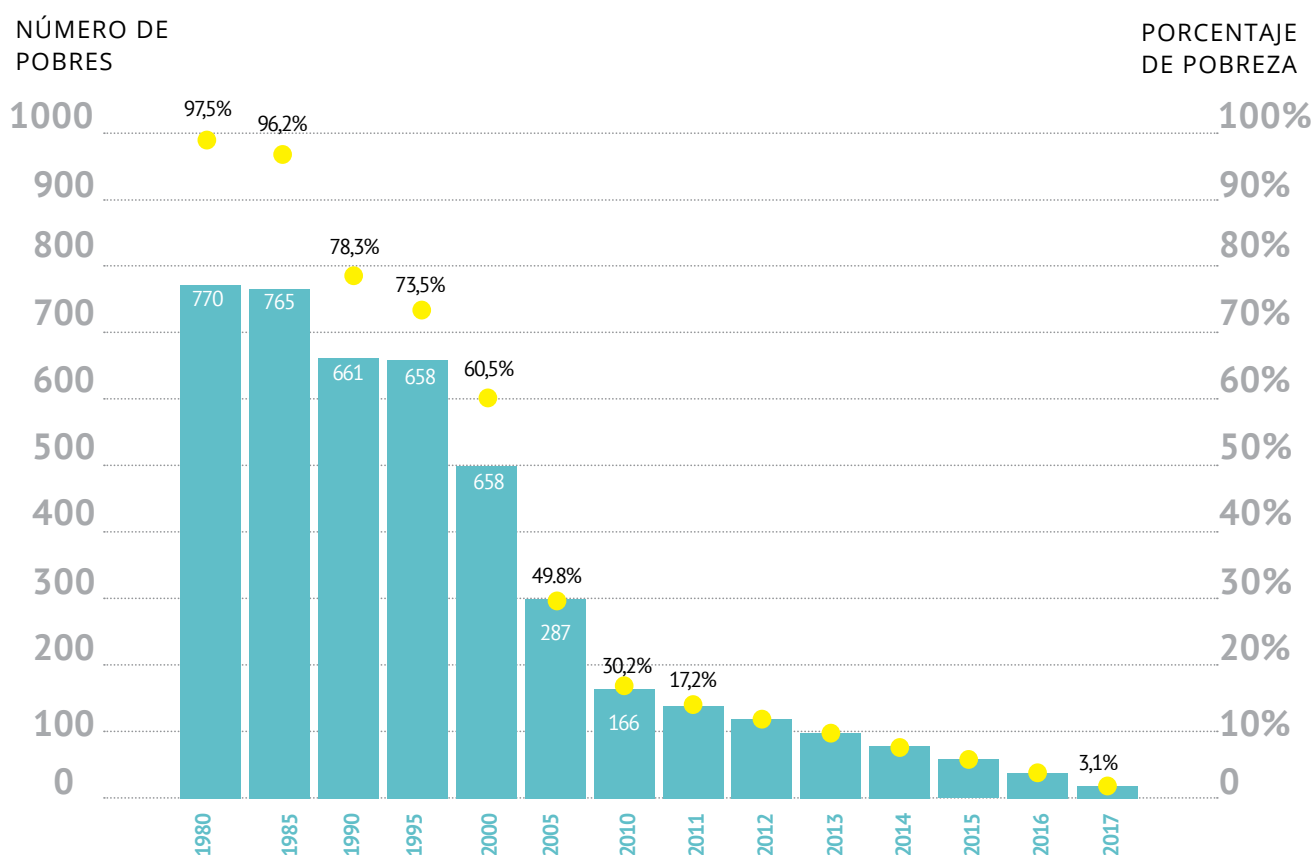


Todas las potencias mundiales, sin excepción alguna convergen en algún punto de sus historias económicas, en la existencia de un paso de la sociedad tradicional a la sociedad industrial. Para E.E.U.U., Alemania e Inglaterra este impulso inicial tuvo lugar en el siglo XIX, para China en 1978¹. Esta transición genera un impacto positivo en diversos indicadores económicos como el PIB, desempleo, tasa de pobreza, etc.

En esta oportunidad analizaremos el caso de China, celebrado por diversos analistas como una de las historias con mayor éxito económico

en tiempos modernos, posicionándose en cuatro décadas como gran potencia mundial.

A inicios de 1979 el gobierno chino introduce varias reformas económicas. Establece cuatro zonas económicas especiales a lo largo de la costa con el propósito de atraer inversión extranjera, impulsar las exportaciones e importar productos de alta tecnología para dar inicio a la industrialización del país². Desde 1978 hasta 2017 China ha sacado de la pobreza a 740 millones de habitantes rurales.



FUENTE: *China Statistical Yearbook 2018, National Bureau of Statistics*

“Desde 1978 hasta 2017 China ha sacado de la pobreza a 740 millones de habitantes rurales.”

En adicción, de 1978 al 2014 el PIB Real anual de China promedió casi el 10%. Esto significaba que, en promedio, China ha podido duplicar el tamaño de su economía en términos reales cada ocho años (Wayne M. Morrison, 2015).

Pero, ¿cuál fue el detonante? Los economistas generalmente atribuyen gran parte del crecimiento económico de China a dos factores: Inversión de capital a gran escala (financiada con grandes ahorros nacionales e inversión privada extranjera) y la industrialización de procesos, que se traduce en un rápido crecimiento de la productividad.

Trasladándonos a la realidad de nuestro país, Paraguay pasó por un intento de industrialización en el período de Carlos Antonio López (1840-1862). El economista José Cantero relata que “el gobierno de López utilizó los recursos provenientes de la agroexportación para modernizar e industrializar la economía, con la contratación de ingenieros extranjeros, para la construcción del arsenal militar, la fortaleza de Humaitá, la fundición de Ybycúí, el

astillero, las líneas ferroviarias y el telégrafo.”³ (Cantero, 2018, p.61).

Sin dudar las obras de López intentaron llevar al Paraguay a una modernización tecnológica y al crecimiento industrial. Entre 1851 y 1861 la balanza comercial verificó déficit solamente en el año 1852. (Cantero, 2018, p.66). La muerte de López en 1862 deja de nuevo al Paraguay con un futuro económico incierto.

Para entender que no estamos frente a una idea descabellada, el economista Daniel Rodrik menciona en uno de sus tantos estudios sobre la industrialización de países; “La manufactura se convirtió en una poderosa escalera mecánica para el desarrollo económico en los países de bajos ingresos por tres razones. En primer lugar, es relativamente fácil absorber tecnología proveniente del exterior y generar empleos de alta productividad. En segundo lugar, los trabajos de manufactura no requieren de mucha habilidad: los agricultores pueden convertirse en trabajadores de producción en fábricas con poca inversión en capacitación adicional. En



“Sin dudar las obras de López intentaron llevar al Paraguay a una modernización tecnológica y al crecimiento” industrial.



tercer lugar, la demanda manufacturera no está limitada por los bajos ingresos internos: la producción podría expandirse virtualmente sin límite, a través de las exportaciones."⁴ (Rodrick, 2017).

Una política industrial que reasigne recursos hacia sectores con potencial para explotar economías de escala y de especialización puede elevar las tasas de crecimiento de una economía a través del aumento de la rentabilidad del capital y de la tasa de acumulación del mismo. Las economías orientadas a exportación de manufacturas tienden a crecer más rápidamente que aquellas orientadas a la exportación de materias primas.

**Miembro
Sodeuc**

Fátima Prono

Fátima Prono, estudiante de 2º año de Economía en la Universidad Católica "Nuestra Señora de la Asunción". Actual Presidente del Tribunal Electoral Independiente de la facultad de Ciencias Contables, Administrativas y Económicas. Apasionada por la economía, la política y el servicio.

REFERENCIAS

- [1] ROSTOW. (1960). *Las etapas del crecimiento económico*. En W. ROSTOW, *Las etapas del crecimiento económico* (págs. 11, 12, 13). Ministerio de Empleo y Seguridad Social.
- [2] Wayne M. Morrison. (2015). *China's Economic Rise: History, Trends, Challenges and Implications for the United States*.
- [3] De interés para el lector: Cantero, J. (2018). *Paraguay. Atrocidad, Atasco, Auge y la Reinversión*. Asunción.
- [4] Rodrik, D. (13 de Octubre de 2017). *World Economic Forum*. Obtenido de World Economic Forum: <https://es.weforum.org/agenda/2017/10/crecimiento-sin-industrializacion/>



EL CRÉDITO Y LA ECONOMÍA

por Humberto A. Colman C.

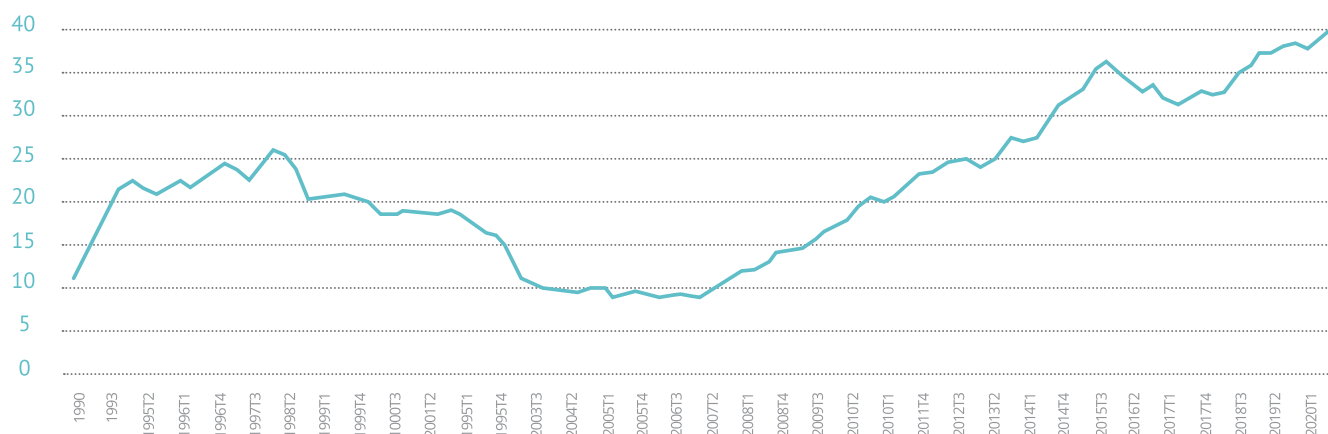
El Ex Presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan una vez dijo: “La economía está cambiando y el crédito va con rezago. Varias pequeñas empresas tienen dificultades para obtener el crédito que necesitan a un precio que puedan pagar y es probable que eso cambie para mejor.”

El crédito es importante para el desarrollo de la economía, puesto que no solamente puede financiar inversiones, sino porque tiene un efecto positivo en la productividad y en los ingresos en el largo plazo. En última instancia, el nivel del crédito en la economía depende de la confianza

y credibilidad, pero también es dependiente del desarrollo institucional, y de otros factores coyunturales y estructurales.

Luego de las sucesivas crisis financieras desde mediados de la década de 1990, el crédito se redujo a niveles del 10% del Producto Interno Bruto (PIB), reflejando la erosión de la confianza. Desde el 2007, de la mano de reformas institucionales y un programa con el Fondo Monetario Internacional, el crédito ha venido creciendo de manera sostenida, crecimiento que solo fue interrumpido por el término del periodo del súper ciclo de materias primas.

CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO EN % DEL PIB



FUENTE: Fuente: Banco Central del Paraguay. * 2020T3 con PIB nominal en base a IMAEP e IPC.

Hoy con la economía en crisis por los efectos de la pandemia del coronavirus, hay una demanda de créditos para dar cobertura al capital de trabajo, mantenimiento de los negocios y salarios de las empresas. Se han tomado medidas excepcionales de bajas en la tasa de política monetaria, inyección de liquidez, flexibilización regulatoria, así como la implementación del fondo de garantía de créditos para las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas. Todo esto ayudó a sostener el crédito.

Luego de una contracción en el primer trimestre del 2020, el crédito bancario al sector privado se ha mantenido con un leve crecimiento nominal que llegó al 4.9% interanual en setiembre del 2020, subiendo así en términos del PIB. Entre el segundo y tercer trimestre se tiene una relación créditos al PIB del 39% en promedio, lo que sería el nivel más alto desde inicios de la década de 1990.

También se ha aprobado una iniciativa legislativa (Ley 6534/2020) de restricción de la información crediticia, que sería perjudicial puesto que limitaría la conservación de dicha información por hasta cinco años, disponiendo también la eliminación de informaciones tanto positivas

como negativas del historial del cliente. Esto tendrá un efecto adverso no solo sobre las tasas de interés (menos información es más riesgo), sino sobre el nivel de los créditos, de acuerdo a los resultados del modelo que se presentará en este artículo.

En este artículo se muestra evidencia sobre los determinantes fundamentales del nivel de los créditos para un número amplio de países en desarrollo, resaltando que la calidad de la información crediticia es un determinante fundamental para el nivel de los créditos, así como lo es la estabilidad macroeconómica y el nivel de depósitos en el sistema financiero.

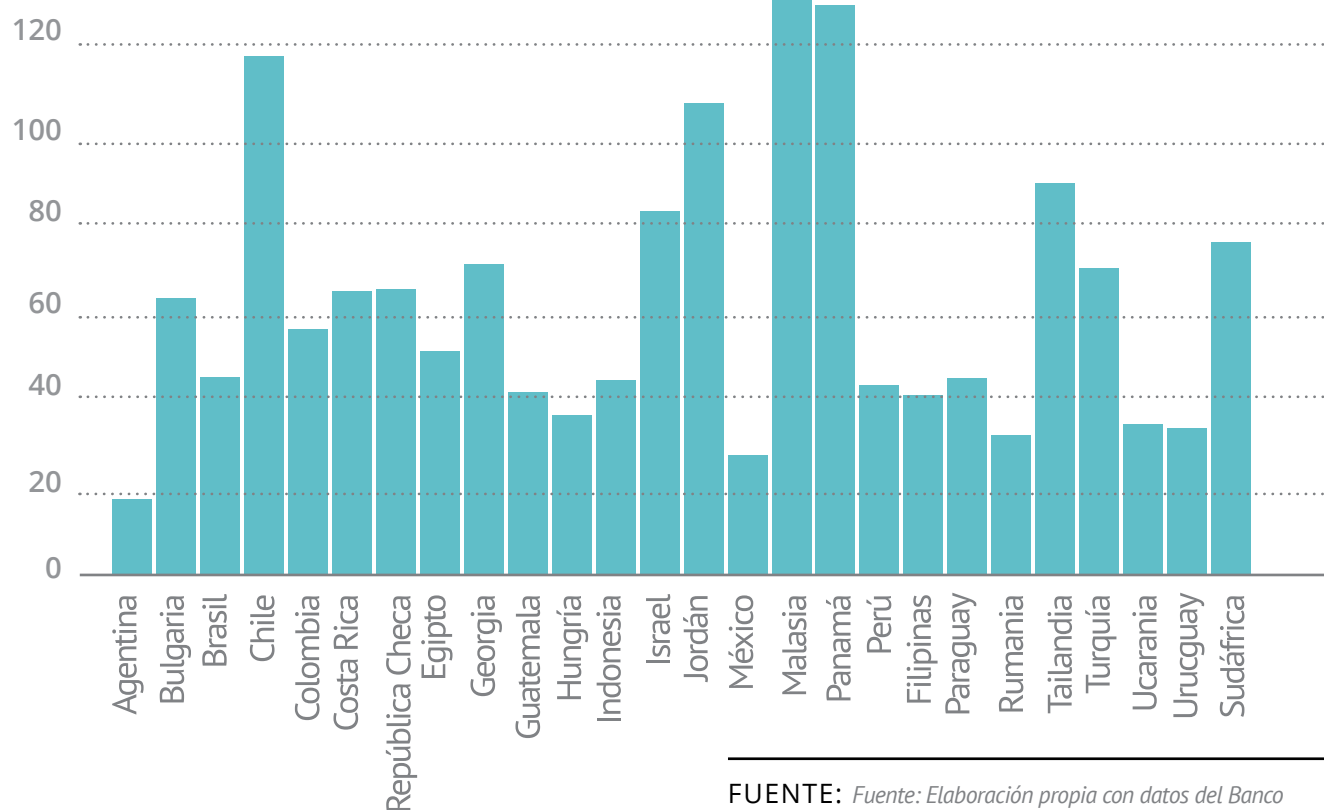
Revisión de la literatura

El sector financiero cumple un rol importante en la movilización y asignación de recursos, así como para transformar riesgos, todo lo cual puede contribuir para suavizar los ciclos de la economía y elevar el crecimiento potencial. El desarrollo financiero es una variable significativa para explicar el crecimiento, por su efecto positivo en la productividad de la economía (Levine, 1997).

El nivel de los créditos bancarios en países en vías de desarrollo se ubica en promedio en el 50% del PIB en el 2018. Aunque hay otras instituciones que otorgan créditos, como las cooperativas, este análisis se centra en el crédito bancario,

preservando la comparabilidad de los datos entre los países. En este grupo de países, que tienen niveles de ingreso comparables a Paraguay, hay hechos estilizados en el comportamiento del crédito en cuanto a sus determinantes.

CRÉDITOS EN PAÍSES EMERGENTES Y EN DESARROLLO, EN % DEL PIB (2018)



FUENTE: Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial (s.f.).”

En primer lugar, existiría una relación causal desde el ciclo económico hacia los créditos. Cuando la economía viene bien hay optimismo y una percepción baja de riesgos sobre la rentabilidad en el corto y mediano plazo. De la misma forma, en periodos malos los proyectos rentables se vuelven riesgosos y se restringen los créditos. Esto resulta en el patrón pro-cíclico del crédito.

Más allá de eso, el nivel del crédito para los negocios, empresas y personas, depende de la situación, expectativas, de la tasa de interés, del riesgo y la incertidumbre. Claro que hay otros determinantes estructurales como la previsibilidad macroeconómica, el nivel de ahorro o depósitos, una buena regulación y adecuada información institucional sobre el historial de riesgo crediticio de los tomadores de crédito, entre otros.

Como se señala en un libro de texto sobre mercados financieros (Mishkin, 2008), la principal fuente de fondos del sistema financiero son los depósitos de los privados, con lo cual un mayor nivel de depósitos explica un mayor nivel de créditos. El nivel de depósitos probablemente resume bien una serie de efectos particulares de cada país, como la confianza de los agentes, así como seguramente sería un reflejo del nivel de ahorro de cada país.

En un trabajo de economistas del Fondo Monetario Internacional (Guo & Stepanyan, 2011), se muestra evidencia de que la mayor volatilidad o incertidumbre macroeconómica puede contraer el nivel de los créditos, lo que podría agravarse en un contexto de alta inflación. Mientras que las condiciones financieras internacionales, que se reflejan en los flujos de capitales hacia los países es otra variable relevante, con lo cual menores tasas de interés en países desarrollados pueden motivar flujos de capitales hacia países emergentes, lo cual podría elevar los créditos.

Pero quizás lo más relevante para los créditos sea el marco legal general, la dificultad o lentitud para resolver los derechos de propiedad, la calidad de la regulación económica y la información sobre los clientes. Podría decirse que el ambiente regulatorio y la disponibilidad de información crediticia representan una institucionalidad importante que puede generar confianza y propiciar el mayor desarrollo del mercado.

Fundamentos del crédito

De manera a evaluar los determinantes del crédito bancario en países en desarrollo, se ha procedido a estimar un modelo con datos de panel de 22 países emergentes y en desarrollo para el periodo 2013-18, donde también están incorporados los datos de Paraguay.

La variable dependiente es la ratio del crédito/ PIB, mientras que las variables explicativas son la inflación, la brecha de la producción, la ratio depósitos/PIB, y de la tasa de interés de los Bonos del Tesoro de los EEUU a 10 años, entre otros. Los datos en su mayoría provienen de la base de datos abiertos del Banco Mundial (Banco Mundial, s.f.).

Otra variable explicativa es el índice de la calidad regulatoria, publicada por el Banco Mundial, el cual captura las percepciones sobre la capacidad del gobierno para formular e implementar políticas y regulaciones sólidas que permitan y promuevan el desarrollo del sector privado (cuyo valor oscila entre -2,5 a 2,5).

Y también se incorpora el índice de la calidad de la información crediticia como otra variable explicativa, el cual también es publicado por el Banco Mundial. Dicho índice toma valores entre 0 (poca información crediticia) y 8 (mucha información crediticia).

“Cuando la economía viene bien hay optimismo y una percepción baja de riesgos sobre la rentabilidad en el corto y mediano plazo. De la misma forma, en periodos malos los proyectos rentables se vuelven riesgosos y se restringen los créditos. Esto resulta en el patrón pro-cíclico del crédito.”

RESULTADOS DE LA REPRRESIÓN DEL CRÉDITO SOBRE SUS DETERMINANTES

	COEFICIENTES	ERROR ESTÁNDAR
Constante	-0.0070	0.0485
Inflación	-0.1934*	0.0713
Brecha de la producción	0.4427**	0.1862
Ratio depósitos/PIB	0.7241*	0.0517
Tasa de interés de los E.E.U.U	-0.0059**	0.0024
Índice de calidad regulatoria	0.0972*	0.0251
Índice de la información crediticia	0.0130*	0.0043
OBSERVACIONES	149	
MUESTRA	2013-2018	
NÚMERO DE PAÍSES	22	
R ² (GENERAL)	0,7977	
COEFICIENTE AR (1)	0,6800	

FUENTE: Estimación propia; Variable dependiente es la ratio crédito / PIB; Errores estándares robustos; *, ** indican la significancia al 1% y al 5%.

Inicialmente se procedió a estimar el modelo con efectos fijos, pero posteriormente se verificaron resultados más eficientes del modelo con efectos aleatorios. Los resultados muestran que todos los coeficientes son significativos al 5% y con los signos esperados (los coeficientes están resaltados en negritas).

Además, dado que podría existir una dinámica propia en la evolución de los créditos, en el modelo se asumió que los errores poseen un proceso auto regresivo (AR(1)). El coeficiente de ese proceso es estimado en 0.68 y los coeficientes estimados son todos significativos y con el signo esperado. Los

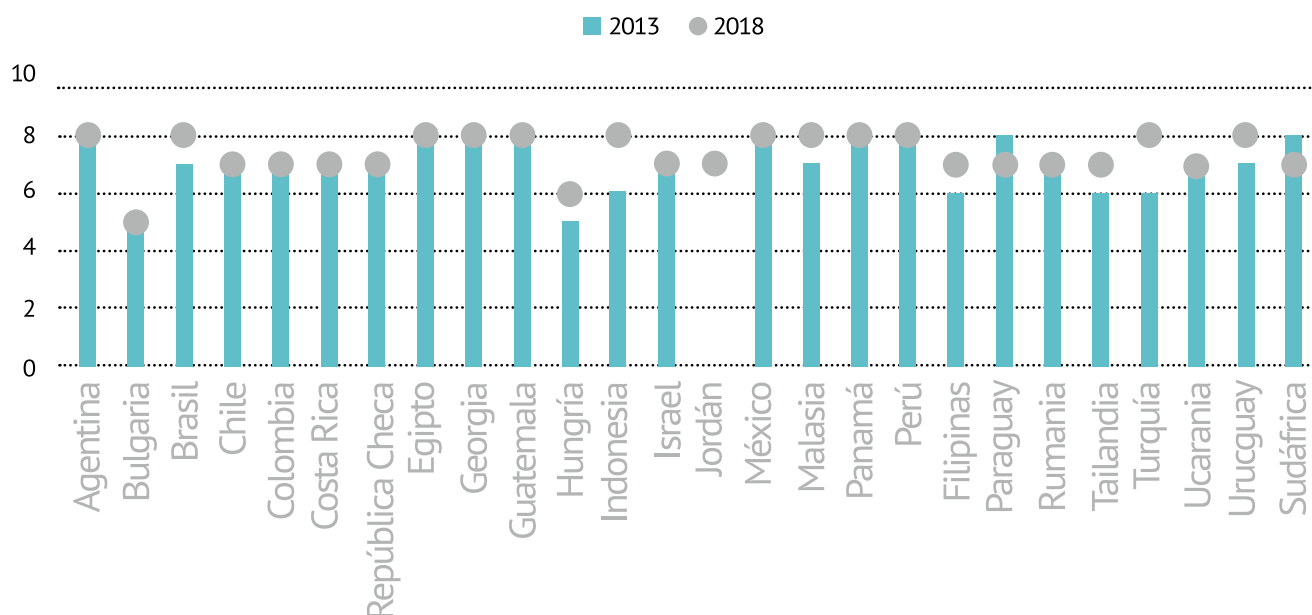
errores estándar de los parámetros son ajustados a la baja lo que acota los intervalos de confianza de los mismos.

El modelo estimado confirma que los créditos en las economías emergentes dependen positivamente de un contexto macroeconómico estable (lo que se confirma con el coeficiente negativo de la inflación), así como se relacionan con una mayor dinámica de gasto (lo que se ve en el coeficiente positivo de la brecha de la producción), y también dependen directamente del nivel de los depósitos en el sistema financiero. El desarrollo institucional que permite celebrar mejores

acuerdos, reflejado en una adecuada regulación e información crediticia, es importante (ver los coeficientes positivos de la calidad de regulación en el sector financiero y de la profundidad de la información financiera). Sin embargo, los créditos dependen negativamente de los episodios de fuerte incertidumbre (ver coeficiente negativo de la tasa de interés externa relevante).

Más precisamente, una mejora de la información financiera (ci) tiene un efecto positivo sobre los créditos entregados y por cada punto adicional en el índice de información financiera, los créditos en las economías emergentes aumentan en 1.3% del PIB. Esto da la pauta del efecto negativo que podría tener en el largo plazo la restricción al acceso de la información crediticia sancionada y promulgada recientemente en Paraguay.

ÍNDICE DE PROFUNDIDAD DE LA INFORMACIÓN CREDITICIA



FUENTE: Elaboración propia con datos del Banco Mundial (s.f.).

Perspectivas finales

En general, en los últimos cinco años se dio en los países en desarrollo un avance en la institucionalidad del mercado financiero, ilustrado en la mejora del índice de profundización de la información crediticia, con algunas excepciones como el caso de Paraguay que tuvo un retroceso en el 2016 con la sanción de una legislación que limitaba la información privada (Ley N° 5.543/15). Y con la reciente promulgación de la Ley 6534/2020 (promovida por iniciativa

parlamentaria y vetada por el Poder Ejecutivo), donde se limita aún más la información crediticia, empeoraría la situación.

Es interesante comparar los resultados del modelo, que muestra con rigurosidad los determinantes de los créditos en un grupo amplio de países, con los resultados de la reciente Encuesta sobre la Situación General del Crédito en el Paraguay (Banco Central del Paraguay, 2020), puesto que pueden verse algunas coincidencias.

“En situaciones de deterioro de las expectativas o crisis, la provisión de liquidez y las flexibilizaciones crediticias deben ser rápidas y significativas”

La última Encuesta del tercer trimestre del 2020, que se basa en la opinión de los operadores del mercado financiero, muestra que, si bien los aspectos económicos explican el 50% de los aspectos considerados en la evaluación coyuntural del crédito, la inflación no es un impedimento para el otorgamiento de los créditos. Eso implica que la situación cíclica de la economía es un factor importante, coincidente con los resultados del modelo.

La falta de información e historial del cliente representa cerca del 70% de los factores que impiden un mayor nivel de créditos. Estos factores limitantes del crédito han elevado su importancia en los últimos trimestres. En ese sentido, claramente la legislación de limitar la información crediticia (Ley 6534/2020) solamente contribuirá a retrasar el desarrollo institucional del mercado pues exacerba la falta de información en un mercado que lo sufre en forma inherente. La consecuencia en el largo plazo –de acuerdo a los hallazgos del modelo- será menos solicitudes de crédito aprobadas, en parte por el efecto de mayores tasas de interés por suba de la prima por riesgo, al no contarse con todos los elementos de información para la evaluación crediticia.

Lo anterior junto con la incertidumbre generada por la pandemia del coronavirus, podría restringir aún más los créditos. En un libro del Banco Mundial (Kose & Ohnsorge, 2019) se recopilaban los datos que confirman la fuerte caída del crédito en momentos de crisis y la igualmente fuerte recuperación posterior. En la gran recesión del 2008 el crédito cayó 0.7% del PIB, inferior a las experiencias anteriores de crisis.

Claramente se aprendió con las medidas tomadas en el marco de la pandemia, que, en situaciones de

deterioro de las expectativas o crisis, la provisión de liquidez y las flexibilizaciones crediticias deben ser rápidas y significativas, puesto que de esa manera han obrado los bancos centrales del mundo, al igual que en Paraguay.

El Banco Central del Paraguay hizo mucho más de lo que históricamente ha hecho, proveyendo simultáneamente liquidez, flexibilización en la regulación y medidas no convencionales como la posibilidad de hacer liquida carteras y hasta Bonos del Tesoro. La reducción de la tasa de política monetaria ha sido significativa, lo que es importante puesto que la baja en la tasa de interés de política monetaria contribuye a reducir las tasas de interés interbancarias y tasas activas.

Es importante avanzar en el fortalecimiento de la institucionalidad del mercado crediticio, sobre la base de medidas que consideren los fundamentos y evidencia.

Humberto A. Colman C.

Economista, Profesor de Macroeconomía Básica en la Facultad de Ciencias Administrativas, Contables y Económicas de la Universidad Católica “Nuestra Señora de la Asunción”. Actualmente se desempeña como Miembro Titular del Directorio del Banco Central del Paraguay. El autor agradece los ajustes sugeridos de revisores anónimos.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central del Paraguay (2020). Situación General del Crédito Tercer Trimestre 2020. Asunción. Obtenido de <https://www.bcp.gov.py/encuesta-sobre-situacion-general-del-credito-tercer-trimestre-2020-n1404>
- Banco Mundial (s.f.). World Bank Open Data. Obtenido de <https://data.worldbank.org/>
- Guo, K., & Stepanyan, V. (2011). Determinants of Bank Credit in Emerging Market Economies. IMF Working Paper, WP/11/51.
- Kose, M.A., & Ohnsorge, F. (2019). A Decade After the Global Recession : Lessons and Challenges for Emerging and Developing Economies. Washington, DC: World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/32641>.
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature, 688-726.
- Mishkin, F. (2008). Moneda, Banca y Mercados Financieros . Mexico : Pearson Educación .

TOP 5

LIBROS QUE TODO ABOGADO CORPORATIVO DEBE LEER

Obtenga el sí: el arte de negociar sin ceder

AUTOR: WILLIAM URY, ROGER FISHER Y

BRUCE PATTON.



La negociación es parte esencial y diaria de la profesión del abogado. En esta obra fundamental, los autores explican los métodos, paso a paso, para lograr acuerdos tanto en la vida profesional como la privada.

Cómo Ganar Amigos E Influir Sobre Las Personas

AUTOR: DALE CARNEGIE

Este best-seller publicado en el año 1936 se mantiene tan vigente como nunca. El autor otorga consejos sobre cómo mejorar nuestras relaciones interpersonales. Definitivamente este es un libro de cabecera para mejorar nuestras vidas personales y profesionales.



¿Cómo medirá su vida?

AUTOR: CLAYTON CHRISTENSEN

En este clásico, el autor argumenta que la motivación, no el dinero, es la fuente de la satisfacción laboral, y que independientemente de lo duro que trabaje en su trabajo o de cuántas veces lo asciendan, son sus amigos y familiares los que están la verdadera fuente de felicidad. Esta obra es esencial para lograr el balance entre la vida profesional y personal.

El código de la cultura: El secreto de los equipos más exitosos del mundo.

AUTOR: DANIEL COYLE

En el mundo en que vivimos, un abogado es tan bueno como su equipo. Tras investigar los grupos de mayor éxito del mundo, Daniel Coyle llegó a la conclusión de que sus respectivas culturas nacían de un conjunto específico de habilidades que aprovechan el potencial de nuestro cerebro social.

Cómo argumentar y ganar cada vez

AUTOR: GERRY SPENCE

Muchas veces podemos tener la razón, pero si no sabemos argumentar y fundamentar nuestra posición, no llegaremos muy lejos. Este libro nos enseña como argumentar en los diferentes ámbitos de nuestra vida, incluyendo en el ámbito profesional en el cual esta habilidad es imprescindible.

por Carlos Vasconsellos

Recibido como Abogado (summa cum laude), Universidad Católica Nuestra Señora de la Asunción (Paraguay), 2007. Notario público, Universidad Católica Nuestra Señora de la Asunción (Paraguay), 2008. Master en Derecho (LL.M.), Facultad de Derecho de la Universidad de Harvard, 2010. Y Master en Administración de Empresas (summa cum laude), Instituto de Empresas, 2017.

EL ABISMO ENTRE WALL ST. Y MAIN ST.

por Isaac Matías Gutiérrez Brugada

La economía americana, Main St, la cual se mide por varios modelos, pero el Producto Interno Bruto Nominal (PIBN) es una de las más comunes. Cayó en el primer semestre del 2020 un 12,9%, incluyendo la mayor recesión cuatrimestral de un 9,5% en la historia de los Estados Unidos desde que se observa esta variable económica, en 1947. Mientras que al otro lado del abismo, el mercado de valores, Wall St., en el mismo período subió un 9% semestral, incluyendo un 25% positivo del segundo cuarto, medido por el Standard & Poor 's 500 Index (S&P 500). Esta diferencia se debe a la intervención de la Fed (el equivalente norteamericano del Banco Central del Paraguay), la volatilidad y representatividad del mercado bursátil, el efecto que tuvo la pandemia en las diferentes industrias y cómo afectó a las pequeñas empresas. En marzo, la Fed comenzó a inyectar 1.500 miles de millones de dólares americanos a la economía para prevenir una caída total del mercado americano. Entonces, ¿a qué se debe la abismal diferencia entre Wall St. y Main St? Para entender de manera íntegra, debemos

entender el contexto en el cual vivimos, cómo funcionan ambos mercados, las diferencias entre ellos, el papel de la Fed y su impacto.

El 2020 comenzó como otro año más para EE.UU., un año que vería otra batalla política por las elecciones generales. Saliendo de un 2019 que vio un crecimiento del PIBN de 4,1% con una tasa de desempleo de tan solo 3,68% a final del año, aproximándose a la tasa histórica de desempleo de 2,5% de mayo de 1958. Estados Unidos estaba saliendo de un excelente año de crecimiento económico. Pero al otro lado del mundo un virus, el cual su origen todavía es claroscuro, comenzaba a brotar en Wuhan, la ciudad más poblada del centro de China con 11 millones de habitantes. Un virus que llevó por delante a todas las potencias, una variable que no se podría haber predecido—una pandemia. Para Estados Unidos, el shock económico ocurrió el 20 de febrero del 2020, cuando se dieron cuenta que la pandemia era una realidad, y que ya estaba comenzando a brotar dentro de sus propias fronteras.



DESCRIPCIÓN: *Tabla del S&P 500 del corriente año (2020) hasta el 9 de octubre*

“Para Estados Unidos, el shock económico ocurrió el 20 de febrero del 2020, cuando se dieron cuenta que la pandemia era una realidad, y que ya estaba comenzando a brotar dentro de sus propias fronteras.”

Main St. vs. Wall St.

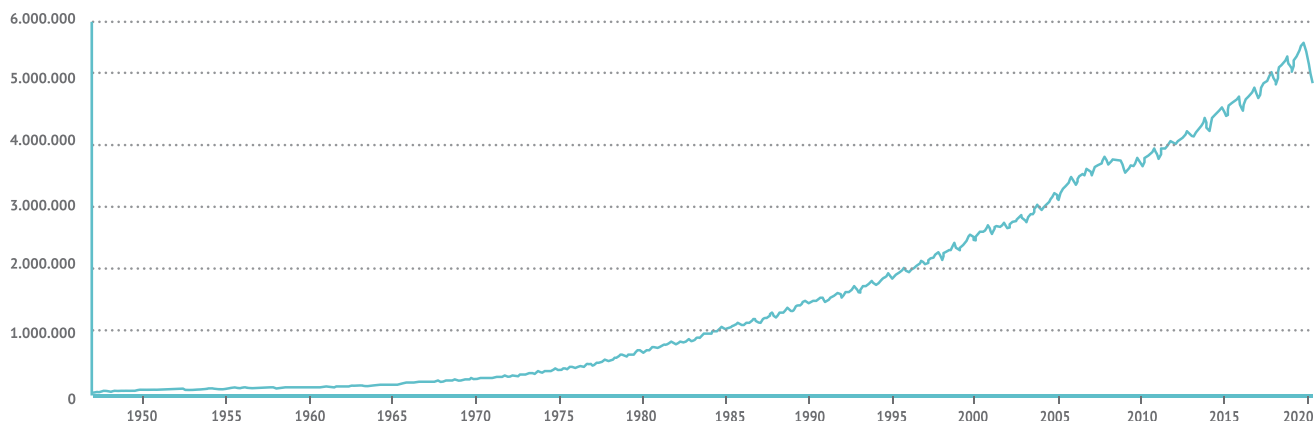
Main Street, o Calle Principal en español, es un término que tiene su origen como la calle principal de los pueblos donde se centra la actividad económica y comercial, en especial en pueblos rurales. Mientras que Wall Street, deriva su nombre de la Calle Wall, en Nueva York. Es aquí dónde comenzó la industria financiera en Estados Unidos en 1792 con la firma del Buttonwood Agreement, antecesor de lo que hoy llamamos el New York Stock Exchange. Este documento firmado por los primeros 24 traders y stockbrokers de valores, delimitó las primeras reglas y acuerdos que todos debían de seguir al intercambiar valores. Con el pasar de los años y el boom financiero, hoy en día Wall St. es el mayor hub financiero en el mundo, hogar de las mayores bolsas de valores, el New York Stock Exchange y NASDAQ, tanto como las mayores firmas y casas de bolsas-como para prestigiosos bancos de inversión y comerciales.

Main Street es normalmente utilizado para describir a los pequeños negocios de manera colectiva, tanto como para referirse al ciudadano medio americano que no tiene extensos conocimientos financieros ni de la bolsa, pero que participa en ella. Mediremos el desempeño de Main Street a través de la economía actual, el Producto Interno Bruto Nominal (PIBN) en este caso. Mientras que Wall Street es utilizado para representar a los gigantes del mercado bursátil, a los tiburones, a los holdings y funds valuados en 10 o más dígitos. Aquellos con extensos

conocimientos y desempeño en la bolsa. Wall Street es medido por el Standard & Poor's 500 Index (S&P 500). Main Street es Juan Pueblo y Wall Street es Warren Belfort, usaremos este nombre compuesto de las figuras más conocidas de Wall St: Warren Buffet y Jordan Belfort.

Mientras que existe cierto desprecio y rivalidad entre ambos, Juan Pueblo llama a Warren Belfort un tacaño, ladrón y corrupto con olor a azufre apostando sin sentido en la bolsa. Warren Belfort lo llama un simple ignorante que apuesta sin saber en un juego al cual no pertenece. Pero ambos se necesitan, Wall St. depende de que Juan Pueblo ponga su dinero y ahorros en la bolsa. Juan Pueblo lo hace ya que el mercado bursátil genera mayores intereses que las otras alternativas convencionales, a mayor riesgo.

Las dos variables que estaremos utilizando son: el Producto Interno Bruto Nominal (PIBN) que mide la producción de bienes y servicios finales en valor monetario actual, en un determinado tiempo, dentro de las fronteras geográficas de una nación; y la Standard & Poor's 500 Index (S&P 500) creado por Dow Jones Indexes en 1957, basada en la capitalización bursátil de las 500 grandes empresas que cotizan en el NYSE y en NASDAQ. El PIBN mide la producción de la economía entera, y el S&P 500 podríamos decir que mide el valor futuro de la economía, basándose en expectativas y pronósticos del futuro desempeño de algunos de los agentes más grandes de la economía que cotizan en la bolsa.

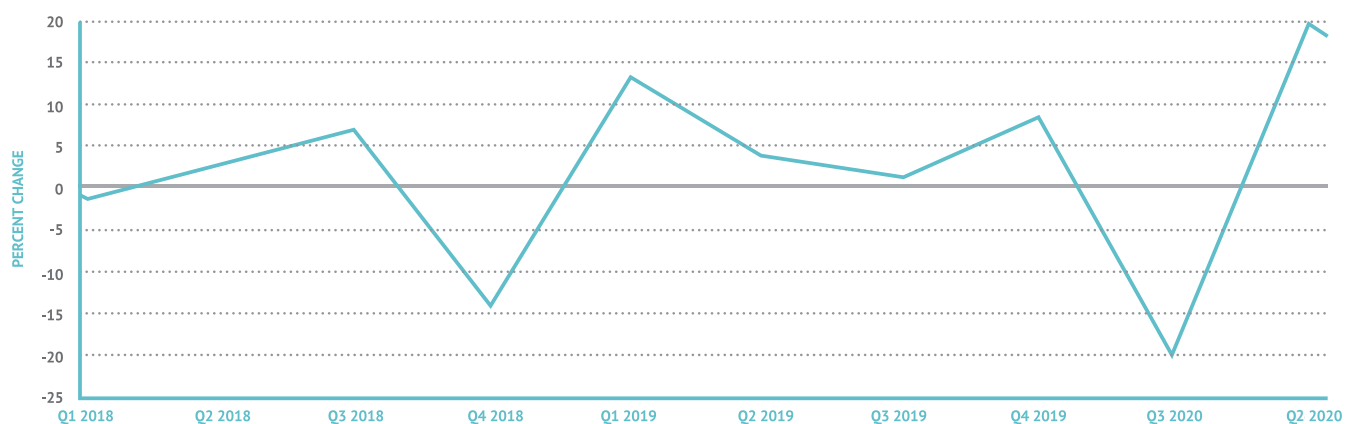


FUENTE: *Tabla del PIBN en millones de dólares (1947-2020/07)*

En el primer cuatrimestre del 2020, la S&P 500 sufrió un impacto negativo del 19,6% y el PIBN una recesión del 3,4%. Luego, en el segundo cuatrimestre, la S&P 500 vio el efecto rebote en efecto con una expansión del 25%, con algunas empresas como Tesla, que pasó a ser la empresa con mayor valuación de la industria automotriz, pasando de \$ 90 por acción a inicio de año a \$ 250 en julio y luego a \$ 450 en octubre. Una historia totalmente distinta a la del PIBN que continuó en descenso con un 9,5%, la mayor recesión cuatrimestral en la historia de los Estados Unidos desde que se observa esta variable económica, en 1947. Cerrando así el primer semestre con un 9% positivo neto para Wall St. y un 12,9% negativo para Main St.

La Fed, al ver la inminente crisis, decidió sacar un paquete estimulador de \$1.500 miles de millones para prevenir una caída total de los mercados en marzo, mantener la liquidez, mantener activa

a la bolsa de valores y prevenir una catástrofe financiera. Con la inyección de dinero en los repo markets, los repos son un bien financiero que consta de que la Fed compra valores a instituciones financieras y luego las re-vende con intereses a las mismas instituciones. Esto provee liquidez y dinero en mano a las instituciones para que continúen actuando de manera habitual en el corto plazo. Otros mecanismos utilizados fueron préstamos a bajas tasas de interés a empresas y cheques de estímulo de \$1.200 a adultos y \$500 por menor de edad, estos cheques estimulantes fueron pagados directamente a 153 millones de habitantes. Esto previno la mayor caída de la bolsa de valores desde el Black Monday de 1987, cortando la caída inmediata a la mitad y pavimentando el camino a la restauración del mercado bursátil. La cual en octubre está mejor que a comienzo de año.



FUENTE: *Tabla del S&P 500 en cambio porcentual cuatrimestral (Q1 2018-Q2 2020)*

“Mientras que existe cierto desprecio y rivalidad entre ambos, Juan Pueblo llama a Warren Belfort un tacaño, ladrón y corrupto con olor a azufre apostando sin sentido en la bolsa. Warren Belfort lo llama un simple ignorante que apuesta sin saber en un juego al cual no pertenece. Pero ambos se necesitan”

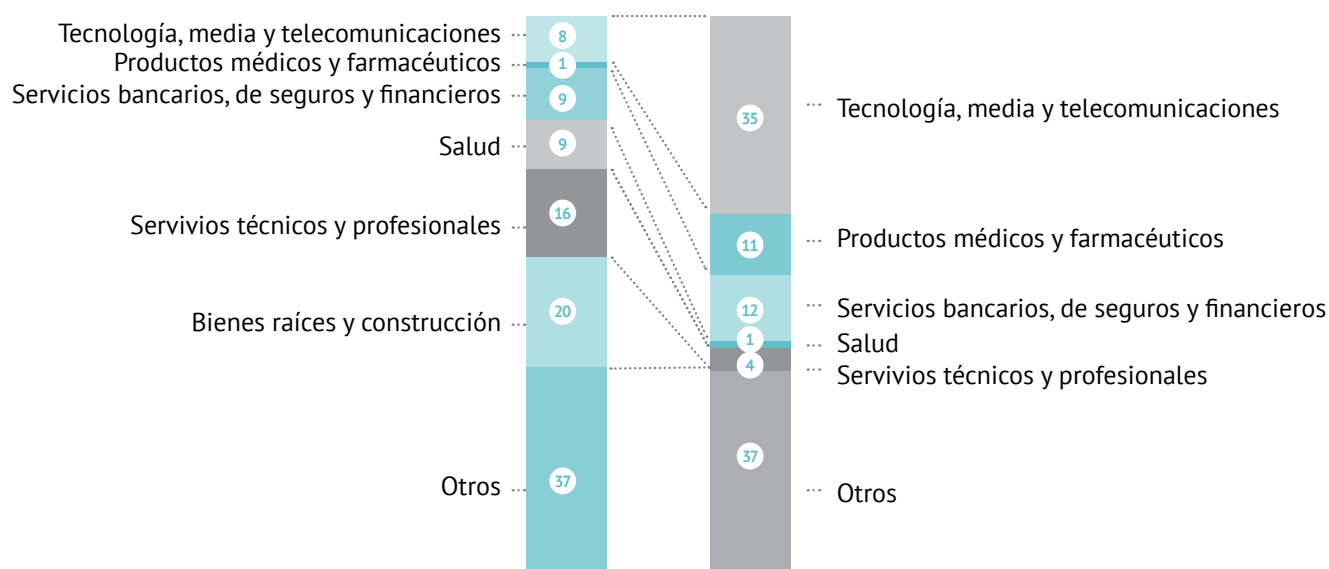
“Debido a las protestas civiles, a consecuencia de la muerte de George Floyd, se ha visto el mayor cobro de seguros a causa de daños causados por alborotos en la historia, pasando el billón de dólares, afectando a muchos negocios locales y la polarización política por las elecciones generales.”

La diferencia inicial entre las cifras negativas podemos también atribuir a la volatilidad del mercado bursátil debido a las expectativas de tanto Juan Pueblo como de Warren Belfort. El panorama futuro en el primer cuatrimestre, y más específicamente cuando llegó el Covid a EE.UU. en febrero, previo a la intervención de la Fed, no se veía para nada bien. Estados Unidos venía de un panorama completamente distinto con expectativas de continuar el crecimiento reciente, pero una falla de mercado externa sacudió a la economía sin dar previo aviso. Inicialmente el PIBN sufrió, pero a no tan grande escala debido a que ciertas industrias como la del turismo y la manufacturación seguían funcionando. Pero para el segundo cuatrimestre éstas ya habían parado completamente, como la industria de \$126 mil millones de los cruceros, una industria completamente varada. Las grandes industrias manufactureras, tanto como las aerolíneas han parado sus operaciones completamente o parcialmente, llevando la cadena producción a un pare a lo largo de EE.UU. y del mundo.

Las micro y pequeñas empresas trataron de solventar sus gastos con los pocos ahorros que tenían y luego con la mano, o más bien bolsillos de la Fed. Tuvieron que mandar a sus casas a los empleados, o directamente despedirlos o suspenderlos, y recurrir al sistema de delivery y ventas online ya que en la mayoría de los estados habían restricciones estatales que prohibían o limitaban los espacios de ventas presenciales. Esto desencadenó un dominó a inicios de marzo continuando hasta ahora, en el cual 43% de las pequeñas empresas a lo largo del país cerraron

temporalmente, despidiendo el 39% de su mano de obra y con el mediano de ahorros para tan solo subsistir 2 semanas sin ingresos. El 58% de los dueños estimaban a mediados de julio que tendrán que cerrar permanentemente. Sumado a esto, las protestas civiles, a consecuencia de la muerte de George Floyd, se ha visto el mayor cobro de seguros a causa de daños causados por alborotos en la historia, pasando el billón de dólares, afectando a muchos negocios locales y la polarización política por las elecciones generales.

Como la S&P 500 mide a las 500 empresas más significativas y no representa al mercado íntegramente, ya que no todas las empresas cotizan en la bolsa (2.800 en el NYSE y 3.300 en NASDAQ), contrastando a las 10,75 millones de empresas registradas en EE.UU. De las 500 empresas medidas por el S&P 500 tan solo 30 cubren el 30% del mercado bursátil total. Podemos ver la incidencia de las empresas a las cuales les han ido bien durante la pandemia, principalmente las TMT: tecnología, media y telecomunicaciones. Gracias al encierro de la población en sus casas y la adopción del home-office por la gran mayoría de las empresas, las TMT han llegado a un consumo digital récord, tanto como los pedidos online. Tomemos a 5 empresas de este sector: Alphabet (Google), Amazon, Apple, Facebook y Microsoft. Este puñado de empresas pasó de ocupar tan solo el 2% del mercado en 1995 a 16% en 2020. Sacando a estas 5 compañías, el crecimiento del S&P 500 sería de tan solo un 3% positivo neto, y sin todas las TMT, no habría crecimiento, la tasa sería del 0% por el semestre.



FUENTE: *Tabla comparando las contribuciones al PIBN y la cuota del mercado total por sector.*

Culminando así, podemos diferenciar ambos mercados: Wall St. con su falta de representatividad (midiendo tan solo a aproximadamente 0,0000001% de las empresas americanas), a flote en parte gracias a las inyecciones del gobierno, aportes salvadores de las TMT y su enfoque a largo plazo; contrastando a Main St. que estudia más bien la producción, con las pequeñas empresas solventando sus gastos diarios de su propio bolsillo (y algunas afortunadas el de la Fed), con las fábricas y grandes industrias de producción varadas. Teniendo en cuenta también la inestabilidad política y falta de seguridad nacional que se suman a los acontecimientos del 2020, podemos observar el comportamiento de ambos mercados bajo situaciones de mucho estrés. Con las elecciones todavía en el horizonte y la pandemia a lo grande, está en el aire todavía en qué grado van a afectar a largo plazo estos factores a Estados Unidos como al mundo.

BIBLIOGRAFÍA

Bureau of Economic Analysis. National Income and Product Accounts. U.S. Department of Commerce.

<https://apps.bea.gov/iTable/iTable.cfm?reqid=19&step=2#reqid=19&step=2&isuri=1&1921=survey>

Jones, Chuck (31 de julio de 2020). Ignore GDP Plunging 33%. Pay Attention to the 9.5% Decline. *Forbes*

<https://www.forbes.com/sites/chuckjones/2020/07/31/ignore-gdp-plunging-33-pay-attention-to-the-95-decline/>

Hansen, Sarah (12 de marzo de 2020). Fed Injects \$1.5 Trillion to Prop Up Crashing Markets. *Forbes*.

<https://www.forbes.com/sites/sarahhansen/2020/03/12/fed-injects-15-trillion-to-prop-up-crashing-markets/#3889dbef6adb>

Bureau of Economic Analysis (30 de enero de 2020). Gross Domestic Product, Fourth Quarter and Year 2019 (Advance Estimate).

<https://www.bea.gov/news/2020/gross-domestic-product-fourth-quarter-and-year-2019-advance-estimate>

H, Plecher (15 de julio de 2020). Unemployment rate in the United States 2019. Statista.

<https://www.statista.com/statistics/263710/unemployment-rate-in-the-united-states/>

The Florida-Caribbean Cruise Association (2018). Cruise Industry Overview.

<https://www.fcca.com/downloads/2018-Cruise-Industry-Overview-and-Statistics.pdf>

Bartik, Bertrand, Cullen, Glaeser, Luca y Stanton (28 de julio de 2020). The Impact of COVID-19 on Small Business Outcomes and Expectations. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America (PNAS)*.

<https://www.pnas.org/content/117/30/17656>

July 2020 Small Business Coronavirus Impact Poll (29 de julio de 2020). U.S. Chamber of Commerce.

<https://www.uschamber.com/report/july-2020-small-business-coronavirus-impact-poll>

Kingson, Jennifer (16 de septiembre de 2020). \$1 Billion-Plus Riot Damage is Most Expensive in Insurance History. *Axios*.

<https://www.axios.com/riots-cost-property-damage-276c9bcc-a455-4067-b06a-66f9db4cea9c.html>

Miembro
Sodeuc

Isaac Matías Gutiérrez Brugada

Isaac Gutiérrez Brugada es alumno de 2do curso de la carrera de Economía en la Universidad Católica. Actualmente trabaja como Asistente de Dirección en Francisco Gutiérrez Consultores y Secretario General de la SODEUC. Culminó con honores un curso sobre mercados financieros de la Universidad de Yale. Sus intereses son la tecnología y el mercado de valores.

UN PGN **CLAVE**



La pandemia de coronavirus ha significado un severo golpe para la economía paraguaya, en general, y para las cuentas fiscales, en particular. La caída de ingresos fiscales, el incremento de los gastos corrientes para combatir los efectos de la pandemia y el fuerte endeudamiento para financiar un elevado déficit fiscal son solo algunos de los efectos nocivos de esta crisis sanitaria. Más específicamente, el déficit acumulado durante los ocho primeros meses del presente año cerró en un monto equivalente al 3.4% del PIB (o 5,1% del PIB en los últimos doce meses). En cuanto a los ingresos, las recaudaciones obtenidas por la Secretaría de Estado de Tributación (SET) registran una caída interanual de casi 12% en el acumulado de enero a agosto y las de Aduanas se redujeron

cerca de 11% durante ese mismo periodo. Paralelamente, se observó un significativo aumento de los gastos corrientes (11% interanual en el acumulado de los ocho primeros meses), explicada en buena parte por las diferentes medidas implementadas en el marco de la ley de emergencia, incluyendo mayores transferencias sociales y aportes de capital a entidades públicas.

La recuperación de los ingresos fiscales, la eliminación gradual de algunos gastos corrientes por su naturaleza transitoria, el elevado nivel de gastos de capital en el segundo semestre del año anterior que difícilmente se supere y la negativa del Congreso de autorizar un endeudamiento por encima de lo contemplado en la ley de

“Se proyecta que el déficit de la Administración Central a fines de año sería cercano al 6% del PIB. Este nivel de déficit se encuentra por debajo al que se observaría en otros países de la región. Pero para estándares paraguayos es un nivel muy elevado...”

emergencia harían que el déficit fiscal anualizado se establezca en niveles cercanos al actual en los próximos meses. Por este motivo, se proyecta que el déficit de la Administración Central a fines de año sería cercano al 6% del PIB. Este nivel de déficit se encuentra por debajo al que se observaría en otros países de la región. Pero para estándares paraguayos es un nivel muy elevado, que puede llevar a una situación de insostenibilidad fiscal si no es corregido a tiempo.

Por ese motivo, la aprobación de un Presupuesto General de Gastos de la Nación (PGN) para 2021 razonable, financiable y que implique el inicio de la consolidación fiscal será clave para se mantengan las perspectivas económicas positivas del país. El Poder Ejecutivo ha presentado un proyecto de PGN que contempla un déficit del 1,5% del PIB, en línea con la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF). No obstante, el Ministerio de Hacienda solicitó en el proyecto una nueva excepción a dicha regla para que el saldo rojo pueda extenderse hasta el 4% del PIB. Esta aparente contradicción se explica básicamente por dos factores. Primero, el presupuesto presentado, y que respeta el límite máximo de déficit establecido en la LRF, no contempla la ejecución (y pago) de varias obras públicas que ya están en andamio y que impactarán en el balance fiscal del año venidero. Por ejemplo, las obras que están siendo construidas bajo la modalidad llave en mano como la Ruta Bioceánica. Segundo, los ingresos previstos estarían sobreestimados. Por ejemplo, existe un monto importante bajo el rubro “Otros Ingresos” que son ingresos no especificados y que serán de difícil realización. Estos dos factores harán que el déficit a fines del 2021 supere fácilmente el límite del 1,5% del PIB.

Sin embargo, con un déficit fiscal proyectado menor al 6% del PIB en el año 2020, sería más prudente y adecuado que el objetivo fiscal del gobierno se ubique cercano al 3% del PIB de déficit para el año próximo. Esto indicaría claramente a los agentes económicos que el gobierno ha comenzado un proceso serio para recomponer gradualmente el espacio de maniobra fiscal perdido durante la recesión creada por la pandemia. Con una recuperación económica mejor a la prevista inicialmente, empieza a ganar mayor peso el objetivo de iniciar la consolidación fiscal (y monetaria) versus un objetivo de mantener políticas macroeconómicas laxas que actúen de forma contracíclica. En ese sentido, el gobierno debería presentar en la brevedad su plan para la convergencia en el tiempo al límite máximo establecido en la LRF. Un punto importante es que dicha convergencia no debería darse en un plazo superior al término de este gobierno (es decir, 2023). Tanto la aprobación de un PGN razonable financieramente como el plan de convergencia serán elementos fundamentales que permitirán mantener -o no- la calificación de la deuda soberana del país que realizan regularmente las calificadoras de riesgo internacionales.

Carlos Fernández Valdovinos

Carlos Fernández Valdovinos fue Presidente del BCP entre 2013 y 2018. En el 2017 fue electo miembro de la Junta de Gobierno del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) para el período 2015-2017 y representó a Paraguay en la Junta Directiva del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) entre 2014 y 2018. También se desempeñó como Gobernador del Fondo Monetario Internacional y miembro del Equipo Económico Nacional. Antes de unirse al BCP, trabajó en el Banco Mundial y en el FMI en Washington D.C. En esta última institución fue Representante Residente para Brasil y Bolivia.

¿Puede su abogado
**CAMBIAR EL
MUNDO?**

Seguramente sus abogados son hombres y mujeres inteligentes, agudos, trabajadores y conocen las leyes. Quizás también son educados y cultos. Algunos abogados incluso, son todo eso y además, buenas personas. Hasta algo idealistas.

La cuestión que me interesa, no obstante, no implica ninguna alusión personal, sino un problema más general. Para decirlo rápidamente: la educación jurídica tradicional enseña leyes, decretos, constituciones. Conjuntos de reglas, grupos variados de normas. Pero al menos muchas veces, lo que importa a los seres humanos son los hechos. Alguna porción de ese conjunto desmesurado de hechos al que llamamos “el mundo”. Las normas,

entonces, interesan apenas como instrumentos tendientes a que ciertos hechos sucedan o no sucedan. Esa relación entre las leyes y esos efectos prácticos, sin embargo, no es un tema de estudio específico y sistemático en la educación jurídica clásica.

Una anécdota puede mostrar mejor a qué me refiero. Apenas sancionada la reforma de una ley muy importante para la economía y el

“Es difícil resistir el sueño de cambiar el mundo. Algunos quisieran un mundo más igualitario, aún a costa de alguna libertad y otros, uno más libre, aún en desmedro de la igualdad.”

desenvolvimiento de los negocios, pregunté a un profesor de la especialidad (serio, riguroso, erudito), si esa reforma había mejorado la ley. Muy seguro, me explicó que sí, porque ciertos artículos habían quedado redactados de un modo cercano al pensamiento más moderno en la materia. Mi pregunta, advertí, no había sido clara. Insistí. Pregunté entonces si la reforma iba a promover hechos diferentes y mejores. Estas cuestiones –lo sabemos– son espinosas. Para algunos un cambio en la distribución de la riqueza es una mejora y para otros, una catástrofe. Pero más allá de toda valoración, mi interés principal era conocer cuáles eran las consecuencias previsibles de esa reforma legal. Y se lo preguntaba a un experto en leyes.

Su reacción fue reveladora. Después de un instante de desconcierto, atinó a decir: “No sé. Nunca me puse a pensar esas cosas...”.

Esa respuesta no es una excepción. Los debates sobre la bondad de las leyes, normalmente no involucran consideraciones sistemáticas sobre sus consecuencias. No se trata de que su impacto resulte indiferente a los abogados, sino que suelen pensar en esas cuestiones sólo como personas cultas, inteligentes e intuitivas, pero no como profesionales entrenados para intentar predecir tales efectos a través de métodos orgánicos y racionales. La intuición a veces parece una guía suficiente: se suele dar por sentado, por ejemplo, que prohibir una conducta indeseable, desalentará que se lleve a cabo. Pero la cuestión tiene recovecos mucho menos visibles. Los detalles de esa prohibición, por caso, son cruciales. ¿Sólo un funcionario podrá sancionar a quien transgrede la norma o podrá la víctima reclamarle una indemnización? ¿Qué será necesario para tener por acreditada la infracción? ¿Qué tasa de interés se aplicará a una

eventual indemnización? Todas estas cuestiones generarán incentivos diferentes, e impactarán de modo determinante en la cantidad y magnitud de esos hechos indeseables.

El Análisis Económico del Derecho, en la versión modesta e instrumental que me interesa referir, simplemente procura sustituir a la intuición por un estudio sistemático del impacto de las normas en la conducta humana y en el mundo. Proveer un instrumento que amplíe la caja de herramientas de los abogados, jueces y funcionarios. En América Latina, aun en una fase incipiente, cada vez existen más cursos, publicaciones y conferencias sobre la materia. En algunas pocas instituciones de Brasil y la Argentina (en la Universidad Nacional del Sur de Bahía Blanca, y en algunas de la Ciudad de Buenos Aires), incluso, ya se dictan maestrías íntegramente dedicadas a la disciplina.

Es difícil resistir el sueño de cambiar el mundo. Algunos quisieran un mundo más igualitario, aún a costa de alguna libertad y otros, uno más libre, aún en desmedro de la igualdad. Pero en todos los casos, los hechos –los componentes del mundo–, importan. Sean homicidios o salarios; empleos o desastres ambientales.

Para cambiar el mundo, se decía, sólo se necesita amor. Quizás sea conveniente, también, estudiar cómo reaccionamos los habitantes de este planeta imperfecto, ante las leyes.

Hugo A. Acciarri

Acciarri es director del Programa de Derecho, Economía y Comportamiento y profesor de posgrado de análisis económico del derecho en la Universidad Nacional del Sur, Bahía Blanca y Universidad de Buenos Aires, entre otras

NOBEL DE ECONOMÍA

para el Diseño de Subastas

No debe ser sorpresa que la Teoría de Juegos logró un espacio importante dentro de la Ciencia Económica. Los recientes ganadores del Nobel, Paul Milgrom y Robert Wilson —por los aportes a la teoría de subastas y la creación de nuevos formatos— ahora forman parte de la selección de especialistas en Teoría de Juegos que cuentan con este anhelado premio. No olvidemos que esta selección comenzó en 1994 con los laureados Harsanyi, Nash y Selten.

Al leer que un bien será subastado nos imaginamos una gran sala con muchas personas y un señor con un martillo de madera incitando a mejorar las ofertas por el bien en cuestión. Este tipo de mecanismo es muy antiguo —en el Reino Antiguo de Egipto y en el Imperio Romano se subastaban los bienes adquiridos de la guerra— pero recién a mediados del siglo XXI la teoría económica empezó a estudiar con rigurosidad las subastas.

La idea que la libertad para comerciar y la propiedad privada son los pilares del bienestar general fue defendido por los pensadores de

la Escuela de Salamanca en los siglos XVI y XVII, y por intelectuales liberales como John Locke y Adam Smith en el siglo XVIII. Recién a fines de la década del cincuenta, Arrow y Hurwicz desarrollan la teoría axiomática de la formación y evolución de los precios que a la vez hace coincidir los intereses con los requerimientos y las necesidades individuales, logrando que la sociedad entera sea la beneficiada. Sin embargo, este resultado solo es posible cuando las decisiones particulares no tienen efecto sobre las demás (no surge el comportamiento estratégico). En el caso que el contexto sea diferente (existencia de externalidades, de bienes públicos, de bienes indivisibles, entre otros) la profesión se preguntó si sería posible diseñar algún mecanismo que promueva el bienestar general.

El interés por las subastas es que se trata de un mecanismo que permite asignar uno o varios bienes pero que a la vez impide la colusión de los participantes sin que esto restrinja su libertad en el momento que cada uno tome una decisión, es decir, es un mecanismo particular

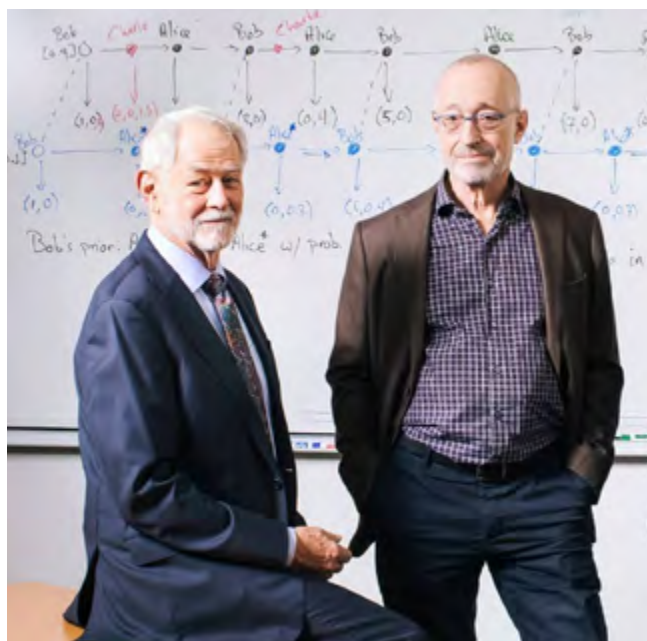
de mercado. En la década del sesenta, Vickrey mostró que todas las subastas son equivalentes en el sentido que generan la misma recaudación, siempre que las valoraciones privadas sobre los bienes sean independientes, lo que sucede con los bienes de consumo final como los objetos de arte. Entre la década del sesenta y setenta, los trabajos de Wilson mostraron que si las valoraciones son interdependientes, como los derechos de explotación de un recurso natural o los bonos del Estado, el diseño de la subasta con un mecanismo de revelación parcial de la información privada puede lograr que el resultado sea afín al resultado de competencia perfecta: que los ganadores sean aquellos que poseen una mayor valoración lo que permite obtener una mayor recaudación junto con un aumento del bienestar de los consumidores finales. En este punto el trabajo de Milgrom en la década del ochenta muestra que las subastas ascendentes y con la opción de contraofertar genera la información suficiente e induce a mayores ofertas.

Sin embargo, aún existía cierta suspicacia sobre la importancia de la Teoría de Juegos en el

perfeccionamiento de las subastas. Fue en 1994 que Milgrom, Wilson y McAfee crearon la Subasta Simultánea de Múltiples Rondas de las licencias del espectro radioeléctrico en los Estados Unidos. Debido a su éxito este nuevo formato fue ejecutado en muchos países desarrollados. Anteriormente, estas licencias eran asignadas por una mesa de funcionarios públicos, un mecanismo simple pero de resultados precarios (corrupción de funcionarios que a la vez genera pocos ingresos al estado y ganadores del proceso que valoran muy poco el bien subastado o cuyo único interés es la especulación financiera de la licencia, ambas situaciones solo perjudican a los consumidores finales al recibir una calidad mediocre del servicio).

Actualmente, las subastas en Paraguay están concentradas en la emisión de deuda pública y privada; sin embargo, se podría diseñar nuevos formatos de subastas para la concesión de las líneas de transporte urbano, la adquisición pública de medicamentos, la entrega de fondos al sector bancario que deben ser canalizados para combatir los efectos de la pandemia como se hizo con éxito en Chile y Perú (la subasta generó una competencia ex ante tanto en la tasa de interés para el beneficiario como en el número de carpetas aprobadas). Además, la subasta permitiría obtener resultados cercanos al libre mercado en el caso de la adquisición de soja por parte de las empresas agroexportadoras, dado que en ese sector, los premios no son fijados por mecanismos de mercado. En general, el diseño y aplicación de nuevos formatos de subastas debe ser visto como un mecanismo complementario de la competencia perfecta en su búsqueda por aumentar el bienestar general, es decir, los problemas en algunos mercados se resuelven con más economía y no con menos.

FOTO: Paul Milgrom y Robert Wilson, Premio Nobel de Economía



José Tello

Doctor en Economía por la Pontificia Universidad Católica de Chile. Desde 2016 es profesor de la Universidad Católica "Nuestra Señora de la Asunción". Ha sido profesor de Economía en Chile y Perú. Áreas de investigación: Economía Política, Econometría de Series de Tiempo y Política Fiscal.

UNA LEY TRIBUTARIA

MODERNA Y SIMPLIFICADA

A finales del 2019 se promulgó la Ley N° 6.380/19, la cual lleva por nombre “De Modernización y Simplificación del Sistema Tributario Nacional”, pero ¿qué específicamente se moderniza y qué se simplifica? A continuación, vamos a hacer un breve repaso histórico de nuestro Sistema Tributario y también vamos a dar una mirada al futuro del derecho tributario paraguayo.

Modernización

En los treinta años de la era democrática del Paraguay iniciada en 1989, hemos visto al Sistema Tributario Nacional¹ modificarse sustancialmente en cuatro oportunidades:

1. La primera, con la incorporación de la Ley N° 125/91 “Que establece el nuevo régimen tributario”, la cual demarcó la estructura de nuestro ordenamiento tributario hasta inclusive la fecha de hoy;
2. La segunda, mediante una profunda reforma introducida por la Ley N° 2.421/04 “De reordenamiento administrativo y adecuación Fiscal”;
3. La tercera, a través de la incorporación de numerosos cambios al Impuesto al Valor Agregado (IVA) y al extinto Impuesto a la Renta de Actividades Agropecuarias (IRAGRO) mediante la Ley N° 5.061/13; y

4. La última, mediante la Ley N° 6.380/19.

Entre la primera y segunda reformas tuvieron que transcurrir 13 años, entre la segunda y tercera vimos pasar 9 años, y finalmente entre la tercera y la última, se necesitaron 6 años para que se introdujeran nuevos cambios. Pero: ¿Por qué es tan necesario el cambio evolutivo en el derecho tributario? Veamos unas ideas:

La modernización legislativa es el resultado positivizado de la evolución de las normas jurídicas pasadas, a normas acordes a la economía y negocios actuales. En los años 1991 y 2004 no existía la tecnología blockchain, no existían la mayoría de las aplicaciones FinTech ni tampoco los novedosos instrumentos financieros con que contamos hoy; tampoco existían Uber, Spotify, Airbnb, Netflix y muchos otros servicios digitales similares.

A medida que la economía, el mundo financiero y los negocios avanzan, la legislación tributaria

¹ El presente análisis se limita a los tributos internos; por tanto, no se contemplarán los tributos aduaneros, municipales ni otras tasas ni contribuciones públicas especiales.

A black and white photograph showing a hand holding a receipt or document over a larger document. In the foreground, a portion of a calculator is visible. The background is blurred, showing more documents and a person's arm.

“La modernización legislativa es el resultado positivizado de la evolución de las normas jurídicas pasadas, a normas acordes a la economía y negocios actuales.”



también debe madurar y entender los nuevos procesos y negocios, para poder entresacar las riquezas privadas de manera justa y equitativa, y entregarlas al Fisco, quien finalmente redistribuirá los ingresos tributarios en servicios públicos de calidad. Al menos así está formulado el “contrato social” que nuestra Constitución de la República denomina Estado Social de Derecho.

Si bien los pilares de la economía paraguaya no se han modificado sustancialmente en los últimos 30 años, que son la ganadería y la producción agrícola, sí se han sumado nuevas figuras legales y financieras al sector de los servicios, el cual también aporta su interesante alícuota de ingresos a las arcas fiscales.²

Es a esta ola de modernización a la que la Ley N° 6.380/19 ha apuntado sumarse, incluyendo nuevas disposiciones para aumentar los ingresos fiscales, como las regulaciones de

precios de transferencia³ en el Impuesto a la Renta Empresarial (IRE), normas anti-elusión contenidas en el Impuesto a los Dividendos y Utilidades (IDU)⁴ y la extensión del principio de la fuente territorial a la renta mundial (aunque limitada), creando así un principio de la fuente híbrido del IRE, el cual ha sido sabiamente acompañado con disposiciones que pueden ser caracterizadas como medidas unilaterales para evitar la doble imposición internacional y la doble no imposición,⁵ entre otras.

Por otro lado, también se ha incorporado una disposición que beneficia y fomenta las inversiones, la cual permite que, quien invierta y pierda dinero durante los primeros años del emprendimiento (lo cual es completamente normal), pueda distribuir esas pérdidas en el tiempo, a fin de no cargar con todo el peso de los resultados negativos en un único ejercicio fiscal.⁶

² Un estudio del año 2016 demuestra como el sector agropecuario aportó en el período 2010-2014 el mayor porcentaje de PIB. No obstante, en un cómodo segundo puesto se ubica el sector de servicios. Ver: Borda, Dionisio; Caballero, Manuel, “Eficiencia y equidad tributaria. Una tarea en construcción” en Población y Desarrollo, (Centro de Análisis y Difusión de la Economía Paraguaya, Asunción: 2016), pp. 81-91: 88.

³ Normas Especiales de Valoración de Operaciones, arts. 35 al 39 de la

Ley N° 6.380/19.

⁴ Por ejemplo, el cuarto párrafo del art. 40 de la Ley N° 6.380/19.

⁵ De acuerdo al último párrafo del art. 6 y al art. 134 de la Ley N° 6.380/19.

⁶ La doctrina internacional denomina a esta compensación a posteriori de pérdidas fiscales como “carry forward”, contenido en el art. 18 de la Ley N° 6.380/19.

En este punto, y para concluir esta primera sección, es dable señalar que el derecho tributario goza de importantísimos “mecenas” doctrinarios y académicos, incluyendo organizaciones internacionales e intergubernamentales especializadas en la creación de políticas públicas de carácter fiscal, que buscan impulsar el desarrollo y actualización del derecho tributario frente a los constantes avances agigantados del mundo de los negocios y la tecnología. Entre estas organizaciones, podemos citar a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y a la Organización de las Naciones Unidas (ONU), quienes investigan y producen profusas fuentes doctrinarias de alto rigor científico. Y es notable ver cómo el Paraguay se ha acercado a estas instituciones, especialmente a la OCDE, y se ha comprometido en la modernización de su sistema tributario mediante la apropiación de normas actualizadas, fundadas en las experiencias de numerosos países.

El derecho tributario paraguayo está asomando la cabeza a la arena internacional, y ello es una buena señal de madurez. Los nuevos tiempos – y los nuevos desafíos – han llegado, y el Fisco debe saber cómo extraer la riqueza de los nuevos negocios mediante la imposición de tributos que no socaven los mismos ni limiten su potencial. El derecho tributario y la economía deben ir de la mano, y el primero nunca debe ser un ancla del segundo, sino un propulsor de su desarrollo.

Simplificación

Por último, la doctrina y el sentido común nos enseñan que las normas jurídicas deben ser entendibles, organizadas, efectivas e integradas,

especialmente las normas tributarias.⁷ La anterior legislación tributaria vigente distaba mucho de ser ordenada, clara y sencilla: una ley del año 1991 remendada y con parches legislativos posteriores, con reglas de impuestos utilizados de manera análoga con otros impuestos y adornada con vacíos legales; en fin, un texto que resultaba en un vía crucis para el embarullado exégeta.

Actualmente, la Ley N° 6.380/19 llegó para ordenar el sistema tributario paraguayo, separando los impuestos directos e impuestos indirectos de forma clara.

En primer lugar, la ley unificó los anteriores IRACIS, IRAGRO e IRPC en un único tributo llamado IRE (Impuesto a la Renta Empresarial), al cual incluyó dos regímenes simplificados denominados SIMPLE y RESIMPLE destinados a formalizar masivamente la economía subterránea y brindar soluciones fáciles y prontas para las medianas y pequeñas empresas.

Además del citado IRE, la nueva ley introdujo dos

“Los nuevos tiempos – y los nuevos desafíos – han llegado, y el Fisco debe saber cómo extraer la riqueza de los nuevos negocios mediante la imposición de tributos que no socaven los mismos ni limiten su potencial.”

⁷ Víctor Thuronyi, “Drafting Tax Legislation” [Diseñando legislación tributaria] en *Tax Law Design and Drafting* [Diseño y esbozado de legislación tributaria], ed. Víctor Thuronyi (La Haya, Países Bajos: Kluwer Law International, 2000), 72-73.



impuestos nuevos: el Impuesto a los Dividendos y las Utilidades (IDU) y el Impuesto a las Rentas de No Residentes (INR). Las disposiciones de dichos impuestos nuevos se encontraban anteriormente previstas en las reglas del IRACIS, lo cual causaba un desequilibrio de obligaciones frente a contribuyentes de los extintos IRAGRO e IRPC, quienes no se sometían al pago de determinadas tasas de impuestos que los contribuyentes del IRACIS sí debían cargar. Inclusive, las discusiones en este sentido alcanzaron a la Corte Suprema de Justicia, quien generalmente otorgaba la razón a los contribuyentes en la batalla de la igualdad tributaria.

La Ley N° 6.380/19 zanjó este problema mediante una extracción quirúrgica de estas normas relativas al pago de utilidades y a personas residentes fuera del Paraguay, y su posterior ascenso al rango de impuestos autónomos. Así, se pudo lograr claridad y equidad mediante la generalización de las normas.

El último impuesto directo reglamentado en la nueva ley es el Impuesto a la Renta Personal, el cual entró en vigencia en el Paraguay recién en el año 2012. Este impuesto también ha sido reformulado y se ha introducido una moderna técnica legislativa: la categorización de las rentas de las personas físicas y el otorgamiento de un tratamiento tributario diferenciado a los ingresos provenientes de servicios personales (rentas activas) de los ingresos provenientes de ganancias de capital (rentas pasivas). Esta reforma se alinea con principios internacionales de respeto y atención a la capacidad contributiva de cada individuo.

Finalmente, la nueva ley contempla los dos impuestos indirectos o al consumo, los cuales son el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y el Impuesto Selectivo al Consumo (ISC), e incorpora algunas novedades a cada tributo. En último lugar, la Ley establece un apartado final de disposiciones generales.



Sumario

El modelo tributario del Paraguay es altamente regresivo, lo cual significa que los mayores recursos tributarios del erario provienen de impuestos indirectos, es decir, los impuestos más “injustos”, pues los mismos no consideran la capacidad contributiva intrínseca del individuo.

La Ley N° 6.380/19 simplifica y ordena los impuestos internos e incorpora novedosas normas recogidas de la práctica y experiencia internacionales, y tiene como objetivo comenzar a revertir lentamente la regresividad del sistema tributario nacional, lo cual se traducirá en mayor justicia distributiva. No es una tarea fácil, no será la Ley N° 6.380/19 la única herramienta que podrá culminar esta tarea; pero podemos verla como un primer gran paso en la ardua tarea de la “transición” a un sistema más desarrollado.

Estudiemos la Ley N° 6.380/19 y entendámosla. Solamente ello nos permitirá formularnos interrogantes desde la producción científica y la academia, apuntadas a mejorar constantemente la norma y adaptarla a los dinamismos y desafíos de las economías actuales.

Abg. Luis Carísimo

Abogado por la Universidad Católica de Asunción (2013). LL.M. por la Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg (2018). Docente en las cátedras de Análisis Económico del Derecho y de Derecho Tributario en la UCA. Gerente de Legales e Impuestos en Ernst & Young Paraguay.

⁸ Ver: Lea Giménez et al., “Paraguay: Análisis del sistema fiscal y su impacto en la pobreza y la equidad”, Tulane University – CEQ Institute: The CEQ Working Paper Series, Documento de trabajo Nr. 74 (2017): 8, <http://repec.tulane.edu/RePEc/ceq/ceq74.pdf>.



sodeuc.py



@sodeuc



Sociedad de Derecho
y Economía de la
Universidad Católica

www.sodeuc.org.py