



Universidad de San Andrés

Departamento de Derecho

Abogacía

**“Mercado de Capitales en Argentina: análisis de la Ley N° 26.831 y del proyecto de
reforma de la ley vigente”**

Autor: Francisco Garcia Medan

Legajo: 23335

Director de Tesis: Marina Bericua

Victoria, 27 de julio de 2017



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés
Departamento de Derecho

“Mercado de Capitales en Argentina: análisis de la Ley N° 26.831 y del proyecto de reforma de la ley vigente”

Autor: Francisco Garcia Medan

Legajo: 23335

Mentor: Marina Bericua

Victoria, 27 de julio de 2017

ÍNDICE

1. Introducción	3
2. Objetivo.....	5
3. Metodología	6
4. Mercado de capitales en Argentina	7
4.1 Instituciones del mercado de capitales argentino	7
4.2 Historia del mercado de capitales argentino	10
5. La Ley de Mercados de Capitales N° 26.831	14
5.1 Introducción	14
5.2 Autorregulación	15
5.3 Intervención estatal.....	16
5.4 El artículo N° 20 de la Ley de Mercado de Capitales	18
5.5 Sanciones de la CNV y su constitucionalidad.....	22
5.6 Desmutualización del mercado de capitales	26
5.7 Calificadoras de Riesgo	28
5.8 Resultados.....	30
6. Nueva Ley de Mercados de Capitales	33
6.1 Introducción	33
6.2 Modificación de ciertos artículos.....	34
6.2.1 Artículo 20.....	34
6.1.2 Vuelta al fuero comercial.....	35
6.1.3 Defensa de los sumariados.....	36
6.1.4 Autonomía de la CNV.....	37
6.3 Mejora en la transparencia para llegar al inversor internacional	38
6.4 Incorporación de nuevos artículos en paralelo con el Proyecto	41
6.4.1 Fondos de Inversión.....	41
6.4.2 Crowdfunding.....	44
6.4.3 Brokers internacionales.....	47
7. El nuevo mercado: BYMA	49
7.1 Federalización del Mercado	49
7.2 Fusión de los mercados	49
7.3 Mayor eficiencia	51
8. Marketing	52
8.1 Conexiones con otros mercados.....	52
8.2 Campañas de concientización ciudadana	53
8.3 El mercado en plataformas virtuales	53
9. Conclusión	56
10. Bibliografía	57

1. Introducción

Los mercados permiten el acceso al financiamiento por medio de la emisión de acciones como también de la emisión de deuda dentro del cual se encuentran los bonos, debentures y títulos públicos. Toda empresa puede financiarse tanto con acciones como con deuda, mientras que el Estado a nivel nacional, provincial y municipal lo hará mediante la emisión de bonos. Los mercados “contribuyen a que quien desee vender un activo siempre encuentre alguien que lo quiera comprar (...) a un precio justo formado de manera objetiva e impersonal” (Luciani, 1, 2012). Los inversores, por otro lado, pueden invertir en distintas empresas o en títulos emitidos por los Estados y bajo diferentes mecanismos mencionados. Estas alternativas de inversión surgen como una nueva opción ante el monopolio de los Bancos y los créditos que otorgan con condiciones que muchas veces suelen ser perjudiciales para los deudores. Adicionalmente, las empresas que deciden salir al mercado mejoran su imagen debido a que demuestran el compromiso por cumplir con distintas normas y estándares lo que genera confianza y transparencia. En este tipo de empresas, las sanciones por no cumplir con lo establecido en las normas: “(...) se expresa con sanciones no sólo en calidad de pena por violación de la ley, sino también y principalmente en pérdida del valor de las acciones o valores negociables emitidos” (Saravia Frías, 6, 2016). Así, resulta conveniente para las empresas y el Estado un mayor número de empresas listadas.

Actualmente, el stock de productos en el mercado de capitales es de 50.000 millones de dólares y se busca que para cuando finalice el gobierno de Mauricio Macri, este número se triplique¹. Para ello será clave la nueva Ley de Mercado de Capitales que se espera se sancione durante el año 2017 (“Nueva Ley de Mercado de Capitales”), que debería brindar nuevas herramientas para lograr mayores inversiones.

La Ley N° 26.831 (en adelante la “Ley de Mercado de Capitales”) fue sancionada en 2012 durante el segundo mandato presidencial de Cristina Fernandez de Kirchner, y buscaba una mayor intervención estatal en la Comisión Nacional de Valores (en adelante la “CNV”) como en las sociedades que cotizan en Bolsa al limitar la autorregulación. Los resultados no fueron los esperados, no se logró ningún incentivo ni tampoco se otorgó credibilidad para la inversión. No se supo aprovechar una gran oportunidad de crecimiento que se presentaba para el país debido a los altos precios de los commodities.

¹ Authers, John, “Las ventajas y los riesgos del mercado de capitales en Argentina”, El Cronista, 29 de septiembre de 2016

Las empresas que quieren participar en el mercado de capitales argentino tienen que enfrentar distintas barreras de entrada, y una de ellas es el alto grado de burocracia. De acuerdo a la Federación Mundial de Bolsas, solamente se dan 156.000² operaciones anuales en el país, cuya suma no representa ni el 1% del mercado brasilero en el cual se registran más de 20.000.000 anuales; y si se lo compara con Chile, tampoco llega al 50%, considerando, además que su economía y población es considerablemente menor que la de Argentina. Otra de las barreras que enfrentan estas compañías es la falta de incentivos para facilitar este tipo de inversión, es decir, tener medios simples para acceder a créditos. Todo lo contrario, se da un alto grado de burocracia haciendo el proceso engorroso, complejo, extenso y costoso. Adicionalmente, la normativa vigente da un alto grado de discreción a la CNV, lo cual otorga mucho poder al Estado e imprevisibilidad en el mercado. Un ejemplo de este alto grado de discreción permite al ente regulador, a través del artículo 20 de la ley vigente, interferir cuando lo crea necesario, pudiendo sancionar o intervenir en el directorio de las sociedades al nombrar un veedor que pueda regular el comportamiento de las mismas. Debido a la intervención y otros artículos como el que limita a las calificadoras de riesgo, se genera que no haya reglas claras y por ende tampoco incentivos a las partes para financiarse e invertir a través del mercado de capitales. Las políticas públicas produjeron efectos negativos en la economía nacional lo cual es un factor clave para el crecimiento de las distintas bolsas: “Siempre y cuando se pueda estabilizar la economía, la oportunidad es evidente. Los mercados inevitablemente se profundizarán, el sistema financiero se expandirá y quienes hayan invertido temprano sacarán provecho” (Authers, El Cronista, 2016).

Además, si hubiera mayor credibilidad e inversión, posiblemente nuestro mercado de capitales se establecería como emergente según el índice MSCI atrayendo nuevos fondos. El resultado de estas medidas y desincentivos ha sido que tanto los argentinos como extranjeros no tengan ningún tipo de interés en invertir en los mercados nacionales. Según distintos datos, un 95% (Información Global, 2016) del dinero invertido por argentinos en acciones se encuentra colocado en bolsas de EEUU. Marcos Ayerra, quien preside la CNV, busca que el ente regulador sea lo más autónomo y efectivo posible, ya que de esa manera el sistema también lo será. Un claro ejemplo de esto lo da el Proyecto de la Nueva Ley de Mercado de Capitales (en adelante el “Proyecto”) enviada al Senado al establecer que los pleitos de esta materia radicarán nuevamente en el fuero comercial y no en el contencioso, lo que busca dar mayor transparencia e independencia de los poderes políticos. La nueva norma es entonces una gran posibilidad para el país de afianzar el mercado de capitales a nivel nacional.

² Authers, John, “Las ventajas y los riesgos del mercado de capitales en Argentina”, El Cronista, 29 de septiembre de 2016.

2. Objetivo

El mercado de capitales argentino tiene un volumen muy inferior al de otros países de la región o con economías similares. Los datos mencionados anteriormente demuestran el poco movimiento que se da a nivel nacional.

Las razones por el cual se dan estos números son muchas como son la desconfianza de los inversores, las intervenciones estatales o la carencia de normas claras que regulen el comportamiento de las distintas partes entre otros. En el presente trabajo se tratarán distintos puntos desde un enfoque normativo que en un principio aparecen conflictivos pudiendo interferir con el correcto desarrollo del mercado de capitales. Debe resaltarse que nos concentraremos en la Ley de Mercado de Capitales ya que afecta directamente al ente regulador y en consecuencia, a los distintos participantes del mercado.

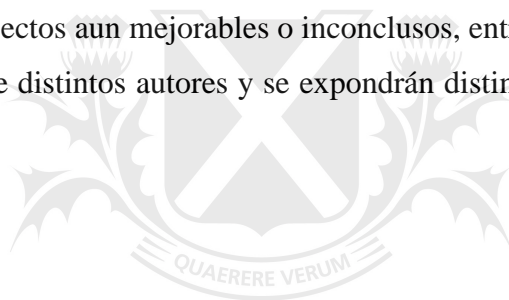
Muchos de estos inconvenientes a ser mencionados fueron tratados en la reforma del año pasado y que aún no fue decretada. A pesar de que todavía no posee fuerza de ley se analizarán las soluciones que fueron propuestas. La norma busca brindar una mayor seguridad jurídica al fortalecer las facultades de la CNV. Con ese fin buscara entre otros puntos reformar las demás normativas de asuntos relacionados con el mercado de capitales; modernizar todo el marco regulatorio de acuerdo a las tendencias internacionales. Por último, ya se concretó la idea de unificar y abrir nuevos mercados y Cajas de Valores en distintas ciudades del país para lograr una mayor federalización y llegar así a nuevos inversores en el interior del país bajo un nuevo mercado denominado BYMA. Esta idea se ve reflejada en el pensamiento de Adelmo Gabbi, presidente de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires: “(...) un esfuerzo del Merval y de la BCBA, junto con los mercados y las Bolsas del interior del país, con el objeto de constituir un mercado federal y popular receptivo de las inversiones nacionales e internacionales para el desarrollo de la Argentina” (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2017).

Como consecuencia, con estas modificaciones se busca que el país tenga una fuente de financiamiento importante capaz de otorgándole mayor independencia del crédito internacional, lo cual es muy positivo para la Argentina teniendo en consideración las elevadas tasas de interés debido a la mala reputación que ha tenido en los mercados internacionales en los últimos años. Adicionalmente, el trabajo también se enfocará en políticas de estado que deberían ser consideradas por parte del Gobierno Nacional para que se genere una mejora efectiva del mercado de capitales argentino.

3. Metodología

En primer lugar, se hará un análisis del mercado de capitales argentino desde sus inicios hasta la actualidad haciendo énfasis en sus modificaciones principales a través del tiempo que dieron lugar tanto a aspectos positivos como negativos. Posteriormente y por medio de distintas doctrinas se estudiarán con detenimiento los aspectos primordiales del mercado actual y marco normativo correspondiente evidenciando las razones por las que el mercado no logra crecer. También se hará una comparación entre la normativa nacional y las regulaciones de distintos países de la región que permitirá observar las causas que hacen retrasar a la Argentina con respecto de los demás países.

A pesar de que aún no se ha sancionado la nueva Ley de Mercado de Capitales, se procederá a analizar los distintos puntos que esto trata. Se hará una valoración esclareciendo si será positiva o no y, en cada caso, estableciendo las razones. Por último, a pesar de que la nueva norma signifique un claro avance, analizare los aspectos aun mejorables o inconclusos, entre otros. Se tendrá asimismo en consideración las opiniones de distintos autores y se expondrán distintas entrevistas a expertos en la cuestión.



Universidad de
San Andrés

4. Mercado de capitales en Argentina

4.1 Instituciones del mercado de capitales argentino

El mercado está compuesto por diferentes organismos. Con ellos se busca regular y controlar cada uno de los aspectos para asegurar el cumplimiento de todas las transacciones y operaciones que se produzcan. Dichos organismos son:

- Comisión Nacional de Valores (en adelante la “CNV”): entidad autárquica que depende del Ministerio de Hacienda y Finanzas establecida en el año 1968. Tiene diferentes funciones según se desprende de su propio sitio web. A través de diversos medios, tiene la facultad de controlar los distintos Mercados de Valores y Bolsas de Comercio brindando una mayor transparencia al mercado por medio de regulaciones, monitoreo, e investigación de las distintas operaciones asegurándose que todas ellas se lleven a cabo de acuerdo a lo establecido en la Ley de Mercado de Capitales. En el libro “La Transparencia en el Mercado de Capitales” de Marcelo A. Camerini se establecen 4 funciones primordiales del órgano regulador. En primer lugar, se encuentra la “normativa” que determina las normas por las cuales se regula a las personas físicas y jurídicas como a las distintas instituciones. Luego, la CNV debe fiscalizar a las distintas partes para que cumplan con las normas establecidas. En tercer lugar, en el caso que alguno de los participantes no actúe de acuerdo a lo determinado, debe instruirlos, pudiendo así abrir un sumario disciplinario al incumplidor. En caso de que el ilícito sea penal, podrá denunciarlo o presentarse como querellante. Por último, podrá imponer distintas sanciones que pueden ser multa económica, apercibimiento, suspensión, inhabilitación y/o prohibición de oferta pública. Los fines buscados por medio de estas normativas son la protección de los inversores, la reducción de riesgos y, por último, garantizar la eficiencia y transparencia de los mercados.
- Bolsas de Comercio: son los órganos encargados de admitir, cancelar o suspender cualquier cotización de valores negociables. En Argentina se encuentran varias Bolsas como la de Buenos Aires, Mendoza, Córdoba o Rosario. La CNV es quien establecerá la autorización o no de la nueva institución para operar. Además, las que tengan Mercados de Valores adheridos en los que se negocian los valores negociables tienen la facultad de establecer requisitos a cumplir para cotizar, controlar de que se cumplan con todas las disposiciones establecidas por las sociedades, emitir resoluciones con el

fin de garantizar la credibilidad de balances y documentos que presenten las empresas como también de las cotizaciones para finalmente publicarlas y comunicar el precio establecido. Se regula no sólo por medio de la Ley de Mercado de Capitales sino también a través de su decreto reglamentario, Reglamentos de cotización y por los textos codificados de la CNV. Por otro lado, se encuentran las que no tienen un Mercado de Valores adherido. Estas pueden intervenir en la colocación de valores negociables públicos o privados actuando como intermediarios debido a que su rol es “recibir órdenes de comitentes sobre valores negociables con oferta pública en el país, a los efectos de cursarlas a los agentes de bolsa registrados en los mercados de valores donde coticen los valores negociables o a los agentes inscriptos en otras entidades autorreguladas según corresponda” (CNV, 2006). Posteriormente, se busca que promocionen dicho mercado a las empresas radicadas en las zonas donde operen. Por último, cabe resaltar que pueden operar como una Sociedad Anónima (en adelante “S.A.”) o como una Asociación Civil.

- Mercados de Valores: son organismos constituidos como Asociación Civil o S.A. Los Mercados de Valores están regulados bajo la Ley de Mercado de Capitales, además de las correspondientes normas de la CNV. Sus facultades están establecidas en el artículo 32 de la Ley de Mercado de Capitales y son: a) Dictar las reglamentaciones a los efectos de habilitar la actuación en su ámbito de agentes autorizados por la Comisión Nacional de Valores, no pudiendo exigir a estos fines la acreditación de la calidad de accionista del mercado; b) Autorizar, suspender y cancelar el listado y/o negociación de valores negociables en la forma que dispongan sus reglamentos; c) Dictar normas reglamentarias que aseguren la veracidad en el registro de los precios así como de las negociaciones; d) Dictar las normas y medidas necesarias para asegurar la realidad de las operaciones que efectúen sus agentes; e) Fijar los márgenes de garantía que exijan a sus agentes para cada tipo de operación que garantizaren; f) Constituir tribunales arbitrales, conforme lo dispuesto en el artículo 46 de la presente ley; y g) Emitir boletines informativos. Las personas físicas y jurídicas deben estar registradas en estos Mercados de Valores para poder operar o ser agente de bolsa. Para ser admitidos se debe cumplir con los diferentes requisitos que los Mercados de Valores determinan. Además, establecen qué tipo de operaciones pueden llevar a cabo los distintos agentes otorgándole veracidad a la operación. Posteriormente, los mercados que sean parte de una Bolsa de Comercio también requieren la autorización del Poder Ejecutivo que será

aconsejada por la CNV, tal como sucede con las Bolsas de Comercio. Una vez autorizadas serán controladas y reguladas por este último ente. Además, se presentan los mercados derivados en los que “Se compran y venden riesgos, donde se fija hoy el precio de una operación que puede o no concretarse en el futuro y que permite el desarrollo de complejas estructuras financieras con un alto nivel de apalancamiento” (Bunshow, 24, 2012). Los dos mercados más reconocidos de este tipo son el Mercado a Término de Buenos Aires y el de Rosario.

- Bolsas y Mercados Argentinos (en adelante “BYMA”): se conformó gracias a la unión de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y los Mercados de Valores de Buenos Aires, Córdoba, Mendoza, Rosario y Bahía Blanca principalmente. Tal como se menciona en el sitio web de BYMA, se creó con el objetivo de encausar las necesidades del nuevo mercado de capitales previsto en la Ley de Mercado de Capitales, el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. implementó una reorganización en los términos del Artículo 77 de la Ley de Impuestos a las Ganancias, procediendo a la escisión parcial de su patrimonio para constituir una nueva entidad: Bolsas y Mercados Argentinos S.A. “BYMA”, resultando ésta la continuadora de la actividad del Mercado de Valores de Buenos Aires S.A., con la particularidad que en la constitución de la nueva entidad se ha incorporado la Bolsa de Comercio de Buenos Aires como accionista. Tal como destaca Allaria, presidente de BYMA, se logró unificar en un solo mercado el control de las transacciones, el pre y post negociación, la liquidación y por último la custodia. Además, por medio de diferentes herramientas se buscará un mercado que se adecue a estos tiempos. En cuanto a su estructura accionaria, el mismo quedara conformado 76.250.000 acciones de valor nominal \$1 cada una y con derecho a un voto. Los accionistas podrán ser tanto personas físicas como jurídicas.
- Mercado Abierto Electrónico (“MAE”): es la única entidad autorregulada no bursátil que se encuentra autorizada para operar por medio de la Resolución N° 9934/93 de la CNV que también regula su funcionamiento. Su función radica principalmente en concertar y registrar operaciones disminuyendo los riesgos de cada transacción y hacer conocer al público y a los operadores los precios y las transacciones realizadas. Se negocian valores públicos y privados en operaciones que pueden ser de contado o a término tanto en pesos como en dólares.

- **Caja de Valores:** su rol es la custodia de los valores negociables públicos y privados al recibir los depósitos colectivos. Por lo tanto, busca facilitar las distintas transacciones al cumplir tanto con la privacidad como la seguridad establecida en la Ley N° 20.643. La Caja de Valores es el único agente autorizado en el país. La mayoría de su labor radica en Buenos Aires, aunque tiene distintas sedes en el interior del país. Al mismo tiempo, debe tener registro de todos los tenedores de valores negociables, sean públicos o privados. Otras de sus facultades es cancelar las deudas como también de retener los montos depositados cuando no se haya efectuado el pago. La Ley N° 20.643 junto con su decreto reglamentario regulan el accionar de la Caja de Valores además de lo estipulado por la CNV. Actualmente, BYMA posee un 99,96%³ de participación sobre este organismo.

4.2 Historia del mercado de capitales argentino

Las primeras operaciones financieras surgen a partir de 1811⁴. Posteriormente, en 1821 Rivadavia solicitó que se creara la Bolsa Mercantil estableciéndose la misma al año siguiente. Recién en el Código de Comercio de 1889 se dispuso una sección denominada “De las bolsas y mercados de comercio”.

El sector bursátil fue crucial para el ingreso de capitales extranjeros que, previamente a la Primera Guerra Mundial, era poco menos del 50⁵ de las inversiones. Por medio de esos capitales se financió el desarrollo de viviendas, la adquisición de tierras para luego producir, el ferrocarril o la posibilidad de comenzar a importar bienes de capital. Todos estos elementos descriptos anteriormente fueron cruciales para el desarrollo de la economía nacional al conectarla con los distintos mercados mundiales, convirtiendo a la Argentina en una potencia mundial. Este antecedente demuestra entonces la importancia de un mercado de capitales desarrollado y las consecuencias positivas que pueden generar en un país como sucedió con Argentina en los años 30.

³ BYMA. “Sobre BYMA, Grupo Económico”. www.byma.com.ar

⁴ CNV. “Reseña histórica”. www.cnv.gov.ar

⁵ Blanco, Mauro Nicolás. “Evolución de los mercados de capitales globales y argentino”. mkdcapitales.blogspot.com.ar. 25 de agosto de 2010.

En 1929 se crea el Mercado de Valores (en adelante “Merval”) al fundarse bajo el nombre “Mercado de Títulos y Cambios”. El Merval buscaba ser el garante de las operaciones debido a la falta de confianza y previsibilidad en los casos de operaciones que eran descentralizadas. Por otro lado, se buscó establecer un marco normativo más exigente que fomentará el desarrollo del mercado de aquel entonces.

La Comisión de Valores fue creada en 1937 y dependía del Banco Central de la República Argentina (en adelante “BCRA”) sin embargo sus decisiones no tenían carácter vinculante, sino que eran más bien consultivas. Sus tareas se limitaban al control de oportunidad y legalidad sobre la oferta pública de valores. En 1946, mediante el Decreto Ley N° 15.353 se crea la Comisión de Valores otorgándosele la función de autorizar ofrecimientos públicos de valores para que sean colocados en la Bolsa. Continuó funcionando de esta manera hasta 1969, año en el que finalmente se estableció la CNV, tal cual la conocemos hoy, bajo la Ley N° 17.811 de Oferta Publica (en adelante “Ley de Oferta Publica”). La CNV tendría a partir de ese momento distintas funciones como el deber de fiscalizar y regular las ofertas públicas y controlar los mercados de valores y las bolsas. Además, se estableció la manera en que debían organizarse y las funciones de las instituciones bursátiles como de todos aquellos que formarán parte de dicha actividad basándose en las tendencias mundiales de aquellos tiempos. Por otro lado, dejó de depender del BCRA por lo que paso a ser considerado un ente autárquico en el cual los directivos eran seleccionados por un periodo de siete años con el fin de evitar conflictos políticos.

El auge del mercado de capitales en Argentina se dio con el comienzo de la década del 60. En 1960, el número de empresas listadas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires era mayor a 550, llegando a más de 650 en 1961, lo que representaba que en solamente un año más de 100 empresas habían salido a la Bolsa. En 1962, se llegó al máximo con un total de 669 sociedades en la bolsa.

En 1974 se funda la Caja de Valores S.A, que pasó a ser controlada por BYMA al absorber Merval y BCBA, que poseían 50% de participación cada uno sobre la sociedad. A través de esta, se llevan a cabo los depósitos de los valores negociables siendo responsable de la custodia de los montos que efectivamente se depositen. Como se mencionó anteriormente, la única sede en el país se encuentra en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, aunque tiene presencia en otras ciudades de la Argentina.



Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Durante la década del '80 se observó una importante decaída del sector bursátil. Afectados principalmente por el fuerte aumento en los precios del petróleo, se generó una crisis en todos aquellos países endeudados entre los que se encontraba Argentina ya que no había opciones convenientes a la hora de refinanciar sus respectivas deudas. Por medio de una balanza comercial positiva se buscaba responder a la deuda que aumentaba cada vez más como consecuencia de una ineficiente política de endeudamiento y la mala utilización de esos fondos obtenidos. Los montos negociados caían en un 3,8% por año mientras que el número de empresas también se reducía en un 2,7% interanual tal como se puede apreciar en la tabla. A partir de estos momentos comienza a verse reflejado las grandes diferencias numéricas entre la Bolsa de Buenos Aires y la de los países desarrollados.

En los '90, la confianza de los inversores de los países en desarrollo aumentó debido a los nuevos bonos denominados "Brady". Este programa a nivel mundial ayudaba a los países que se habían endeudado anteriormente a reducir el pasivo permitiendo nuevamente el ingreso de dichos países al mercado de capitales internacional. El auge de estos bonos se dio en 1997, aunque luego disminuyó como consecuencia de distintas crisis. Otro síntoma de crecimiento es el aumento de capitales privados superando a los públicos debido a la nueva organización mundial en el cual se daban numerosas fusiones y adquisiciones, además de las privatizaciones de empresas públicas y el aumento de empresas que cotizaban en bolsa. Estos cambios se dieron sobre todo en los países desarrollados que en conjunto poseían un 68% de los flujos y no en países como Argentina cuyos números seguían disminuyendo tal como se puede observar en la tabla más arriba.

La Ley de Oferta Publica fue modificada parcialmente en el 2001 por el Decreto N° 677 del Poder Ejecutivo Nacional. El foco de esta nueva normativa era principalmente actualizar la norma en cuanto a la publicidad, transparencia, ofertas públicas de adquisición (en adelante “OPA”), gobiernos corporativos y la resolución de distintos conflictos de interés que pudieran surgir. Sin embargo, debe resaltarse que el proceso sancionatorio del mismo resulta inconstitucional: “(...) nació viciada ya que por decreto se derogo parcialmente la legislación, lo que subvierte el orden del artículo 31 de la Constitución Nacional” (Elespe, 4, 2013).

En el año 2012 fue derogada la Ley de Oferta pública a través de la Ley de Mercado de Capitales. Se mantuvieron muchos de los artículos establecidos en la Ley de Oferta Publica como en el Decreto de 2001, según determinan diferentes autores, un 50% de la ley se mantiene igual.

Por medio de esta norma se buscaba en primer lugar una mayor intervención por parte del Estado para de esta manera facilitar el acceso al mercado minorista como a las Pequeñas y medianas empresas (en adelante las “Pymes”), considerando que estas son el gran motor de la economía argentina, como también proteger a los pequeños inversores. Además, se buscó en ese momento obtener un mayor ahorro nacional que sea utilizado para el desarrollo nacional, aumentar la presencia de este sistema en el interior del país por medio de la creación de nuevos Mercados de Valores creando una mayor liquidez, simplificando las transacciones, otorgando mayor competitividad y mejorando las condiciones para los inversores lo que se entiende que minimizaría el riesgo a la hora de cerrar las negociaciones al mejorar la tecnología disponible hasta ese momento.

5. La Ley de Mercados de Capitales N° 26.831

5.1 Introducción

A pesar de que hubo modificaciones constantes a lo largo de los años, con el fin de adaptarse a los nuevos tiempos, en 2012 se produjeron los cambios más recientes al establecerse una nueva legislación que derogó la antigua Ley de Oferta Pública.

Las razones que llevaron a la modificación de la Ley de Mercado de Capitales en 2012 tal como se especifica en el artículo 1 fue en primer lugar incentivar a los pequeños inversores como a las Pymes a participar en el mercado de capitales al brindar distintos beneficios a aquellos particulares que quisieran invertir. Simplificar y abaratar las distintas etapas fue uno de los aspectos que se buscó inculcar en la Ley de Mercado de Capitales para obtener mejores condiciones al lograr una mayor liquidez y competitividad. Otorgarles una mayor protección a los participantes, de la que se daba anteriormente, con el fin de minimizar los riesgos de las operaciones fue otra medida para acercar al pequeño inversor. Por último, se requería que el Mercado de Capitales fuera lo más federal posible para atraer a distintos inversores y empresas del país, a mercados a los que anteriormente no se tenía acceso. Al mismo tiempo, se quisieron establecer conexiones entre las distintas Bolsas de Comercio y Mercados de Valores con el fin de unificar todos estos bajo un solo organismo. Además, se dejó sin efecto el artículo que establecía que para ser agente se necesitaba tener participación en el mercado correspondiente permitiendo que el número de participantes aumente considerablemente. Se puede observar entonces que el objetivo primario no eran las grandes empresas o los grandes inversores, sino que se buscaba aumentar el volumen del mercado a través de las pequeñas y medianas empresas como de los inversores particulares y del pequeño ahorrista, es decir, aquél que busca hacer una diferencia económica gracias a la inversión de los ahorros que fue acumulando. A pesar de que en un principio estos objetivos suenan lógicos, llevarlos a cabo es mucho más complejo. El gobierno anterior tomó diferentes medidas en pos de conseguirlos y, sin embargo, los resultados no fueron los esperados.

La Ley de Mercado de Capitales permite un alto grado de intervencionismo, otorgándole un amplio poder a la CNV e, indirectamente, al Estado, por lo que el mercado ya no logra tener un alto nivel de autorregulación como sucedía anteriormente. A pesar de que se crearon normas para otorgar mayor transparencia regular y sancionar comportamientos impropios que causen un impacto negativo en el mercado, especialmente en los pequeños ahorristas, semejante control genera

desconfianza en los inversores. Además, la Ley de Mercado de Capitales establece claramente los distintos agentes del mercado determinando también sus funciones y controles sobre otros aspectos.

A continuación, se mencionarán algunos de los puntos más controversiales de la Ley de Mercado de Capitales como lo son el fin de la autorregulación, la intervención estatal y el modo de imponer sanciones por parte de la CNV. Además, se comentarán aspectos como la desmutualización y los límites impuestos a las calificadoras de riesgo.

5.2 Autorregulación

A partir de la citada ley, la autorregulación, que anteriormente era plena, pasó a estar restringida al otorgarle más poder a la CNV e indirectamente al Estado (asunto que será mencionado en la siguiente sección). Tal como menciona Fernando Luciani (2012), la autorregulación puede dividirse en la autorregulación jurisdiccional y la normativa. A pesar de que la norma restringe las funciones de los mercados, el artículo 56 de la Ley de Mercado de Capitales define que tienen la obligación de auditar a los distintos operadores y, en caso de presentarse alguna irregularidad, deben denunciarlo ante la CNV. Posteriormente, el artículo 32 define otras facultades como la de poder aplicar sanciones a los agentes intermediarios por cuestiones de liquidación o ejecución y autorizar a las empresas que quieran cotizar.

En cuanto a la autorregulación jurisdiccional se observa que previo a la vigencia de la Ley de Mercado de Capitales, los mercados tenían un control directo sobre los agentes mientras que la CNV sólo tenía un control indirecto, por lo que no podía solicitar ningún tipo de información ni efectuar inspecciones, auditorías, etc. El control de esta última entidad se generaba a través de la imposición de sanciones contra los distintos mercados y sus miembros. En la actualidad, el Estado, por medio de la CNV, tiene para sí mismo el control directo sobre las emisoras tal como se establece en los artículos 20 y 56 de la norma actual (que luego serán comentados) algo que a nuestro criterio provocó mayor incertidumbre respecto del sistema nacional. De esta manera, los mercados solamente podrán denunciar ante la CNV cualquier irregularidad que observen. Por otro lado, la autorregulación normativa “supone que los mercados pueden dictar sus propias normas, las cuales serán obligatorias en todo el ámbito del mercado y de cumplimiento obligatorio (...)” (Luciani, 11, 2012). El artículo 32 dispone las facultades de los Mercados de Valores tal como se establece anteriormente en la sección “Instituciones del Mercado de Capitales argentino”. Este tipo de autorregulación se encuentra limitada ya que el artículo 44 establece que toda reglamentación debe ser aceptada anteriormente por la CNV.

A modo de ejemplo, los plazos deben ser autorizados por la CNV para de esta manera obtener un único plazo para todos los mercados. La derogación de la vieja ley trajo aparejada la pérdida de algunas funciones de las Bolsas de Comercio. Previamente estas eran las encargadas de autorizar las salidas de las empresas a través de la Comisión de Títulos que analizaba si era posible y conveniente la cotización tal como se explicitaba en el artículo 31 de la antigua ley. Una vez que estuviesen listadas, controlaban que el comportamiento fuera de acuerdo a lo decretado en las normativas.

El concepto de autorregulación genera un debate en cuanto a cómo conseguir un equilibrio entre autonomía del mercado e intervención para lograr un mayor grado de eficiencia y proteger al inversor. Si estos invierten sus ahorros en este sector, se logrará un mercado con mayor tamaño que permitirá el ingreso de distintas empresas con el fin de financiarse. Las normativas deben tener un rol preciso de regular y controlar las distintas acciones en el mercado de Capitales, pero sin interferir de tal manera que cause “(...) desalentar la demanda u oferta de valores por alambicados y superfluos controles sin sentido (...) que interfiere en la actividad dinámica e innovadora de los emprendimientos privados” (Elespe, 5, 2013). Por lo tanto, las distintas regulaciones deben ser precisas para lograr estabilidad, generar confianza entre las partes ayudando al crecimiento del mismo e impedir la intromisión abusiva por parte del Estado. Una correcta regulación incentivará a que el comportamiento de las partes sea el esperado, eficiencia en cuanto a la estructura y finalmente se reduzcan las externalidades negativas.

Las leyes que regulan los mercados deben ser eficientes para evitar consecuencias negativas en los inversores y en las empresas que si tienen un comportamiento profesional. Cuando suceden estos hechos en el cual un participante no actúa de acuerdo a lo regulado las condiciones ya no serán igual de favorables a cómo eran anteriormente debido a que se reduce tanto la liquidez y el crédito como también las tasas, las cuales tenderán a aumentar debido a que el riesgo también crece. Es complicado restablecer la confianza y atraer nuevamente a los inversores es un proceso de años. Durante ese período de tiempo todos los involucrados pierden cientos de oportunidades de financiamiento y crecimiento para las empresas y los inversores. Estas situaciones impactan luego en el desarrollo de la economía nacional al no haber mejores niveles de producción, competitividad, mejores estadísticas de desempleo y, por ende, mayor recaudación.

5.3 Intervención estatal

En primer lugar, se observa una presencia estatal más fuerte al regular y fiscalizar toda acción que se lleve a cabo eliminando así cualquier autorregulación de los mercados. Por ejemplo, en los artículos 42⁶ y 85⁷ de la Ley de Mercado de Capitales, se da un excesivo control por parte del BCRA al establecer que debido a sus funciones en cuanto a la regulación de la moneda y la política cambiaria puede controlar la oferta pública tanto pública como privada. A pesar de que la CNV debería ser un ente autónomo, en la práctica esto no sucede ya que responde a los intereses de la administración central. El BCRA podría interferir en las decisiones de la CNV generando un alto grado de subjetividad y conflictividad cuando en principio están correctamente delimitadas las funciones tanto de la CNV como del BCRA: “La finalidad que se establece para dicha intervención parece dogmática y poco precisa y podría dar lugar a excesos y arbitrariedades por parte de la autoridad administrativa” (Tavarone, 3, 2015). La autarquía de la CNV está totalmente limitada, este hecho es bastante grave si se toma en consideración su capacidad para sancionar y dictar resoluciones. Por otro lado, aparecen lagunas que limitan su accionar como la imposibilidad de resolver los casos de desempate o revisar la remoción de directores tal como surge del artículo 10, además los miembros del directorio podrán ser remplazados por gerentes designados por la CNV. Estas disposiciones van en contra de la autonomía que debe tener este organismo para concretar sus metas.

Estas ideas van en concordancia con las políticas globales de los 12 años de gobierno kirchnerista. Durante ese período, la presencia del Estado fue cada vez mayor. A pesar de que algunas medidas fueron satisfactorias como la integración, transparencia y la desconcentración de los agentes, otras ideas fueron bastante desafortunadas. A pesar de que claramente debe haber una regulación del mercado, la idea de una alta intervención por parte del Estado claramente perjudica el desarrollo del mercado de capitales nacional ya que los mismos deberían autorregularse en la medida de lo posible. A pesar de que tenga propuestas que resultan positivas para el mercado, otras son “(...) notoriamente desventajosas, muchas veces motivadas en un alejamiento de los fines que la misma Ley proponía y que han generado desconfianza en los inversores y en los emisores” (Elespe, 5, 2016). El mismo mercado, de acuerdo a comportamientos y patrones es quien tiene que imponer las reglas del juego. Es necesario entonces una regulación eficiente que no tenga requisitos que entorpezcan o resten

⁶ ARTICULO 42. — Márgenes de garantía. El Banco Central de la República Argentina, en cumplimiento de sus funciones de regulador de la moneda y el crédito, puede con carácter excepcional disponer la modificación de los márgenes de garantía fijados por los mercados o por la Comisión Nacional de Valores.

⁷ ARTICULO 85. — Intervención del Banco Central de la República Argentina. El Banco Central de la República Argentina en ejercicio de sus funciones de regulación de la moneda, el crédito y de la ejecución de la política cambiaria puede limitar, con carácter general y por el tiempo que estime necesario, la oferta pública de nuevas emisiones de valores negociables. Esta facultad podrá ejercerla indistintamente respecto de los valores negociables públicos o privados. La resolución debe ser comunicada a la Comisión Nacional de Valores para que suspenda la autorización de nuevas ofertas públicas y a los mercados para que suspendan la autorización de nuevas autorizaciones o negociaciones.

efectividad al mercado con el fin de evitar fraudes que generen desconfianza en los participantes. Las normas deben “(...) cumplir el rol de proteger a los inversores y asegurar la transparencia de las operaciones, la ausencia de conflictos de interés, la eficiencia en cuanto a costos de transacción y las sanciones justas y fundadas frente al incumplimiento” (Elespe, 5, 2016).

5.4 El artículo N° 20 de la Ley de Mercado de Capitales

Siguiendo con la idea anterior, el artículo N° 20⁸ de la Ley de Mercado de Capitales permite la intervención de la CNV en la empresa cuando lo crea necesario. La CNV podrá imponer veedores que además tienen poder de veto sobre las decisiones tomadas de común acuerdo entre los miembros del directorio de una compañía que cotice en Bolsa sin necesidad de una resolución judicial que lo autorice, “cuyas disposiciones serán recurribles en única instancia ante el presidente de la CNV (...)” (Tavarone, 4, 2015). Sin importar que estas resoluciones además son basadas en derecho, a la Ley de Sociedades N° 19.550 de Sociedades Comerciales (en adelante “Ley de Sociedades”) y a las normas propias de la sociedad, los veedores podrán intervenir y vetar cuando lo crean necesario. De lo explicitado anteriormente, se deduce un claro exceso en las facultades de la CNV ya que este artículo de la ley constituye una permanente amenaza contra el derecho de propiedad al permitir al Estado tomar control de sociedades en las que no es accionista ni tiene participación alguna.

Además, el artículo le da poder para separar a los órganos de administración por un plazo máximo de seis meses cuando estos fueron elegidos por los mismísimos accionistas. Todas estas interferencias podían ser hechas sin siquiera un sumario previo ni control judicial, lo que genera todo tipo de consecuencias negativas en los individuos sujetos al control de la CNV. Lo más preocupante

⁸ ARTICULO 20.- Facultades correlativas. En el marco de la competencia establecida en el artículo anterior, la Comisión Nacional de Valores puede: a) Solicitar informes y documentos, realizar investigaciones e inspecciones en las personas físicas y jurídicas sometidas a su fiscalización, citar a declarar, tomar declaración informativa y testimonial. Cuando, como resultado de los relevamientos efectuados, fueren vulnerados los intereses de los accionistas minoritarios y/o tenedores de títulos valores sujetos a oferta pública, la Comisión Nacional de Valores, según la gravedad del perjuicio que determine, podrá: I) Designar veedores con facultad de veto de las resoluciones adoptadas por los órganos de administración de la entidad, cuyas disposiciones serán recurribles en única instancia ante el presidente de la comisión; II) Separar a los órganos de administración de la entidad por un plazo máximo de ciento ochenta (180) días hasta regularizar las deficiencias encontradas. Esta última medida será recurrible en única instancia ante el Ministro de Economía y Finanzas Públicas; b) Recabar directamente el auxilio de la fuerza pública; c) Requerir al juez competente el allanamiento de lugares privados con el fin de obtener los antecedentes e informaciones necesarios para el cumplimiento de sus labores de fiscalización e investigación; d) Iniciar acciones judiciales y reclamar judicialmente el cumplimiento de sus decisiones; e) Denunciar delitos o constituirse en parte querellante; f) Solicitar todo tipo de información a organismos públicos y a cualquier persona física o jurídica que considere necesaria para el cumplimiento de sus funciones, quienes estarán obligados a proporcionarlos dentro del término que se les fije bajo apercibimiento de ley. Esta disposición no regirá respecto de la Unidad de Información Financiera.

es la ambigüedad en la norma cuando otorga estas facultades al Estado y no se explicitan las razones o situaciones en las cuales se pueda interferir en los directorios. Así, se puede entrometer en las entidades bajo cualquier pretexto y por medio de interpretaciones arbitrarias debido a la subjetividad y amplitud del artículo. Se genera otra vaguedad con el término “buen hombre de negocios” ya que se emplea el término en diferentes ocasiones, pero jamás es definido ni se establece cuándo se considera que efectivamente actuó bajo este concepto por lo que no queda claro cuándo podrá entrometerse la CNV. Semejante control sobre las distintas partes genera un resultado adverso al esperado al causar una clara inestabilidad y desconfianza entre los inversores. A pesar de que en ciertos artículos de la ley se brinda un alto grado de detalle en otros no se anticipan todas las posibilidades que puedan presentarse y es totalmente abierto permitiendo un alto grado de discreción a la CNV y a los jueces. Lo dicho impide el crecimiento del mercado al no haber previsibilidad ni estabilidad y genera futuras disputas judiciales que van en contra de lo que buscado.

Por medio de estos casos, se presenta una manifiesta violación de la división de poderes debido a la intromisión del Poder Ejecutivo en funciones que a todas luces corresponden al Poder Judicial: “La norma es toda una novedad, dado que permite a la administración adoptar medidas coercitivas sin requerir la previa autorización del Poder Judicial” (Tavarone, 4, 2015). Hay un patente exceso por parte de la administración en cuanto a su rol actuando como juez y parte de la cuestión. A pesar de que cada gobierno tiene su propia ideología respecto a las políticas de control, siempre deben manejarse de acuerdo a lo dispuesto en la Constitución Nacional. Además, el Poder Ejecutivo resuelve de acuerdo a sus objetivos e intereses dejando de lado las consecuencias que podía causar en los participantes del mercado de capitales. Esta idea se evidencio con el fallo de la Corte Suprema de Justicia en “Papel Prensa y otros c/ EN-CNV s/ Medida Cautelar” al ratificar la medida cautelar formulada por Papel Prensa y suspender entonces, la intervención de la actora. La resolución de este caso pone fin a este conflicto dejando claro cuáles son las atribuciones y límites del Poder Ejecutivo. Las normas deben proteger a los ciudadanos y sobre todo en este asunto, garantizando que sus derechos se cumplan respecto a la amenaza del poder del Estado como de otros órganos de modo que permita un mercado de capitales más fuerte.

Estas facultades otorgadas a la CNV a través del artículo 20 son en primer lugar excesivas debido a que ya se establece la posibilidad de intervención en la Ley de Sociedades a través del Poder Judicial y además presenta ciertas diferencias con lo establecido en la ley bajo análisis. Además, si se

agrega lo establecido en el artículo 19⁹, la CNV tiene una gran amplitud de herramientas para corregir, intervenir y sancionar a los distintos participantes del mercado presentándose evidentemente como un exceso. Este desmedido control establecido en la Ley de Mercado de Capitales con el fin de proteger a los inversores minoritarios no tiene justificación ya que en la Ley de Sociedades se regula esta cuestión. Por otro lado, no se entiende el criterio para establecer otra reglamentación de control cuando, además, estas cuestiones societarias se deciden de acuerdo al voto de los accionistas. En caso de ser aprobada una resolución contraria a la ley, el síndico debería impedirlo por lo que no habría necesidad del control por parte de la CNV.

Por otro lado, la ley habla de “(...) según la gravedad del perjuicio”, cuando sólo hay uno: el económico. Además, en el caso de que se presenten distintos tipos de perjuicios, como menciona la norma, la CNV no debería tener competencia para juzgar por sí misma, sino que debería presentarse ante el Poder Judicial permitiéndole ser parte del proceso. El artículo 113¹⁰ de la Ley de Sociedades determina que los jueces deben ser los únicos facultados para imponer veedores, este concepto es posteriormente mencionado por Carlino:

“(...) son los que provienen del criterio del Juez ante quien se solicita la cautelar de intervención judicial previo a la acción de remoción del Directorio, criterio que la misma Ley de Sociedades manda a aplicar con prudencia y restrictivamente con el propósito de preservar las reglas del contrato societario e interferir mínimamente en la voluntad de los socios que designaron al órgano de administración cuestionado” (Carlino, 4, 2014).

⁹ ARTICULO 19. - Atribuciones. La Comisión Nacional de Valores será la autoridad de aplicación y contralor de la presente ley y, a tal fin, tendrá las siguientes funciones: a) En forma directa e inmediata, supervisar, regular, inspeccionar, fiscalizar y sancionar a todas las personas físicas y/o jurídicas que, por cualquier causa, motivo o circunstancia, desarrollen actividades relacionadas con la oferta pública de valores negociables, otros instrumentos, operaciones y actividades contempladas en la presente ley y en otras normas aplicables, que por su actuación queden bajo competencia de la Comisión Nacional de Valores; b) Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización de oferta pública de valores negociables y otros instrumentos y operaciones; c) Llevar el registro de todos los sujetos autorizados para ofertar y negociar públicamente valores negociables, y establecer las normas a las que deban ajustarse los mismos y quienes actúen por cuenta de ellos; d) Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización para funcionar de los mercados, los agentes registrados y las demás personas físicas y/o jurídicas que por sus actividades vinculadas al mercado de capitales, y a criterio de la Comisión Nacional de Valores queden comprendidas bajo su competencia; e) Aprobar los estatutos, reglamentos y toda otra normativa de carácter general dictada por los mercados y revisar sus decisiones, de oficio o a petición de parte, en cuanto se trate de medidas vinculadas a la actividad regulada que presten o que pudieren afectar su prestación; i) Declarar irregulares e ineficaces a los efectos administrativos los actos sometidos a su fiscalización, sin sumario previo, cuando sean contrarios a esta ley, a las demás leyes aplicables, a las reglamentaciones dictadas por la Comisión Nacional de Valores, a los estatutos, a las disposiciones dictadas por entidades y aprobadas por el organismo; j) Promover la defensa de los intereses de los pequeños inversores, sin perjuicio de las atribuciones concurrentes de las autoridades de aplicación nacional y locales de la ley 25.156 de defensa de la competencia;

¹⁰ ARTICULO 113.- Cuando el o los administradores de la sociedad realicen actos o incurran en omisiones que la pongan en peligro grave, procederá la intervención judicial como medida cautelar con los recaudos establecidos en esta Sección, sin perjuicio de aplicar las normas específicas para los distintos tipos de sociedad.

Sin lugar a dudas, la CNV no debería poder imponer veedores y menos aún tener la facultad de vetar resoluciones ya que ni siquiera los que son efectivamente designados por jueces tienen ese derecho. De esta manera, resulta obvio que la CNV tendría más poder que el Poder Judicial, por lo que la respuesta a un accionista que va, por medio del artículo 114¹¹ de la Ley de Sociedades, a solicitar la intervención judicial será menos trascendental que una requerida por la CNV. Se puede determinar entonces que una de las finalidades respecto a que los veedores puedan vetar las resoluciones determinadas por los órganos de administración es impedir decisiones que no interesen a la CNV y eventualmente al gobierno de turno.

Por otro lado, los veedores que son impuestos por la CNV, a diferencia de los que impone un juez, no constituye garantía tal como se estipula en el artículo 256¹² de la Ley de Sociedades, punto que será reflejado posteriormente. Se genera confusión en los casos en que el directorio decide revocar al veedor y éste veta esa decisión. No hay un proceso claro para ello ya que la Ley de Sociedades sólo lo prevé para los administradores en casos de remoción o responsabilidad y en este caso no es posible hacer una analogía debido a que no son directores ya que no son electos ni tampoco remplazan a los anteriores en su cargo como se establece en el artículo 258¹³.

En segundo lugar, la CNV no exige garantía por los daños que se puedan ocasionar a la compañía debido a la facultad de veto otorgada, mientras que, para los designados judicialmente, la ley es más exigente siendo los mismos responsables tal como establece el artículo 116 de la Ley de Sociedades “(...) para cubrir los perjuicios ocasionados que la medida pueda causar a la sociedad (...); o si se trata de administradores en reemplazo de los anteriores deben constituir la garantía estatutaria del artículo 256” (Carlino, 5, 2014). La Ley de Mercado de Capitales determina que los veedores no pueden ejercer actos de administración o coadministración siendo una grave contradicción ya que de manera indirecta al vetar una decisión se está llevando a cabo un acto de este tipo. Por otro lado, la norma establece que el Presidente de la CNV pueda revocar lo dispuesto por los veedores del ente

¹¹ ARTICULO 114.- El peticionante acreditará su condición de socio, la existencia del peligro y su gravedad, que agotó los recursos acordados por el contrato social y se promovió acción de remoción. El juez apreciará la procedencia de la intervención con criterio restrictivo.

¹² ARTICULO 256 - Condiciones. El director es reelegible y su designación revocable exclusivamente por la asamblea, incluso en el caso del artículo 281, inciso d). No es obligatoria la calidad de accionista. El estatuto establecerá la garantía que deberá prestar. El estatuto no puede suprimir ni restringir la revocabilidad en el cargo.

¹³ ARTICULO 250.- El estatuto podrá establecer la elección de suplentes para subsanar la falta de los directores por cualquier causa. Esta previsión es obligatoria en las sociedades que prescinden de sindicatura. En caso de vacancia, los síndicos designarán el reemplazante hasta la reunión de la próxima asamblea, si el estatuto no prevé otra forma de nombramiento.

regulador, generando una notoria arbitrariedad ya que es sumamente complicado que en la práctica el Presidente revoque lo establecido por los miembros de su misma organización y que fueron designados por el mismo. Así, las posibilidades de modificar lo resuelto en primer lugar serán muy bajas.

Los miembros de los órganos tienen diferentes exigencias que los obligan a actuar correctamente. En primer lugar, deben comportarse de acuerdo al artículo 59¹⁴ de la Ley de Sociedades, respondiendo tanto por omisión como por acción de manera solidaria e ilimitadamente. Además, en las empresas cotizantes al haber distintos órganos se da un control recíproco que genera incentivos para que cada uno de ellos resuelva en base al estatuto, las normas y al interés de la sociedad. En estas empresas es requisito tener un Comité de Auditoría que cuente con distintas facultades a fin de ejercer el debido control.

De acuerdo a lo mencionado, se observa que los accionistas están bien protegidos por la Ley de Sociedades por lo que no hay necesidad de otorgar esta facultad a la CNV. En caso de detectar alguna irregularidad, la CNV debería acudir al Juez quien tendrá distintas posibilidades de acción tal como se establece en el artículo 303¹⁵ y, en caso de que efectivamente se deba intervenir, lo hará de acuerdo al artículo 115¹⁶.

5.5 Sanciones de la CNV y su constitucionalidad

El artículo 132¹⁷ de la Ley de Mercado de Capitales estableció que la CNV tiene la facultad para aplicar distintos tipos de sanciones a las empresas listadas y también establece el proceso

¹⁴ ARTICULO 59-. Los administradores y los representantes de la sociedad deben obrar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios. Los que faltaren a sus obligaciones son responsables, ilimitada y solidariamente, por los daños y perjuicios que resultaren de su acción u omisión.

¹⁵ ARTICULO 303-. La autoridad de contralor está facultada para solicitar al juez del domicilio de la sociedad competente en materia comercial: i)La suspensión de las resoluciones de sus órganos si las mismas fueren contrarias a la ley, el estatuto o el reglamento; ii)La intervención de su administración en los casos del inciso anterior cuando ella haga oferta pública de sus acciones o debentures, o realice operaciones de capitalización, ahorro o en cualquier forma requiera dinero o valores al público con promesa de prestaciones o beneficios futuros y en el supuesto del artículo 301, inciso 2.La intervención tendrá por objeto remediar las causas que la motivaron y si no fuere ello posible, disolución y liquidación; La disolución y liquidación en los casos a que se refieren los incisos 3, 4, 5, 8 y 9 del artículo 94 y la liquidación en el caso del inciso 2 de dicho artículo.

¹⁶ ARTICULO 115-. La intervención puede consistir en la designación de un mero veedor, de uno o varios coadministradores, o de uno o varios administradores. El juez fijará la misión que deberán cumplir y las atribuciones que les asigne de acuerdo con sus funciones, sin poder ser mayores que las otorgadas a los administradores por esta ley o el contrato social. Precizará el término de la intervención, el que solo puede ser prorrogado mediante información sumaria de su necesidad.

¹⁷ ARTICULO 132. — Sanciones aplicables. Las personas físicas y jurídicas de cualquier naturaleza que infringieren las disposiciones de la presente ley y sus reglamentaciones, sin perjuicio de la responsabilidad penal o civil en que incurrieren, serán pasibles de las siguientes sanciones: a) Apercibimiento, que podrá ser acompañado de la obligación de publicar la parte dispositiva de la resolución en

administrativo a seguir. En siguiente lugar, el artículo 136¹⁸ especifica que habrá un sumario previo que es establecido por el mismo ente regulador. Sin embargo, lo dictado aquí debe respetar y estar sujeto a lo establecido en la Ley N° 19.549 de Procedimiento Administrativo (en adelante “Ley de Procedimiento Administrativo”) y su decreto reglamentario N° 1759/72 que establece los supuestos cuando se presenta un conflicto de normas. Debido a que las leyes nacionales tienen mayor jerarquía que las normas administrativas según el artículo 31 de la Constitución Nacional, estas últimas deben acatar lo establecido por las normas. El orden jerárquico en este caso sería en primer lugar la ley, luego el decreto, seguido del Código Procesal Civil y Comercial y, por último, las normas de la CNV. Estas últimas solo pueden cubrir lagunas jurídicas ocasionadas a partir de omisiones en la ley o “bien, beneficiar los derechos que le asisten al sumariado en la tramitación pertinente, en el ejercicio de su defensa, por encima de la normativa nacional” (Barreira Delfino, 1, 2012). Finalmente, a pesar de que la CNV es un ente autárquico, sus normas están comprendidas dentro de la Ley de Procedimiento Administrativo, ya que su artículo primero determina que “se aplicará ante la Administración Pública Nacional centralizada y descentralizada inclusive entes autárquicos con excepción de los organismos militares”. Posteriormente, el sumariado puede impugnar la decisión administrativa a través de la instancia judicial permitiendo un control que “solo comprende el cuestionamiento de la legitimidad del acto, en cuanto no vulnere el debido proceso adjetivo, la defensa en juicio y el derecho aplicable” (Barreira Delfino, 2, 2012) dispuesto por la CNV.

La posibilidad de apelar los actos administrativos en sede judicial surge del artículo 145¹⁹ de la Ley de Mercados de Capitales, en este caso ante los juzgados contenciosos administrativos federales

el Boletín Oficial de la República Argentina y hasta en dos (2) diarios de circulación nacional a costa del sujeto punido; b) Multa de pesos cinco mil (\$ 5.000) a pesos veinte millones (\$ 20.000.000), que podrá ser elevada hasta el quíntuplo del beneficio obtenido o del perjuicio ocasionado como consecuencia del accionar ilícito, si alguno de ellos resultare mayor; c) Inhabilitación de hasta cinco (5) años para ejercer funciones como directores, administradores, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, contadores dictaminantes o auditores externos o gerentes de mercados autorizados y de agentes registrados o de cualquier otra entidad bajo fiscalización de la Comisión Nacional de Valores; d) Suspensión de hasta dos (2) años para efectuar oferta pública o, en su caso, de la autorización para actuar en el ámbito de la oferta pública. En el caso de fondos comunes de inversión, se podrán únicamente realizar actos comunes de administración y atender solicitudes de rescate de cuotas, pudiendo vender con ese fin los bienes de la cartera con control de la Comisión Nacional de Valores; e) Prohibición para efectuar ofertas públicas de valores negociables o, en su caso, de la autorización para actuar en el ámbito de la oferta pública de valores negociables.

¹⁸ ARTICULO 136. — Garantías mínimas. Las sanciones establecidas en el presente título serán aplicadas por el directorio de la Comisión Nacional de Valores, mediante resolución fundada, previo sumario sustanciado a través del procedimiento que establezca el organismo. Serán de aplicación supletoria los principios y normas del procedimiento administrativo y deberá resguardarse a través de la transcripción en actas de las audiencias orales, la totalidad de lo actuado para la eventual revisión en segunda instancia.

¹⁹ ARTICULO 145. — Apelación de sanciones. Los recursos directos previstos en el inciso a) del artículo 143 se interpondrán y fundarán ante la Comisión Nacional de Valores dentro de los cinco (5) días hábiles de la notificación del acto recurrido. La Comisión Nacional de Valores concederá el recurso con efecto devolutivo dentro de los cinco (5) días hábiles de su interposición y remitirá las actuaciones

debido a que “(...) no resulta admisible ni defendible que el organismo administrativo sea juez y parte en los procesos investigativos que pueden derivar en la aplicación de una sanción, afectando derechos e intereses patrimoniales de los sumariados” (Barreira Delfino, 1, 2012). Al tener doble instancia, funciona como protección de los derechos e intereses de los participantes frente a los distintos órganos administrativos. De esta manera el Poder Judicial, está capacitado para expedirse a pedido de parte sobre la legitimidad y también podrá tomar una decisión sobre la falta de mérito, inconveniencia e inoportunidad solamente en supuestos de manifiesta arbitrariedad. Hasta esta instancia, la CNV es la única determinada para sancionar de acuerdo al artículo 20 de la Ley de Mercado de Capitales. Una vez que se apele, la CNV será la parte contraria y el Ministerio Público de la Nación actuará como fiscal con el fin de “(...) asegurar el ejercicio del derecho de defensa al sumariado sancionado y respetar el principio constitucional de protección de los administrados ante los actos dictados por la autoridad administrativa” (Barreira Delfino, 3, 2012). Sin embargo, de este proceso surgen varias críticas que serán analizadas a continuación.

La Ley de Mercado de Capitales no determina si la apelación es “libre” o “en relación”. Es decir, si el apelante puede presentar nuevos hechos o presentar pruebas rechazadas en primera instancia. La teoría determina que en los procesos ordinarios y sumarios la apelación debe ser libre mientras que en el resto de los procesos debe otorgarse en relación. Otra crítica que se presenta es no determinar si el recurso de apelación otorga un efecto suspensivo o devolutivo. El Código Procesal Civil y Comercial establece que el efecto siempre será suspensivo a menos que se determine lo contrario como sucede en cuestiones urgentes y litisexpensas, sin embargo, en este caso el efecto es devolutivo. Por lo tanto, se sobreentiende que el objetivo en este punto es solamente recaudar dinero al hacer efectivo el pago de la sanción y luego efectivamente, continuar con la disputa. Se presenta un conflicto de interés muy evidente en el artículo 14²⁰ cuando incluye como una fuente de ingresos los recursos que por las multas imponga siendo inconstitucional. En siguiente lugar, según el artículo 145,

a la Cámara Federal que corresponda, la cual le imprimirá el trámite previsto en el Código Procesal Civil y Comercial de la Nación para las apelaciones libremente concedidas.

²⁰ ARTICULO 14. — Fuentes. Para su funcionamiento, la Comisión Nacional de Valores contará con los siguientes recursos: a) Los recursos que le asigne la ley de Presupuesto General de la Administración Nacional para el ejercicio vigente; b) Los recursos por las multas que imponga, y los percibidos en concepto de tasas de fiscalización y control, aranceles de autorización y otros servicios cuyos montos serán fijados por el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, a propuesta de la Comisión Nacional de Valores; c) Las donaciones o legados que se le confieran y las rentas de sus bienes. El citado organismo tendrá amplias facultades para asignar y redistribuir los fondos que le correspondan conforme el presente artículo.

el apelante debe cumplir con la pena impuesta por la CNV durante el transcurso del proceso, lo que viola claramente un principio constitucional ya que no está previsto que este órgano aplique sanciones. Además, es totalmente irrazonable ya que todavía no hay sentencia firme que determine la responsabilidad del sumariado violando el derecho de defensa. Tal como menciona Eduardo Barreira Delfino (2012), una resolución de la CNV tendría más fuerza sancionatoria que una del Poder Judicial ya que en este último caso la sentencia puede ser apelada ante la Cámara de Apelaciones y hasta que no se resuelva en este Tribunal de Alzada ninguna de las partes estará obligada a cumplir con la sentencia de primera instancia. Ejecutar la sanción de acuerdo al proceso administrativo sería una “(...) condena anticipada al juicio apelativo respectivo, prescindiendo de la instancia que permite el contralor judicial suficiente para convalidar el derecho a percibir la multa” (Barreira Delfino, 6, 2012). También, se puede concluir que la CNV tiene fuerza para sancionar a los distintos agentes sin ningún tipo de control permitiéndole generar una buena fuente de ingresos de forma totalmente discrecional.

Además, por medio del artículo 19 de la citada ley se afectan tanto las garantías constitucionales de defensa en juicio como del debido proceso del administrado de diferentes maneras. Se da un exceso en las tareas de supervisión, pudiendo la CNV hacer allanamientos sin que estos puedan ser recurridos según se establece en el artículo 150²¹, 151²² y 152²³. Los mismos tampoco se suspenderán por incidentes ni cualquier otra cuestión que pudiese sobrevenir. Por otro lado, también se afecta el derecho a trabajar al poder inhabilitar a directores, administradores, etc. o incluso la prohibición para efectuar oferta pública. Al tener un efecto devolutivo, estos individuos no podrán llevar a cabo sus funciones por un tiempo prolongado hasta que la cuestión no sea resuelta en la Cámara: “Si es recurrida la sentencia, cuál será el termino en el que se dicte sentencia en la respectiva cámara? la cuestión se volverá abstracta para ese entonces, encontrándose así el particular en la imposibilidad de ejercer su trabajo durante ese lapso (...)” (Tumminello, 5, 2014) En siguiente lugar,

²¹ ARTICULO 150. — Presupuestos. En las peticiones de órdenes de allanamiento, la Comisión Nacional de Valores indicará la documentación o información que pretende secuestrar y acreditará sumariamente su vinculación con funciones que le son propias así como también que aquella se encontraría o debería encontrarse en el lugar que se pretende allanar.

²² ARTICULO 151. — Carácter no contencioso. La orden de allanamiento se librará sin previa audiencia del afectado y no será recurrible por éste ni su cumplimiento será suspendido por ningún incidente o cuestión que introdujere, las que serán rechazadas sin más trámite; pero quedará a salvo su derecho de promover la reparación de los daños que la ilegitimidad de la medida o el exceso en que se hubiere incurrido en su ejecución le hubieren causado.

²³ ARTICULO 152. — Otras medidas de coerción. Las demás medidas de coerción que pudiera requerir la Comisión Nacional de Valores serán despachadas bajo su responsabilidad y previa acreditación sumaria de su necesidad y legalidad y el procedimiento estará sometido al régimen no contencioso establecido en el artículo anterior.

se le da una gran libertad a la CNV al permitirle declarar ciertos actos como irregulares e ineficaces sin que haya un sumario previo. Estos sólo deberían ser permitidos cuando sean observables a simple vista o en situaciones de urgencia y no en cualquier caso ya que le otorga aún más poder a la CNV. Además, se genera un claro conflicto de interés cuando el artículo determina como una fuente de ingreso “los recursos por las multas que la misma imponga” incitando a que la CNV sancione indiscriminadamente para obtener mayores recursos. Aunque se establezca un sumario anterior a la sanción sería extremadamente complejo garantizar objetividad ya que se realizarían dentro de la misma CNV por lo que no hay una separación de poderes. Estos hechos se evidencian en primer lugar con la cantidad de emisores y agentes que han tenido un proceso y con las resoluciones de la Cámara Comercial que solían aceptar las apelaciones de los fallados. Otro de los puntos del artículo 145 restringe el debido proceso al determinar que el plazo para apelar es solamente de 5 días “(...) lo que resulta notoriamente poco para asegurar el derecho de defensa y del justo proceso” (Elespe, 7, 2016). Finalmente, el sumariado debe ir contra la CNV que al mismo tiempo actúa como juez en estos casos cuando en realidad según el artículo 145 el Ministerio Público de la Nación es quien debería perseguir. Se debe tener extremos recaudos en estas situaciones ya que las frecuentes penalizaciones a las distintas partes generaran efectos negativos en el mercado local.

Otra modificación es la impuesta en el artículo 143²⁴ que eliminó el fuero comercial para ser remplazado por el contencioso administrativo. La razón fue simple, el segundo fuero se encontraba más apegado a los ideales del gobierno de turno que el fuero comercial que se entiende tiene un mayor grado de autonomía. De esta manera, se generó incertidumbre e inseguridad jurídica al dejar de lado a este fuero ya que era quien había regulado todas las problemáticas creando un claro entendimiento y jurisprudencia para todas las partes del modo en que se entendían las distintas cuestiones.

5.6 Desmutualización del mercado de capitales

A pesar de que se observan distintos puntos que claramente no son beneficiosos para el Mercado de Capitales nacional, hubo ciertos avances en comparación con la normativa anterior.

²⁴ ARTICULO 143. — Recursos directos. Corresponde a las Cámaras Federales de Apelaciones: a) Entender en la revisión de las sanciones que imponga la Comisión Nacional de Valores, incluso las declaraciones de irregularidad e ineficacia a los efectos administrativos y la suspensión o revocación de inscripciones o autorizaciones; b) Entender en la revisión de las denegaciones de inscripción y autorizaciones. En la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, será competente para entender en estos litigios la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Contencioso Administrativo Federal; pudiendo los litigantes del resto del país optar por que sus causas sean remitidas y resueltas por ésta.

El primer punto a resaltar es la desmutualización de los Mercados. Anteriormente, para participar como agente de bolsa se necesitaba en primer lugar ser accionista del mercado de valores donde se quisiera operar, además de constituir una garantía y, en segundo lugar, se requería ser socio de la bolsa de comercio a la cual estuviera adherido el mercado de valores correspondiente, según se establecía en el artículo 41 de la antigua ley, causando que existiera un número limitado de operadores. Así, se podría participar a través de otros medios que son establecidos por cada uno de los mercados a través de las denominadas membresías: “Las membresías pueden conferir, los derechos y obligaciones que cada mercado decida y ser, incluso temporarias o parciales en relación al conjunto de operaciones que un mercado ofrezca” (Luciani, 7, 2012). Debe resaltarse que tal como se desprende del artículo 19²⁵ en sus incisos (c) y (d), para operar primero deben ser aprobados por la CNV al tener la facultad de llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización para operar. Por último, el artículo 47²⁶ establece que es requisito contar con la autorización prevista por la CNV además de cumplir con otras formalidades. Debido al criterio anterior, el número de operadores era dependiente de la cantidad de acciones y, por lo tanto, la única manera de permitir más era aumentar la cantidad de acciones y el capital social o por medio del fraccionamiento del capital social generando así un mayor número de partes.

Como consecuencia de ello, el funcionamiento de los mercados estaba basado en un propósito operativo cuando debería buscar un rédito económico. Es decir, no tenían fines de lucro, su objetivo era principalmente la concreción de operaciones de bolsa. En el año 2002, el capital social “estaba fijado en \$21.750.000, representado por 250 acciones de \$87.000 valor nominal cada una, las que confieren a su tenedor el derecho político de un voto” (Camerini, 122, 2002). A partir de la Ley de Mercado de Capitales se da un aumento en la cifra de operadores por lo que se observa que el propósito de los mercados es buscar un mayor número de ingresos y así atraer a que los inversores participen de dicho mercado: “(...) debería traer consigo también la intención de los Mercados de convertirse en compañías superavitarias que puedan planificar una política de dividendos que incentive al público en

²⁵ ARTICULO.- 19 c) Llevar el registro de todos los sujetos autorizados para ofertar y negociar públicamente valores negociables, y establecer las normas a las que deban ajustarse los mismos y quienes actúen por cuenta de ellos; d) Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización para funcionar de los mercados, los agentes registrados y las demás personas físicas y/o jurídicas que por sus actividades vinculadas al mercado de capitales, y a criterio de la Comisión Nacional de Valores queden comprendidas bajo su competencia;

²⁶ ARTICULO 47. - Registro. Para actuar como agentes los sujetos deberán contar con la autorización y registro de la Comisión Nacional de Valores, y deberán cumplir con las formalidades y requisitos que para cada categoría establezca la misma.

general a invertir en ellas” (Luciani, 9, 2012). De esta manera, al haber un mayor número tanto de personas físicas como jurídicas que puedan operar y con el nuevo foco de los mercados, los números deberían aumentar en consideración.

5.7 Calificadoras de Riesgo

Por último, se buscó limitar el poder de las mayores calificadoras de riesgo que conformaban un oligopolio: Standard and Poors (en adelante “S&P”), Fitch y Moody’s al permitir que nuevos organismos puedan confeccionar informes de riesgo. La Ley de Mercados de Capitales las define como “entidades registradas ante la CNV para prestar servicios de calificación de valores negociables y de otro tipo de riesgos”. Así, el rol de estas empresas es básicamente establecer la capacidad que tiene el emisor en cada caso en particular de poder cancelar su deuda otorgando una calificación que va desde “C” hasta “Aa1”. Son sumamente importantes ya que determinan el comportamiento de los inversores al determinar si una emisión es segura o no: “Debido a la gran influencia que ejerce en el mercado nacional e internacional exige una altísima responsabilidad, debiendo llevarse a cabo con especial cuidado y prudencia y con estricto apego a las normas reglamentarias y de acuerdo a ese baremo debe ser juzgada” (Martorell y Martorell, 8, 2014).

Estas empresas se presentaban en crisis debido a su rol negativo durante la crisis del 2008 cuando otorgaron buenas calificaciones a instrumentos que luego demostraron no merecer esas calificaciones cuando estalló la crisis de la burbuja inmobiliaria: “(...) se encuentra en crisis en el mundo entero, no solamente en Argentina, a partir de la comprobación que han hecho los inversores, al advertir que en las últimas crisis económicas mundiales, la calificación de riesgo no ha podido prevenir los colapsos que sobrevendrían” (Camerini, 517, 2007). El poder de estas organizaciones consiste en la influencia que tienen en el mercado debido al grado de especialidad que tienen y por sobre todo a su capacidad para mejorar sustancialmente o defenestrar el perfil de una empresa o incluso un Estado al poder manipular la calificación presentada al público. Al no representar de manera idónea la situación exacta de una emisión se genera una evidente “desinformación del inversor”. Desde una perspectiva ética y profesional se entiende que si no actúan de acuerdo a lo establecido para calificar una emisión es totalmente perjudicial para las calificadoras ya que se alejan de su función principal que es informar objetivamente el riesgo de una emisión. Sin embargo, debido a su influencia sobre los potenciales inversores a la hora de incentivar o no a estos, se les concede a las calificadoras un alto grado de poder por parte de las emisoras: “(...) les permite elevar o defenestrar a una empresa

pulverizando o ensalzando el valor de los títulos que se emite por vía de su calificación, en segundo término la incidencia que ello puede acarrear para las economías nacionales en los momentos de crisis, ayudando a paliarla o acentuándola (...)” (Martorell, 1, 2014). Estos asuntos requieren una legislación exigente y que efectivamente existan sancione cuando estas no actúan dentro de los parámetros.

Todo esto hace que los distintos países hayan establecido y establezcan nuevas legislaciones con el fin de limitar su influencia y establecer responsabilidades por su mal desempeño. A pesar de que EEUU. sea uno de los países que otorga mayor libertad para operar, seis Estados de aquel país presentaron una demanda contra S&P por un total de U\$S 5.000²⁷ millones al otorgar una buena calificación cuando en realidad presentaba grandes riesgos. Esta demanda fue sumamente importante ya que demostró que todo organismo del mercado de capitales será juzgado cuando por distintas razones no cumpla efectivamente con su labor tomando en consideración las graves consecuencias que puede traer aparejado el comportamiento de las calificadoras: “(...) que se encuentran situadas dentro de las estructuras institucionales de los Estados en los que actúan, terminan poniendo en jaque a su población y a la soberanía nacional, en aras de la satisfacción de un desmedido afán de lucro (...)” (Martorell y Martorell, 8, 2014). Tampoco argumentamos que es conveniente una excesiva regulación ya que ello impediría la capacidad de acción y reacción, sino que las normas deben ser precisas y efectivas. Marcelo Camerini propone ir más allá del debate respecto a ofrecer mayores libertades o garantizar más control al establecer que se debe hacer énfasis en el modo de controlar a las calificadoras: “(...) por uno que mejore la calidad de la regulación, profundice la transparencia de su desenvolvimiento en el mercado de capitales y tutele en forma amplia el interés público” (Camerini, 523, 2007)

Recientemente, en nuestro país la Corte Suprema resolvió sancionar a S&P en el fallo “Comisión Nacional de Valores c/ Standard & Poors Ratings LLC. Suc. Argentina s/ organismos externos” por su tarea defectuosa cuando calificó el Programa de Obligaciones Negociables (en adelante “O.N.”) “Serie Senior y Subordinada” por U\$S 1.500 millones y “Programa Global de Obligaciones Negociables” por un total de U\$S 500 millones que fueran emitidos por Citibank y Bank Boston respectivamente. La calificación determinada fue “AAA” a pesar de que las emisiones fueron seis meses después de que el país entrara en una severa crisis produciendo una tasa de desempleo del 25%, pobreza de más del 50% y una gran caída del PBI. Las razones fundamentales según la Corte para responsabilizar a la calificadora fue en primer lugar ratificar el poder de policía de la CNV sobre

²⁷ Martorell, María Elisa y Ernesto, “Responsabilidad de las Calificadoras de Riesgo”, 4 de junio de 2014.

todos los asuntos que competen a su materia. Posteriormente, debido a que ninguno de los dos bancos presento los estados contables la calificación debió ser “E” y no “AAA” ya que el artículo 13 del decreto Nacional N° 656/92 establece que cuando no se cumple con “los requisitos de información impuestos por las normas vigentes y necesarias por las normas vigentes y necesarias para la calificación de su título” se impondrá la peor calificación. Por último, determina también la responsabilidad de los directores ya que el artículo 59 de la Ley de Sociedades especifica que los mismos deben actuar como un buen hombre de negocios y en este caso se debe ser sumamente estricto cuando se controla la tarea del Consejo de Calificación.

La Ley de Mercado de Capitales permitió también el ingreso de nuevos agentes calificadoros como las universidades públicas nacionales lo que a nuestro criterio es positivo. A pesar de que las limitaciones a las calificadoras son positivas no se entiende por qué se estableció en el artículo 57²⁸ que solamente las universidades públicas podían determinar una calificación: “Lo que resulta incomprensible es el porqué de la exclusión de las universidades privadas como agente de calificación de riesgo (...)” (Tavarone, 2, 2015). No se sabe cuál fue la razón que llevó a restringir a las universidades privadas y distintas organizaciones de la sociedad civil aunque se puede intuir que las otras eran las únicas autorizadas debido a que están sujetas a un mayor control por parte del Estado. Además de proveer una enumeración incompleta de posibles organizaciones que podrían brindar una calificación de riesgo, la normativa presenta un error ya que las calificadoras no determinan el riesgo de títulos de renta variable, sino que sólo lo hacen respecto de aquellos títulos de renta fija con riesgo crediticio.

5.8 Resultados

Las distintas acciones llevadas a cabo, en teoría, para proteger a los inversores minoritarios fueron un desincentivo para el mercado de capitales en general: “Cuanto mayor sea la intervención reguladora del Estado en la actuación de la iniciativa privada, condicionándola en sus proyecciones naturales, los mercados se desvanecen, se atrofian hasta hacerlos languidecer (...)” (Barreira Delfino, 1,

²⁸ ARTICULO 57. — Agentes de calificación de riesgo. La Comisión Nacional de Valores establecerá las formalidades y requisitos que deberán cumplir las entidades que soliciten su registro como agentes de calificación de riesgo, incluyendo la reglamentación de lo dispuesto en la presente ley y determinando la clase de organizaciones que podrán llevar a cabo esta actividad. La Comisión Nacional de Valores podrá incluir dentro de este registro a las universidades públicas autorizadas a funcionar como tales, a los efectos de su actuación, fijando los requisitos que deberán acreditar considerando su naturaleza.

2012). Por el contrario, cuanto más libertad se les otorgue a los mercados estos tienden a lograr una mayor eficiencia en la asignación y distribución de los recursos. La modificación de la Ley de Oferta Pública permitió una mayor intervención por parte del Estado y en efecto genera una gran incertidumbre a las empresas y los inversores. Las modificaciones no sólo no lograron que el volumen de operaciones aumente ni tampoco reposicionar a la Argentina respecto a los demás países de la región. Esta idea se pone de manifiesto en las siguientes tablas.

Millones de U\$S / US\$ Millions 2013

Bolsa	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio
Exchange	January	February	March	April	May	June
Buenos Aires	248,45	204,53	210,41	258,93	230,73	146,91
Boliviana	0,27	0,00	0,07	0,04	0,00	0,03
BM&FBOVESPA	73.841,43	67.935,00	69.346,58	85.731,02	72.251,07	79.209,84
Santiago	5.325,48	6.492,64	4.068,32	3.913,64	3.821,16	3.652,23
Colombia	2.261,84	2.612,86	1.673,94	2.362,20	2.918,11	1.938,91
Costa Rica	6,09	2,87	3,92	5,18	11,52	5,10
Guayaquil	1,21	0,46	1,56	6,57	1,67	1,76
Quito	3,30	1,99	6,18	4,25	2,41	10,47
El Salvador	1,38	2,14	1,30	0,83	1,97	0,87
BME	115.114,70	69.903,01	76.949,33	94.221,41	81.003,88	88.971,96
Mexicana	13.303,56	13.349,04	15.022,04	14.983,63	16.356,24	14.723,36
Panamá	15,21	4,14	5,48	12,64	24,23	5,75
Lima	429,26	466,78	389,27	895,84	412,92	341,28
Euronext Lisboa	2.349,29	2.653,82	2.911,44	3.258,00	3.367,28	2.483,79
Caracas	4,42	2,44	3,54	3,54	6,58	17,32

Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Países	Capitalización acciones s/ PIB	Vol. Negociado s/ capitalización acciones	Bonos privados en circulación s/ PIB	Bonos públicos en circulación s/ PIB
Chile	79%	11%	45%	19%
México	31%	32%	28%	38%
Colombia	29%	17%	25%	47%
Brasil	26%	102%	31%	68%
Perú	24%	3%	30%	31%
Argentina	9%	9%	5%	45%

Fuente: Proyecto de Nueva Ley de Mercado de Capitales.

En la tabla superior se observa que para el año 2013 (enero- junio), la Bolsa de Buenos Aires tuvo una actividad de U\$S 1.300 millones, lo que representa en promedio unos U\$S 217 millones mensuales. Si se la compara con otras ciudades de Latinoamérica, el número resulta extremadamente bajo. En Santiago de Chile, una ciudad con menos de la mitad de habitantes que Buenos Aires, las transacciones llegaron a U\$S 23.452 millones para la primera mitad del mismo año. En Lima para el mismo período el total de dólares en movimiento fue U\$S 2.935 millones, es decir, más del doble que la cifra de Buenos Aires. Y si hablamos de la Bolsa de Valores de San Paulo (en adelante “Bovespa”) la cifra aumenta significativamente a U\$S 448.255 millones. Mientras que en la actualidad los números de BCBA reflejan 156.000²⁹ operaciones diarias lo que es menos de la mitad del movimiento registrado en Santiago mientras que en San Paulo el número es de 20,2 millones. Al momento que el Gobierno envió el Proyecto al Congreso en el año 2015, nuestro país no llegaba al 10% del PBI, mientras que otros países como Chile tiene el 79%, en Brasil un 26% y en Perú un 24%. Por otro lado, las cifras demuestran una disminución importante si se lo compara con lo que sucedía hace veinte años en cuanto al movimiento de capital además de una grave reducción de empresas se encontraban listadas: “Hacia 1961 había 660 empresas listadas en la Bolsa. Hoy solo quedan 106” (Etcheverry, 2007, 378). Para 2014, el número bajo a 95 empresas mientras que en Brasil el número llega a 400 y en Chile como en Perú hay un total de 200 aproximadamente. En la actualidad, de los U\$S 50.000³⁰ millones que hay en stock, U\$S22.000 millones pertenecen a acciones mientras que los U\$S 28.000 millones restantes pertenecen a bonos y fideicomisos.

Sin embargo, si se observa el PBI de estos países, Argentina ocupa el segundo lugar de la región con un total de U\$S 771.000 millones, una gran diferencia sobre Chile y Perú que rondaban para ese mismo año los U\$S 350.000 millones. Estas cifras demuestran las posibilidades de desarrollo que tiene nuestro mercado al tomarse en consideración el tamaño de la economía del país. Si el PBI es el doble de países como Chile o Perú, esos valores también podrían verse reflejado en el mercado de capitales.

Para que efectivamente se logre un cambio debe lograrse estabilidad tanto en cuestiones normativas como a nivel monetario con el fin de otorgar la previsibilidad esperada al mercado. Un claro ejemplo de esta falta de incentivos es la salida del país de más de U\$S 100.000 millones durante el periodo 2000-2014, lo que representa más del doble de la capitalización bursátil de nuestro país.

²⁹ “Ley de Mercado de Capitales clave para que Buenos Aires sea el centro financiero regional”, iprofesional.com, 10 de abril de 2017

³⁰ “Ley de Mercado de Capitales clave para que Buenos Aires sea el centro financiero regional”, iprofesional.com, 10 de abril de 2017

6. Nueva Ley de Mercados de Capitales

6.1 Introducción

Para que la salida de la Argentina al mercado internacional sea exitosa se debe cambiar la imagen del país y así atraer inversores del exterior. Se necesita de un programa serio, con normas claras y precisas que no den lugar a dudas y ambigüedades como pasa actualmente con el artículo 20 de la Ley de Mercado de Capitales. Así, se otorgará mayor seguridad jurídica y estabilidad a los inversores, por sobre todo a los extranjeros que son reacios a invertir en el país debido a su mala imagen. La nueva normativa debe ser continuadora de distintas acciones como fueron la salida del default y del cepo cambiario. El Estado tiene que llevar a cabo políticas, tanto a nivel nacional como internacional que ayuden a la inversión a través de incentivos. En primera instancia, el marco impositivo es trascendental. Debería darse una estrategia que beneficie a todos aquellos que deseen invertir en este mercado como también a las empresas que se encuentren listadas en la CNV. En segundo lugar, debe establecerse una política monetaria estable que logre reducir la inflación y mantener el valor del peso frente a otras monedas. Posteriormente, sería totalmente útil llevar a cabo distintas campañas con el fin de hacer más visible el mercado de capitales y de concientizar a la población sobre los beneficios que este sistema conlleva.

Al no haberse reglamentado la norma en cuestión se truncó el primer objetivo que era captar el dinero surgido por medio de la Ley N° 27.260 de Sinceramiento Fiscal (en adelante “Régimen de Sinceramiento Fiscal”) que llegó a la suma record de US\$ 116.800 millones³¹. El blanqueo se presenta como una gran posibilidad para reactivar el mercado ante la posibilidad de que esos montos disponibles sean invertidos. Sin embargo, debe pensarse a largo plazo para obtener los resultados esperados: “(...) si se pretende que el blanqueo no sea meramente un resultado, sino un comienzo, una solución, más que una táctica, es mucho lo que resta por hacer” (Saravia Frías, 4, 2016). Sin embargo, para generar esto, se deben establecer normas claras y garantías a los inversores que le permitan invertir de acuerdo a su conveniencia y sin estar atado a incertidumbres por posibles cambios o resoluciones que afecten sus intereses personales. En caso de lograr atraer estos fondos el volumen crecería en gran medida dado que al mes de agosto del 2016 se generaba un volumen total de US\$ 50.000 millones³².

³¹ Corujo, Sabrina, “Tres carteras posibles para los dólares surgidos del blanqueo”, La Nación, 16 de abril de 2017

³² “El Mercado de Capitales: Todo sobre la reforma de su ley”. Información Global. 5 de agosto de 2016

Posteriormente y pensando a largo plazo, Argentina tendría la oportunidad de presentarse como un mercado alternativo sumamente interesante debido a las pocas opciones que se presentan para invertir y en segundo lugar a las condiciones en el cual se presenta un margen de ganancia superior al de otros mercados:

“(…) con tasas de interés internacionales históricamente bajas, hay incentivos para que los argentinos que participen del blanqueo o que tengan dinero declarado en el exterior lo inviertan en activos del mercado local, que ofrecen tasas de rendimiento mucho más atractivas” (Donovan, La Nación, 2016).

El Proyecto enviado al Poder Legislativo, a diferencia de la reforma anterior, busca actualizar los diferentes marcos normativos que se relacionan con el mercado de capitales de forma tal que exista una congruencia entre todas estas, ajustándose a las nuevas complejidades prácticas permitiendo que la Argentina se acerque a los países con mayor desarrollo en estos aspectos.

A continuación, se mencionarán los distintos artículos que se presentan en el Proyecto y que modificarán lo establecido en la Ley de Mercado de Capitales para lograr más eficiencia y conveniencia para las distintas partes. Por otro lado, se comentarán algunas cuestiones que van más allá del plano legal pero que son sumamente importante para lograr el desarrollo esperado.

6.2 Modificación de ciertos artículos

Tal como se comentó anteriormente, ciertos artículos deben ser modificados en la nueva ley para que el volumen de mercado aumente. El Proyecto menciona cuáles serán los pasos a seguir.

6.2.1 Artículo 20

En primer lugar, el artículo 20 de la Ley de Mercado de Capitales que, a la vez, es el más controversial es modificado en el Proyecto. Por medio de este, se le otorga al Estado el poder de intervenir desde el núcleo de la sociedad como son las asambleas al designar veedores e incluso la posibilidad de remover directores por un periodo máximo de seis meses. Al no especificarse claramente en que situaciones se puede llevar a cabo este tipo de acción, se genera un alto grado de discrecionalidad que da lugar a que el Estado intervenga cuando crea que se perjudique cualquier interés de los accionistas minoritarios.

La idea de proteger excesivamente a los inversores minoritarios generó externalidades negativas. Semejantes facultades otorgadas a la CNV que pudo haber incentivado la inversión de estos grupos, restringió la de los grandes inversores o las mismas empresas que son quienes realmente generan un cambio en la cantidad de operaciones. Así como esta acción favorece a un sector determinado, perjudica a otro que representa una mayor participación de mercado. En el largo plazo, esta decisión termina siendo negativa para todos los sectores ya que los accionistas minoritarios dependen de los grandes accionistas para obtener los dividendos esperados y, si estos últimos no ven ningún tipo de beneficio a la hora de invertir el mercado de capitales, se terminará estancando. Los números evidencian lo explicitado.

Todo esto crea una situación en la cual se observa un alto grado de intromisión por parte del Estado a través de la CNV cuando éste debería ser totalmente autónomo regulándose a través de las reglas propias que establezca el mercado. La fuerte presencia del ente regulador sin ningún tipo de control por parte del Poder Judicial ni tampoco posibilidad de defensa por parte de los sumariados representa un claro exceso en sus facultades y genera una gran incertidumbre e inseguridad en el inversor que no tiene la certeza exacta de lo que puede llegar a suceder en el futuro ya que el Gobierno (a través de la CNV) podrá interferir cuando lo crea necesario para proteger sus intereses por sobre los de los participantes. Se elimina así la función primordial del Poder Judicial como es el control de las normas permitiendo la intromisión del sector público sobre el privado. La ambigüedad de las normas genera otra problemática. Cada uno de los artículos debe ser claro y preciso para que se regule de acuerdo a lo que se dice específicamente en la normativa para evitar que el criterio de quien juzgue deje dudas en los inversores en cuanto a cuestiones futuras y que desalienten el uso del mercado.

Por medio de la nueva norma proyectada se prevé la eliminación del artículo mencionado. Estas cuestiones pasaran a ser resueltas por la Ley de Sociedades que establece respuestas muy similares a la Ley de Mercado de Capitales con la diferencia de que habilita la intervención judicial previa. Este principio debe darse de manera restrictiva para no interferir en la vida de las sociedades.

6.1.2 Vuelta al fuero comercial

Por medio del artículo 65³³ del Proyecto se sustituye el 143 otorgándole competencia a los fueros comerciales. En 2012, la Ley de Mercado de Capitales estableció que todo conflicto sería resuelto por el fuero contencioso administrativo cuando anteriormente los conflictos se resolvían ante el fuero civil y comercial. Las razones fueron meramente políticas ya que tanto dese el punto de vista práctico como legal no tiene ningún justificativo. Esta idea también trajo inseguridad e imporesivilidad a los inversores al ser un fuero completamente nuevo sin relación ni tampoco historia alguna con el mercado de capitales: “El fuero contencioso no tiene especialidad, no tiene lógica que dirima sobre cuestiones de Mercado” (Donovan, La Nación, 2016). Las partes no sabrían de qué modo responderían ante cualquier controversia al no haber jurisprudencia alguna. Sin duda con la Ley de Mercado de Capitales se dieron diferentes avances sin embargo esto fue claramente un retroceso.

6.1.3 Defensa de los sumariados

Mediante el artículo 62³⁴ del Proyecto se exige en el sumario administrativo una audiencia con el fin de que el sumariado sepa las razones del caso para así poder establecer una defensa cumpliendo con los derechos establecidos a nivel constitucional. El siguiente artículo establece que el directorio de la CNV pueda desestimar la defensa cuando el proceso no tenga fundamentos, con el fin de evitar los efectos dañinos que puede generar un proceso en las empresas. Por otro lado, el artículo 140³⁵ permite a la CNV exigir la presencia de los directores de la empresa sumariada.

³³ ARTICULO 143.- Recurso. Competencia: I. Recursos directos. Corresponde a las Cámaras de Apelaciones con competencia en materia comercial: a) Entender en la revisión de las sanciones que imponga la CNV, incluso de las declaraciones e irregularidad e ineficacia a los efectos administrativos y las suscripción o revocación de inscripciones o autorizaciones y b) Entender en la revisión de las denegaciones de inscripción y autorizaciones. II Competencia de la Cámara de Apelaciones en lo Comercial. En la Ciudad Autónoma de Buenos Aires será competente para entender en estos litigios la Cámara de Apelaciones en lo Comercial; pudiendo los litigantes del resto del país optar porque sus causas sean remitidas y resultas por esta.

³⁴ ARTICULO 138.- Tramitación. La sustanciación del sumario será función de otra dependencia de la Comisión Nacional de Valores separada e independiente de la que formule la propuesta de cargos. La dependencia sumariante, una vez sustanciado el sumario, elevara las actuaciones al directorio con sus recomendaciones para la consideración y decisión del mismo. Las decisiones que dicte la CNV instruyendo sumario y durante su sustanciación serán irrecurribles, pero podrán ser cuestionadas al interponerse el recurso respectivo, si se apelara la resolución definitiva. Una vez formulada la propuesta de los cargos y en forma previa a la apertura a prueba del procedimiento sumarial, se celebrará una audiencia preliminar y para recibir las explicaciones de los imputados y con la finalidad de determinar los hechos cuestionados, a los efectos de dar virtualidad a los principios de concentración, economía procesal e intermediación.

³⁵ ARTICULO 140.- Procedimiento abreviado. La CNV podrá disponer, en la resolución de apertura del sumario, la comparecencia personal de las partes involucradas en la investigación a la audiencia preliminar prevista en el artículo 138 de la presente ley para requerir las explicaciones que estime necesarias y aun para discutir las discrepancias que pudieren existir sobre cuestiones de hecho labrándose acta de lo actuado en dicha audiencia preliminar. En la citación se hará constar concretamente el objeto de la comparecencia. De resultar admitidos los hechos y mediando el reconocimiento expreso por parte de los investigados de las conductas infractoras y de su responsabilidad, la CNV podrá disponer la conclusión de la investigación resolviendo sin más trámite la aplicación de las sanciones que correspondan.

El artículo 67 modificará al artículo 145 expandiendo el plazo para la presentación de recursos a quince días cuando anteriormente eran solamente cinco. De esta manera, se le da un plazo lógico para poder fundar una defensa acorde a lo que se esté planteando en cada caso en particular cuando anteriormente el plazo no permitía que los sumariados puedan presentar sus recursos de manera satisfactoria. De esta manera, se garantizará el debido proceso y el derecho de defensa.

Por otro lado, el efecto del recurso interpuesto ya no será devolutivo, por lo que volverá a ser suspensivo, tal como sucedía con la Ley de Oferta Pública. Se logra brindar así una mayor seguridad jurídica además de proteger el derecho de propiedad. Permite que el sumariado disponga de ese dinero que antes estaba inmovilizado hasta que tener una sentencia. Finalmente, el dinero proveniente de multas impuestas a las emisoras será destinado al Tesoro Nacional con el fin de evitar conflictos de intereses.

6.1.4 Autonomía de la CNV

En primer lugar, se busca resolver la laguna jurídica que presenta el artículo 11³⁶ al no establecerse el criterio a seguir en caso de empate por lo que se le permite de esta manera, resolver en caso de empate. Se le otorga la facultad al presidente y luego al vicepresidente cuando hayan estado presentes todos los miembros del Directorio.

En cuanto al artículo 12³⁷, el mismo establece que las resoluciones dictadas por el presidente en conjunto con un director tendrán efecto legal en situaciones excepcionales que impidan una reunión del Directorio.

El artículo 14³⁸ a su vez determina que las fuentes de ingreso de la CNV también cambiarán. Se espera un crecimiento de las fuentes de ingreso para lograr un mayor grado de optimización y

³⁶ ARTICULO 11. - Quórum y mayorías. El directorio de la Comisión Nacional de Valores sesionará con la mayoría de los miembros, sin que sea necesario que se encuentren en el mismo recinto si estuvieren comunicados por medios de transmisión simultánea de sonido, imágenes y palabras, según la reglamentación que al efecto dictará el organismo.

³⁷ ARTICULO 12.- Situaciones excepcionales. Cuando circunstancias excepcionales impidieren al directorio de la CNV sesionar válidamente por falta de quorum o fuere necesario adoptar resoluciones urgentes, el presidente conjuntamente con al menos un (1) director que se encontrare en la sede del organismo podrán adoptarlas por si y bajo su responsabilidad “ad referendum” del directorio al que informaran en su primera sesión.

³⁸ ARTICULO 14.- I. Fuentes para su funcionamiento, la CNV contara con los siguientes recursos: a) Los recursos que le asigne la Ley de Presupuesto General de la Administración Nacional para el ejercicio vigente: b) Los recursos percibidos en concepto de (1) tasas de fiscalización y control y (2) aranceles de autorización de la oferta pública de valores negociables y registración de los distintos agentes, mercados, cámaras compensadoras y entidades de registro de derivados que se encuentren bajo fiscalización de la CNV y (3)

autonomía al poder que permitirá mantener el mismo número de personal e inclusive aumentarlo pudiendo capacitarlos. El financiamiento se originará del monto asignado en la Ley de Presupuesto de cada año y de los aranceles de fiscalización y control, autorización de las ofertas públicas y la registración de los nuevos agentes. Además, se hará una actualización en el monto de las multas pasando el mínimo a \$100.000 y el máximo a \$100.000 generando que las sanciones si tengan sentido e incentive a las empresas a cumplir con lo reglamentado.

Al derogar los artículos 42 y 85 que establecían la facultad del BCRA para interferir en cuestiones de la CNV se está reconociendo la autarquía de la CNV que previamente estaba totalmente cuestionada al permitir la intervención por parte del BCRA. Finalmente, se le otorga independencia para actuar de acuerdo a lo que crea que es más conveniente para sus intereses sin ningún tipo de interferencia por parte de esta institución ni tampoco del Poder Ejecutivo. Debe resaltarse que en la Carta Orgánica del Banco Central no se establece ninguna tarea referida al mercado de capitales.

6.3 Mejora en la transparencia para llegar al inversor internacional

Otro de los objetivos del Proyecto es brindar una mayor transparencia para atraer a inversores nacionales y extranjeros. Debe resaltarse que la confianza de las partes no solo se brinda por la seguridad jurídica que puede otorgarse a través de un marco jurídico, sino que también es necesario generar estabilidad a nivel económico y político.

Lograr el ingreso de inversores extranjeros sería un gran impulso para el mercado de capitales nacional ya que permitiría el acceso de capitales que en el país sería inverosímil de conseguir. Un aumento en las inversiones extranjeras generaría que los números aumenten potencialmente. Argentina debería seguir el ejemplo de Brasil que alcanzo que un 21%³⁹ del volumen de sus operaciones sean extranjeros cuando anteriormente solía ser del 7%. Un aumento en el número de inversores extranjeros, generará un impacto considerable debido al reducido tamaño del mercado actual.

A partir del 2012 debido a la crisis de las calificadoras que genero la pérdida de confianza en los inversores y con la idea de lograr una mayor intervención por parte del Estado, la CNV paso a tener

de otros servicios que el organismo preste a las personas bajo su fiscalización. Los montos de dichos recursos serán fijados por el Ministerio de Hacienda y Finanzas públicas, a propuesta de la CNV; y c) Las donaciones o legados que se le confieran y las rentas de sus bienes.

³⁹ Alvarez, Dario Sebastian, "Desarrollo del mercado de capitales brasileño en el siglo XXI. Políticas públicas, participación del sector privado y la respuesta de los inversores en el mercado de capitales de Brasil desde el año 2000 a la actualidad", UdeSA, 31 de agosto de 2011.

un rol preponderante a la hora de establecer el riesgo de las nuevas emisiones por lo que las grandes calificadoras de riesgo quedaron a un lado. Se creía que la fuga de capitales al exterior era por las pobres calificaciones dadas a las emisiones y no las políticas implementadas, por lo tanto, decidieron simplemente la eliminación de estas, cuando en realidad sólo deberían reflejar lo que sucede en el mercado. Se puede observar entonces, que no buscaron solucionar el problema de fondo que era básicamente evaluar el porqué de las calificaciones. La decisión tomada fue una de las causas que generó un aumento en la fuga de capitales al aumentar aún más la incertidumbre ante la falta de normativas y la eliminación de esta garantía incrementando el problema.

Con la entrada en vigor de la nueva normativa, se busca que las calificadoras de riesgo vuelven a tener el mismo rol preponderante que tenían previo al año 2012. Uno de los fines de la nueva ley es brindar estabilidad a todos los participantes del mercado de capitales con el objetivo de mejorar las calificaciones. Lo primordial es establecer políticas y regulaciones precisas y por sobre todo estables en el tiempo que demuestren cuales son las intenciones de la CNV para de esa forma atraer a todos los interesados de participar en el sistema bursátil al obtener mejores calificaciones. La nueva normativa debe obligar a las empresas cotizantes a elevar los estándares de calidad y seguridad para llegar a estándares internacionales: “El BYMA, se creó en función de generar un nuevo mercado más federal y con estándares internacionales, y para ello se adquirió y modificó según los requisitos locales la plataforma Millennium, que es la que usa la Bolsa de Londres” (Arbia, Infobae, 2017). Obtener una buena calificación es crucial a la hora de atraer inversores extranjeros ya que verán que sus inversiones están protegidas de distintas cuestiones que podrían afectarlas y a la vez conocerán cuales son las reglas de juego previo a invertir logrando previsibilidad del mercado.

Las calificaciones mejoraran no sólo con una nueva legislación sino también cuando aumente la credibilidad de las instituciones del mercado por parte del público generando así una mayor transparencia y seriedad. Una buena manera de mejorar la imagen podría ser la creación de un órgano independiente que tenga el único fin de proteger a los inversores. Así, se generaría más confianza entre los inversores al tener conocimiento de la protección ofrecida por esta nueva institución que no se encontraría influenciada por ninguna otra institución del mercado de capitales argentino actuando sin ningún conflicto de intereses y con completa objetividad. El BYMA pensó en ello y creará un área de preclasificación de los emisores e instrumentos de la oferta pública que junto con la incorporación de la plataforma “Millenium” permitirá otorgar más transparencia.

Es sumamente importante para el crecimiento del mercado que Argentina logre ser declarado un mercado emergente. A pesar de las especulaciones para que sea considerado nuevamente un mercado emergente, esto no sucedió por lo que sigue desde el año 2009 clasificado como uno de frontera. Los criterios para lograr esto son la mejora en la accesibilidad y la liquidez del mercado, también es importante el tamaño del mercado de capitales como el de la economía nacional. La nueva calificación habría generado un cambio en la percepción del país por parte de los inversores, ya que al ser emergente se entiende que el mercado otorga un mayor grado de confianza, seguridad y garantía en todo aquel que quiera invertir. Hubiese sido un gran impulso para las empresas argentinas que se verían totalmente beneficiadas al crearse un flujo de capital de aproximadamente US\$ 1.400 millones destinados a otorgarle liquidez y financiación. Las razones que llevaron a pensar en esta re-categorización son fundamentalmente la creación del BYMA, las políticas llevadas a cabo por el nuevo gobierno eliminando ciertas restricciones con el fin de liberar el mercado y los resultados del mercado: “En lo que va del año, el Merval, el índice que sigue la evolución de las empresas líderes en el mercado local, subió casi 24%, y acumula una mejora de poco menos del 70% en un año” (Donovan, La Nación, 2017). Por otro lado, este cambio permitiría la llegada de grandes fondos internacionales al país ya que algunos de ellos no podían operar en mercados fronterizos.

En la nueva norma se aumentará la fiscalización de la CNV sobre los auditores externos y el Comité de Auditoría de las sociedades emisoras para que la información divulgada al mercado sea lo más precisa posible. Por medio del artículo 106 se busca garantizar también la independencia de los auditores externos y asociaciones profesionales de las sociedades que emiten Oferta Pública de valores negociables y en la actualidad, se limita a las firmas de auditoría externa y a los contadores dictaminantes. En el siguiente artículo se obliga a los Consejos Profesionales de Ciencias Económicas a que informen las infracciones cometidas y las sanciones impuestas a los contadores debido a informes de auditoría producidos sobre empresas emisoras. La CNV tendrá la facultad de llevar el registro de todas las partes encargadas de auditoría y de determinar los estándares de calidad e independencia. Adicionalmente, podrá exigir informes, aclaraciones, inspeccionar en caso de ser necesario y por último sancionar. Estos artículos garantizan un mejor control otorgando protección y transparencia a los inversores. Los límites que se fijen a la CNV deben ser claros para impedir un exceso en sus funciones.

Otra manera de obtener una mayor transparencia es a través de la creación de diferentes categorías para las empresas que cumplan con más requisitos de los que solicita la CNV tal como hizo Bovespa a través del “Novo Mercado”. Las categorías serían de acuerdo al cumplimiento por parte de

las empresas de los distintos estándares generando así una distinción entre las empresas que son parte de estos elementos distintivos y las que no. En consecuencia, se estaría satisfaciendo pautas más elevadas brindando una mayor seguridad a sus inversores especialmente los minoritarios, por otro lado, también otorgaría un mayor valor a las empresas que formen parte de esto.

6.4 Incorporación de nuevos artículos en paralelo con el Proyecto

A partir de la aprobación de la Nueva Ley de Mercado de Capitales, no solo se modificarán ciertos artículos que atentaban contra la confianza de los distintos actores en el mercado de capitales tal como se mencionó anteriormente, sino que también se regularan diferentes aspectos que anteriormente no se regulaban. A continuación, se mencionarán los más importantes.

6.4.1 Fondos de Inversión

Uno de los cambios más importantes que trae aparejado el Proyecto son los relativos a los Fondos Comunes de Inversión establecidos en la Ley N° 24.083 de Fondos Comunes de Inversión (en adelante “Ley de Fondos de Inversión”). En estos fondos, un grupo determinado de personas entrega dinero a la sociedad gerente para que este lo administre e invierta en diferentes activos permitiendo así una diversificación en la inversión. En el Proyecto se menciona que “(...) constituyen un vehículo de captación de ahorro e inversión fundamental para el desarrollo de las economías, permitiendo robustecer la demanda de valores negociables en los mercados de capitales, aumentando así su profundidad y liquidez” (Proyecto de Ley, 24, 2016). Debido a que el inversor tiene la posibilidad de decidir cuánto invertir en el fondo, posibilita diversificar la inversión en activos. Además, al poder segmentar la cartera de inversión se puede financiar elementos que no lo tendrían si no fuese por los Fondos Comunes de Inversión. Otorga un alto grado de liquidez al permitir a las partes vender y comprar cuotapartes cuando así lo requieran. Los puntos mencionados anteriormente generan que los pequeños inversores empleen en gran medida estos productos de inversión.

Debe resaltarse que en Argentina existen dos tipos de Fondos de Inversión: los abiertos y los cerrados. Los primeros suelen usarse en mayor medida debido a liquidez y a que no tienen cargas tributarias. El artículo 20⁴⁰ de la norma tiene el objetivo de brindar mayor flexibilidad para la

⁴⁰ Artículo 20.- Las suscripciones y los rescates de Fondos Comunes de Inversión Abiertos deberán efectuarse valuando el patrimonio neto del Fondo mediante los precios registrados al cierre del día en que se soliciten y conforme el procedimiento que establezca la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores. En los casos en que las suscripciones o rescates se solicitaran durante días en que no haya negociación de los valores integrantes del Fondo, el precio se calculará de acuerdo al valor del patrimonio del Fondo

suscripción como la adquisición. Por otro lado, en el caso de los fondos cerrados, la liquidez depende de la oferta y demanda debido a que son limitadas y cotizan en Bolsa. Se dará por medio de certificados que generará un mercado determinado entre inversores que deseen retirar su inversión y otros que quieran ingresar en un proyecto que se encuentra en proceso. Como consecuencia, la cantidad de activos que pueden conformar estos fondos son mayores que las que se presentan en los Fondos Abiertos pudiendo invertir en activos que sean menos líquidos. Otra distinción es que, previa conformidad de la CNV, podrán tomar deuda por lo que tendrán otra manera de desarrollo.

Debido a este tratamiento regulatorio diferenciado, los fondos cerrados en la Argentina nunca adquirieron suficiente volumen. A diciembre de 2015, los fondos cerrados representaban solamente un 2,4% del PBI mientras que en Chile un 14,0% y en Brasil el 35,2% según se establece en el Proyecto. A partir de la nueva norma se regularán aspectos que antes no se hacían, además se delimitará las responsabilidades de las sociedades y se garantizará un mayor control a través de la CNV. Tal como se menciona en el Proyecto debe darse un marco jurídico flexible y moderno, que tenga la capacidad de ofrecer nuevas posibilidades de financiación como también adaptarse a las complejidades actuales idea que se ve reflejada en “un nuevo tipo de fondo con la capacidad de replicar el comportamiento de un índice financiero o bursátil o de una canasta de activos” (Proyecto de Ley, 27, 2016) o también por medio de la creación de fondos especiales para inversores calificados.

En las modificaciones propuestas, el artículo 1 diferencia el patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión, las Sociedades Depositarias y Gerentes y el de los cuotapartistas, los cuales responderán solamente hasta el valor de su cuota parte, cuando anteriormente, estas sociedades respondían solidaria e ilimitadamente. Se permitirá que el objeto de los fondos sea amplio con el fin de simplificar este asunto teniendo en consideración el número de Fondos Comunes de Inversión y la variedad de objetos. En cuanto al artículo 2, otorga más opciones a estos fondos cuando anteriormente era solo para fines inmobiliarios.

El artículo 30⁴¹ determina la responsabilidad de las Sociedades Gerentes, estableciendo que deberán actuar como un buen hombre de negocios de acuerdo a, y en prioridad de, los intereses de las partes que componen el fondo. En nuestra opinión, si bien es correcto que se establezca como deben

calculado con los precios registrados al cierre del día en que se reanude la negociación. Cuando los valores negociables y derechos u obligaciones derivados de operaciones de futuros y opciones se negocien en mercados autorizados por el citado organismo, se tomará el precio del día, o en su defecto, el del último día del listado en los mercados de mayor volumen operado en esa especie y en los términos que disponga la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores.

⁴¹ ARTICULO 30.- La sociedad gerente deberá: b) Administrar de manera profesional los Fondos con la diligencia del buen hombre de negocios, en el interés colectivo de los cuotapartistas y priorizando en todos los casos dicho interés.

actuar como también priorizar a los cuotapartistas, deberían definirse estos conceptos como el término “buen hombre de negocios” para determinar con mayor objetividad cuando se obro como tal. El artículo establece también que la CNV será la encargada de determinar el patrimonio mínimo de las Sociedades Gerentes de acuerdo a la característica del Fondo, logrando una mayor efectividad desde lo legal y económico ya que no tiene ningún sentido que se presenten Fondos con capitales insignificantes para el rubro en el cual quieren invertir. Mientras que a través del artículo 5 se permite incrementar el patrimonio otorgando así más flexibilidad a los Fondos permitiéndoles expandir sus inversiones al tener mayor patrimonio cuando se administre un Fondo adicional. También se exigirán a estas sociedades que sean independientes de cualquier otra sociedad para evitar cualquier tipo de conflicto de intereses u otra situación que afecte el correcto modo de operar de una sociedad. Permite, de manera correcta a nuestro entender, que las Sociedades Gerentes administren carteras de inversión además de los mencionados fondos debido a los conocimientos y experiencia que tienen respecto de estos temas. Por último, este artículo exige que los Fondos Comunes de Inversión sean auditados por auditores externos e independientes al menos una vez por año.

El artículo 4 diferencia las responsabilidades de la Sociedad Gerente y la Depositaria estableciendo que ya no responderán solidariamente debido a que las sociedades son independientes entre sí por lo que no tiene sentido que respondan por la otra. Con el fin de proteger a los inversores se establece que todos los miembros del órgano de fiscalización deben actuar en pos de estos y no de los administradores. Un ejemplo de ello se da con la imposición del “hurdle rate” (tasa mínima de retorno que el Fondo debe conseguir con el fin de obtener una comisión por parte de los cuotapartistas). Cuando se aplica esta tasa en el reglamento de gestión, la sociedad buscará por todos los medios llegar a una determinada ganancia y de esta forma cobrar una comisión, pudiendo en muchos casos perjudicar a los participantes del fondo. Las sociedades que no sean financieras estarán encuadradas dentro del artículo 299⁴² de la Ley de Sociedades. También se prohíbe toda operación entre las dos Sociedades

⁴² ARTICULO 299. — Las sociedades anónimas, además del control de constitución, quedan sujetas a la fiscalización de la autoridad de contralor de su domicilio, durante su funcionamiento, disolución y liquidación, en cualquiera de los siguientes casos: 1°) Hagan oferta pública de sus acciones o debentures; 2°) Tengan capital social superior a pesos argentinos quinientos (\$a 500), monto éste que podrá ser actualizado por el Poder Ejecutivo, cada vez que lo estime necesario; (Nota Infoleg: por art. 1° de la Disposición N° 6/2006 de la Subsecretaría de Asuntos Registrales, B.O. 17/5/2006, se fija en PESOS DIEZ MILLONES (\$ 10.000.000.-) el monto a que se refiere este inciso) 3°) Sean de economía mixta o se encuentren comprendidas en la Sección VI; 4°) Realicen operaciones de capitalización, ahorro o en cualquier forma requieran dinero o valores al público con promesas de prestaciones o beneficios futuros; 5°) Exploten concesiones o servicios públicos; 6°) Se trate de sociedad controlante de o controlada por otra sujeta a fiscalización, conforme a uno de los incisos anteriores. 7°) Se trate de Sociedades Anónimas Unipersonales. (Inciso incorporado por punto 2.26 del Anexo II de la Ley N° 26.994 B.O. 08/10/2014 Suplemento. Vigencia: 1° de agosto de 2015, texto según art. 1° de la Ley N° 27.077 B.O. 19/12/2014).

incluyendo también sus controladas, controlantes, afiliadas, etc. El artículo 4 bis permite que la CNV disponga de uno o más veedores independientes que será elegido por los inversores para garantizar un mayor control. El veedor no deberá tener ningún tipo de relación con ninguna de las dos sociedades ni sus accionistas, vinculadas y afiliadas. Entre sus facultades debe denunciar a la CNV cualquier irregularidad que se presente, controlar que se cumpla con lo dispuesto en el Reglamento de Gestión, con las normas de conducta y con las políticas que previenen los posibles conflictos de intereses.

Tal como se mencionaba anteriormente, se permite invertir en Fondos especiales para los inversores calificados según se establece en el artículo 7 bis. También se generará una mayor variedad de acuerdo al perfil de los inversores permitiendo por ejemplo flexibilizar los requisitos en algunos de ellos para inversores que estén dispuestos a correr un mayor riesgo. De esta manera, se prevén distintos tipos de Fondos de acuerdo a las novedades y complejidades del mercado ofreciendo una mayor oferta de productos a los inversores. La eliminación de la doble aprobación que implicaba un doble control sin sentido es otro punto que beneficia a este financiamiento. Por medio del artículo 11 solamente se necesitará la conformidad de la CNV cuando anteriormente también se requería de la Inspección General de Justicia (en adelante “IGJ”) logrando de esta manera reducir la duración y el costo del proceso. Otro artículo sumamente importante es el 20 al brindar distintas maneras de suscripción y rescate. Los inversores podrán modificar el monto invertido o incluso retirarlo en su totalidad: “(...) como contrapartida de la inversión en activos que se caracterizan por su liquidez que realizan los Fondos Comunes de Inversión, se pautó la inmediatez de los rescates” (Proyecto de Ley, 33, 2016).

Finalmente, artículo 32 amplía las facultades de la CNV para regular, fiscalizar y registrar este tipo de operaciones. Deben regularse de forma completa y clara todos los asuntos internos que hacen al funcionamiento de estos Fondos y también de la Sociedad Gerente con el fin de brindar transparencia y seguridad jurídica a las partes. Se debe garantizar la realización de las asambleas, la presencia de auditores y veedores independientes que sean elegidos por los participantes.

6.4.2 Crowdfunding

Otra de las normas promulgadas es la Ley N° 27.349 (en adelante la “Ley de Emprendedores”) que, entre otros aspectos, permite desarrollar el crowdfunding. Este genera una nueva opción de financiamiento a través del Sistema de Financiamiento Colectivo (en adelante, “SFC”) que por sus características resulta atractiva especialmente a las Pymes. Es sumamente valioso la sanción de esta

ley a pesar de que existen ciertos aspectos que deberían ser revisados. Consiste en la entrega de pequeñas sumas de dinero por partes de varios inversores a través de internet con el fin de desarrollar una idea determinada. Se puede dar a través del endeudamiento u obteniendo participación en el mismo. Tal como se establece en el artículo 80 de la Ley de Mercado de Capitales, se necesita la aprobación de la CNV lo que implica ciertos gastos al emisor.

Se diferencia claramente de los otros modos de financiación por diferentes razones tales como: i) la operación se da por internet; ii) quien solicita los fondos no son empresas con una larga trayectoria, sino start-ups que pueden llegar a prosperar y tener un futuro; iii) el intermediario ya no es el colocador siendo sitios web; y iv) la inversión por cada uno de los participantes es muy baja a pesar de que hay un gran número de inversores.

Los riesgos que esto genera son muchos siendo por ello que las sumas de dinero invertida son bajas. Entre otras cuestiones, se presentan los siguientes factores: i) altas posibilidades de incumplimiento como de fracaso del emprendimiento; ii) poca liquidez; iii) poca información sobre los emisores, a lo que se le agrega su falta de experiencia en estos asuntos; y iv) riesgo de que fondos, al ser anónimos, provengan del fraude o lavado de activos.

El artículo 22⁴³ menciona que el SFC estará regulado y controlado por la CNV por lo la Ley de Mercado de Capitales será de plena aplicación a este sistema. Por su parte, el artículo 23⁴⁴ define los diferentes elementos que conforman este tipo de financiamiento.

⁴³ Artículo 22.- Sistema de financiamiento colectivo. Objeto. Autoridad de aplicación. Establécese la implementación del Sistema de Financiamiento Colectivo como régimen especial de promoción para fomentar la industria de capital emprendedor. El Sistema de Financiamiento Colectivo tendrá por objeto fomentar el financiamiento de la industria de capital emprendedor a través del mercado de capitales, debiendo la autoridad de aplicación establecer los requisitos a cumplimentar por quienes estén incluidos en dicho sistema. La Comisión Nacional de Valores será la autoridad de control, reglamentación, fiscalización y aplicación del presente título, contando a tales fines con todas las facultades otorgadas por la ley 26.831, disponiéndose que serán de aplicación al Sistema de Financiamiento Colectivo las disposiciones de dicha ley.

⁴⁴ Artículo 23.- Definiciones. Incorpóranse al artículo 2° de la ley 26.831, las siguientes definiciones referidas al Sistema de Financiamiento Colectivo: Plataforma de financiamiento colectivo: son sociedades anónimas autorizadas, reguladas, fiscalizadas y controladas por la Comisión Nacional de Valores y debidamente inscriptas en el registro que al efecto se constituya, con el objeto principal de poner en contacto, de manera profesional y exclusivamente mediante portales web u otros medios análogos, a una pluralidad de personas humanas y/o jurídicas que actúan como inversores con personas humanas y/o jurídicas que solicitan financiación en calidad de emprendedores de financiamiento colectivo. Responsable de plataforma de financiamiento colectivo: son las personas humanas designadas por los accionistas de la plataforma de financiamiento colectivo para el cumplimiento de los requerimientos exigidos por la Comisión Nacional de Valores, actuando en representación de la plataforma de financiamiento colectivo. Emprendedor de financiamiento colectivo: es la persona humana y/o jurídica que presenta un proyecto de financiamiento colectivo con la finalidad de obtener fondos del público inversor para su desarrollo, conforme la reglamentación que a tales fines dicte la Comisión Nacional de Valores. Proyecto de financiamiento colectivo: es el proyecto de desarrollo individualizado presentado por un emprendedor de financiamiento colectivo a través de una plataforma de financiamiento colectivo y que solicita fondos del público inversor con la finalidad de crear y/o desarrollar un bien y/o servicio.

Uno de los primeros aspectos que establece la Ley de Emprendedores es permitir un alcance amplio flexibilizando las reglas y permitiendo que cualquier empresa sin importar el rubro, pueda acceder a este sistema con la única obligación de poder soportar la carga regulatoria y económica que trae aparejado el crowdfunding. Luego, el artículo 24 menciona los “únicos” tres modos de financiamiento, a saber (i) acciones de una sociedad anónima o sociedad por acciones simplificada, (ii) prestamos convertibles en acciones de una sociedad anónima o de una sociedad, cuya interpretación del artículo 28 no permite la emisión de O.N. ni el endeudamiento ordinario; y iii) fideicomisos que, a pesar de su flexibilidad a la hora de incorporar bienes, sólo se podrán incorporar aquellos referidos en el inciso 1 y 2 “(...) de modo de no desvirtuar las referencias de los incisos precedentes y el régimen de exclusiones del artículo 28 de la Ley N° 27.349” (Paolantonio, 5, 2017). El artículo 28⁴⁵ no agrega mucho a lo mencionado anteriormente en el 24, sin embargo, el autor justifica su presencia debido a que el tema es realmente novedoso y para reforzar la interpretación de lo dicho anteriormente. En siguiente lugar, se exige en el artículo 26⁴⁶ una pluralidad de inversores con el fin de lograr la “indeterminación” de los potenciales inversores. Sin embargo, creemos que podría limitarse en caso de que los inversores sean más calificados en tanto y en cuanto “(...) se mantenga una razonable amplitud de destinatarios para que exista la inversión colectiva a la que alude la norma” (Paolantonio, 7, 2017). Los fondos obtenidos deberán ser usados para el proyecto propio (debe ser específico y no algo general) y no para terceros. El cuarto inciso que mencionado artículo establece que deberá sujetarse a lo establecido por la CNV por lo que es redundante debido a que ya se menciona en el artículo 22.

Posteriormente, se establece una muy baja protección del inversor dependiendo de lo establecido por la CNV y el artículo 32⁴⁷ de la Ley de Emprendedores, debe resaltarse que este artículo

⁴⁵ Artículo 28.- Exclusiones. Quedan excluidos del Sistema de Financiamiento Colectivo los proyectos destinados a: a) La recaudación de fondos con fines benéficos; b) Las donaciones; c) La venta directa de bienes y/o servicios a través de la plataforma de financiamiento colectivo; d) Los préstamos que no se encuadren dentro del supuesto del artículo 24, apartado ii).

⁴⁶ Artículo 26.- Estructura y tipos del Sistema de Financiamiento Colectivo. El Sistema de Financiamiento Colectivo se referirá exclusivamente a proyectos de financiamiento colectivo presentados en una plataforma de financiamiento colectivo autorizada por la Comisión Nacional de Valores y destinados al público inversor mediante cualquiera de las formas de participación en un proyecto de financiamiento colectivo indicadas en el artículo 24. Los proyectos de financiamiento colectivo deberán: a) Estar dirigidos a una pluralidad de personas para que formen parte de una inversión colectiva a fin de obtener un lucro; b) Ser realizados por emprendedores de financiamiento colectivo que soliciten fondos en nombre de un proyecto de financiamiento colectivo propio; c) Estimar la financiación a un proyecto de financiamiento colectivo individualizado d) Sujetarse a los límites que la Comisión Nacional de Valores establezca en su reglamentación.

⁴⁷ Artículo 32.- Principios generales aplicables al sistema de financiamiento colectivo. Quienes se dediquen a la captación de fondos del público inversor mediante cualquiera de las formas previstas en el Sistema de Financiamiento Colectivo, deberán actuar de acuerdo con los principios de transparencia, diligencia y objetividad, y de acuerdo con el estándar del buen hombre de negocios quedan sujetos a las obligaciones que impone la legislación específica en materia de defensa de los derechos del consumidor en el suministro de

se presenta muy impreciso, por lo que el legislador delega en gran medida el accionar al ente regulador. Debido a que los riesgos en estos casos son mayores, se limita la inversión a un 20% de los ingresos brutos del inversor lo que genera varias críticas. Esta restricción no tiene mucho sentido para los inversores calificados que conocen los riesgos ni tampoco implica una relación directa con el patrimonio de los inversores.

Tal como se mencionó anteriormente, la Ley de Emprendedores determina que la CNV es la autoridad de aplicación, lo que según el autor es “(...) plenamente consistente con las previsiones de la Ley N° 27.349 sobre el SFC” (Paolantonio, 10, 2017). No representa la delegación de las facultades a la CNV, sino que al reconocer su autoridad como regulador le permite sancionar, autorizar, fiscalizar, entre otros. Además, en determinados aspectos debido a que la norma no lo regula, se va a depender de lo que determine la CNV como en el caso de la protección del accionista minoritario y la responsabilidad de las Plataformas e Inversores de Financiamiento Colectivo.

6.4.3 Brokers internacionales

Otro medio para lograr la llegada de los grandes inversores es permitir el arribo de los brokers internacionales nuevamente ya que se les imposibilitó operar, tal como sucedió en cierta manera con las calificadoras de riesgo, debiendo migrar hacia Uruguay o Chile principalmente: “La CNV trabaja en paralelo una futura reglamentación que contempla la figura del asesor global de inversiones, en referencia a los gestores de banca privada (Inversor Global, 2016). Estos deben ser autorizados para actuar como intermediarios entre compradores y vendedores, el beneficio para estos se encuentra en las comisiones que reciben de acuerdo a las transacciones. Su papel es decisivo en cualquier mercado especialmente en los más pequeños debido a que sus operaciones son de gran volumen. A pesar de las conflictividades que presenta el sistema bursátil nacional, tiene un gran potencial para aquellos inversores que busquen operaciones con un mayor rendimiento, debido a que las tasas de interés internacionales se encuentran en niveles realmente bajos.

El arribo de la banca privada posibilitará el ingreso de sumas importantes de dinero al mercado local y también conectará Argentina con el resto del mundo. Además de todas las consecuencias positivas que pueda traer, también logrará que distintos ejecutivos se asienten y registren en el país lo que significa que: “(...) paguen impuestos en la Argentina, tengan el canal abierto para el ingreso de

información acerca de los proyectos de financiamiento colectivo, sus riesgos y beneficios potenciales, y a la normativa aplicable en materia de prevención de los delitos de lavado de activos y financiamiento del terrorismo y otras actividades ilícitas.

divisas, alquilen oficinas y contraten talentos locales” (Gorodisch, El Cronista, 2016). Los requisitos para operar disminuirán permitiendo a la banca internacional operar desde el extranjero y en tanto y en cuanto tengan una sede en el país. Los números deberían crecer exponencialmente debido a varias razones. En primer lugar, estos agentes tienen un gran porcentaje de los inversores a nivel mundial entre sus cuentas por lo tanto con su llegada al país indirectamente muchos inversores arribaran también. Además, mejorará la opinión que diferentes operadores tienen sobre el mercado argentino como consecuencia de la presencia de estas entidades demostrando que los estándares y la credibilidad son ahora más altos. Este asunto impacta también en el público local que antes quizás invertía en otros mercados debido a la pérdida de confianza en la Argentina o que operaban a través de operadores que no participaban en el mercado local. En siguiente lugar, reducirá los costos de los inversores ya que podrán operar toda su cartera de inversiones por medio de un solo agente no teniendo que contratar a otro por el simple hecho de tener operaciones en el país. Por otro lado, que haya un mayor número de intermediarios internacionales causa mayor competencia entre estas ya que buscaran diferenciarse de las demás con el fin de obtener una mayor masa de clientes. Habrá una tendencia a que se reduzcan los costos, se dispondrá de una mayor variedad además de ofrecerse mejores propuestas, la calidad en lo que respecta a todo el servicio también mejorará. Por ende, al mejorar estos aspectos permitiendo que las operaciones sean más sencillas y económicas se presume que el número de clientes se incrementará.

A modo de conclusión de esta sección, se observa que para lograr la entrada de inversores extranjeros se va a necesitar, tal como se mencionó anteriormente, de buenas calificaciones por parte de las calificadoras de riesgo que generen confianza en los inversores como también del ingreso de agentes internacionales que cuenten con una cartera amplia. Además de estos dos elementos trascendentales se debe generar un mecanismo para que la transferencia de activos de una persona entre sus cuentas en el país y el extranjero sea lo más sencillo posible permitiéndole al ahorrista movilizarse sin ningún tipo de interferencia:

“Para apuntalar esas inversiones, la CNV liberará las trabas para que los inversores puedan mover activos fácilmente entre sus cuentas en el extranjero y en el país. Que a nivel individual haya fluidez entre la plata que tienen acá y afuera, que no sea difícil mover activos de cuenta a cuenta”, explican. Puede que en un primer momento el movimiento no sea grande, pero cuando la demanda crezca el canal ya va estar abierto” (Donovan, La Nación, 2016).

Esta herramienta permitirá también brindarles la liquidez esperada a los inversores, factor determinante para estimular la inversión en el mercado local.

7. El nuevo mercado: BYMA

A pesar de que se concretó el BYMA durante la Ley de Mercado de Capitales, será una de las herramientas primordiales para permitir el ansiado crecimiento del mercado de capitales nacional. Además de modernizar el mercado, permitirá federalizarlo y unificarlo, dos aspectos fundamentales para aumentar el volumen de operaciones. Un mercado más eficiente como el BYMA junto con un marco normativo que incentive a las partes debería permitir el desarrollo del mercado.

7.1 Federalización del Mercado

Se debe buscar crear nuevos mercados como también potenciar los que se encuentren presentes en el interior del país que en la actualidad son inexistentes o prácticamente nulos, para que una mayor cantidad de personas tenga acceso directo al mercado de capitales, idea que se relaciona claramente con la idea política-económica de la administración del actual presidente Mauricio Macri de fomentar las economías regionales. En la actualidad, los mercados se encuentran principalmente en Buenos Aires y otras ciudades como Córdoba, Mendoza, Rosario, La Plata y Bahía Blanca. De esta forma, otras ciudades quedaron totalmente rezagadas como Tucumán o Salta las cuales podrían brindar acceso a toda la región del norte del país o incluso Neuquén y Comodoro Rivadavia dada su importancia a nivel de hidrocarburos. Así, tanto los inversores como a las Pymes de estas regiones tendrían un acceso más simple y eficiente al mercado de capitales pudiendo operar desde la ciudad donde se encuentren sin la necesidad de tener que trasladarse como tampoco pagar costos extras. Con esta modificación las Pymes como cualquier emprendimiento van a tener una nueva herramienta de financiación que anteriormente no tenían. Así, se generan nuevas opciones a la hora de obtener una mayor liquidez en un menor periodo de tiempo para poder desarrollarse adecuadamente y como consecuencia lograr una mayor competitividad. Estas empresas ahora podrán tener el financiamiento de capitales que antes no gozaban.

Si esta idea se desarrolla exitosamente la oferta de productos aumentará exponencialmente ofreciendo también más variedad al consumidor. Además, estas modificaciones tendrán un impacto en la economía nacional al generarse más competencia los precios de los mismos tenderán a reducir para diferenciarse de sus competidores y acercarse al cliente. Por último y en congruencia con otros factores como una buena política monetaria se le permitiría al productor argentino llegar a nuevos mercados.

7.2 Fusión de los mercados

Por otro lado, además de acceder a nuevos puntos del país, con la creación del BYMA se busca fusionar las operaciones de los distintos mercados de valores ya existentes bajo uno solo. La institución ya comenzó a operar este año a pesar de que se estuvo trabajando en este proyecto desde hace cuatro. En su momento no logró concretarse debido a la falta de apoyo del gobierno anterior y por no estar aprobado por la IGJ. Con el surgimiento de este organismo, se logrará más eficiencia al encontrarse todo bajo un único mercado en vez de estar dividido en muchos y a la vez pequeños: “(...) prevén que con el solo hecho de integrar todas las bolsas y los mercados del país en una única plataforma federal, se libera el 50% del capital en garantías cruzadas, por lo que el volumen de negocios se podría duplicar si ese dinero se reinvierte en el Mercado” (El Cronista, 2016). Además, se conseguirá una mayor unificación en la toma de decisiones ya que un solo organismo estará a cargo del sistema por lo que se elimina cualquier tipo de heterogeneidad entre las normativas y distintas cuestiones de los mercados que previamente resolvían de acuerdo a sus puntos de vista e intereses particulares.

Posteriormente, tanto el público inversor como las empresas que decidan invertir tendrán más ofertas financieras cuando esté todo unificado bajo un único sistema: “la importancia que tiene el mercado para que las empresas logren financiarse a costos competitivos y los inversores accedan a mayores alternativas, pudiendo seleccionar de acuerdo a sus perfiles de riesgo y retorno esperado” (Bunshow, 2012). Observándolo desde un individuo ordinario que busca invertir va a tener más opciones para colocar su dinero, y al tener una cartera más amplia logrará disminuir el riesgo obteniendo una herramienta que lo hará diferenciarse de los otros mercados. Las empresas, en cambio van a tener un mayor público dispuesto a participar y una mayor cantidad de herramientas para lograr el financiamiento esperado. Además, las que se encuentren en el interior ahora podrán obtener capitales de distintos lugares con la posibilidad de recaudar más fondos de una manera más simple al tener acceso a todos los puntos del país: “Antes los productos se ofrecían inicialmente a inversores locales, ahora tendremos un mercado federal” (Infonegocios, 2013). Como consecuencia de ello, se presume que el mercado tendrá un potencial crecimiento imposible de conseguir si continuara dividido en distintos mercados de valores ya que al aumentar la oferta la demanda debe incrementarse también atrayendo al mercado extranjero: “(...) la integración de bolsas y mercados en una única plataforma federal incrementará significativamente el patrimonio del Mercado, lo que facilitará la entrada de inversión extranjera al mercado argentino” (El Cronista, 2016). Además, los costos de transacción se reducirán drásticamente ya que actualmente se debe pagar una comisión al operador habitual en donde suele operar y al que se encuentra en la otra plaza donde la persona se decide a invertir. Con la implementación del BYMA sólo se pagará al operador ubicado en la ciudad de operación.

7.3 Mayor eficiencia

Otro de los aspectos sustanciales que se da a través del BYMA es la transformación a una S.A. En una primera instancia los accionistas mayoritarios fueron los 183 accionistas del Merval que tuvieron 250.000⁴⁸ acciones lo que representaba un 60% del total. El 40% restante pertenecía a la Bolsa que por ley está obligada a desprenderse de la mitad ya que no se permiten accionistas que de forma directa o indirecta tengan un porcentaje mayor a 20%. Un 5% de sus acciones ya fueron vendidas a los empleados y socios de la Bolsa por lo que aún le resta desprenderse del 15%. Además, BYMA tiene posesión sobre Caja de Valores por lo que cuenta con un patrimonio de más de P\$ 3.000 millones.

Al ser una S.A. lo que se busca es lograr una mejor rentabilidad. El foco principal ahora es mejorar las ganancias por lo que habrá incentivos a que los números aumenten considerablemente. También se mejoró la eficiencia ya que al poseer Caja de Valores “(...) integra verticalmente el ciclo operativo de la industria del mercado de capitales: pre negociación, negociación, pos negociación, liquidación, compensación y custodia de títulos (El Cronista, 29/12/16). Por otro lado, al lograr una buena fuente de ingresos se obtendría un alto grado de independencia del Poder Ejecutivo. De esta manera, el BYMA podrá empezar a resolver de acuerdo a su propio criterio e intereses y no a los del Poder Ejecutivo que en muchas ocasiones pueden ser políticos. Las cuestiones se determinarán en base a lo que crea propio para el mercado por lo que deberían darse cambios positivos.

El BYMA incorpora la plataforma Millenium para la negociación y post-negociación de valores generando una mejor formación de precios. Además, al otorgar un mejor servicio y tecnología permite que el número de operaciones en simultáneo aumente en gran medida. También, se brindarán mayores garantías al adherirse a las regulaciones internacionales. El nuevo mercado busca unirse a los principios de la Organización Internacional de Comisiones de Valores promoviendo a las distintas empresas cotizantes a que eleven los estándares de Gobierno Corporativo siendo BYMA la primera empresa en el país que cumpla con este nivel. Todas estas cuestiones demuestran el compromiso por brindar un mejor servicio y estar a la vanguardia del mercado de capitales a nivel mundial.

⁴⁸ Arbia, Carlos, “Las 10 claves para entender cómo funcionara el nuevo mercado bursátil ByMA”, Infobae.com, 24 de mayo de 2017.

8. Marketing

A la vez, el trabajo propone traer a colación otras cuestiones relevantes a la hora de atraer inversores, aspecto que no figura en el Proyecto ya que excede al plano legal. Como ya se mencionó anteriormente, una normativa eficiente es sumamente importante sin embargo se necesitan otros aspectos para lograr el desarrollo.

8.1 Conexiones con otros mercados

Se deben llevar a cabo diferentes campañas publicitarias en distintos mercados evidenciando las oportunidades que presenta el país y también los cambios que se hayan producido para así generar una mayor confianza al evidenciar las diferencias. Claro está que, para lograr el éxito de la campaña, debe haber una nueva legislación que la respalde.

Otro modo de presentar este “nuevo mercado” es por medio de alianzas y conexiones estratégicas con distintas bolsas en el mundo especialmente con las más importantes. En primer lugar, podrán transmitirle conocimientos y experiencias que fueron obteniendo a lo largo del tiempo, esto les dará herramientas a los funcionarios de la CNV a la hora de hacer el cambio de rumbo necesario para el crecimiento del mercado de capitales nacional. Posteriormente, permitirá hacerse más popular y conocido en operadores de mercados lejanos donde sería muy difícil tener presencia si no se lograra esta unión generando que algunos de ellos comiencen a invertir. En siguiente lugar, permitirá que una empresa esté presente en los mercados que formen parte de la alianza ya que el “double-listing” será más simple debido a que los mercados compartirán información. Por citar un ejemplo, si se logra una alianza con la Bolsas de Londres se podrá atraer al BYMA a empresas argentinas que actualmente cotizan en LSE ya que el acceso será mucho más simple. A la vez que ayudaran a mejorar la imagen de nuestro mercado de capitales por el simple de hecho de la unión con otra Bolsa con buena reputación internacional.

Estas alianzas deberían ser concertadas por un organismo encargado específicamente en promocionar el mercado argentino en el mundo. La creación de un ente especializado en este aspecto ayudaría considerablemente al objetivo de obtener alianzas. Además, podrían tener otras tareas como asistir a las conferencias de mayor trascendencia o a las casas matrices de las empresas más relevantes en donde se busque vender este producto y también se pueda intercambiar información significativa que enriquezca al sistema bursátil. Ser quienes se comuniquen con todo potencial inversor a lo largo

de todo el proceso del listing o inclusive cuando estos tengan consultas o temores respecto a algún punto del funcionamiento del mercado de capitales local.

8.2 Campañas de concientización ciudadana

Esta idea consiste en acercar el mercado de Capitales a la sociedad al concientizar al ciudadano corriente de distintas maneras comunicándole de sus beneficios logrando que sea más masivo.

La estrategia más común sería la de hacer publicidad por distintos medios. Internet sería debido a su poder de llegada y a las nuevas tecnologías el medio más importante al estar todos conectados a la misma. Las campañas deberían ser llevadas a cabo en sitios web, periódicos y portales especializados en estas cuestiones. Posteriormente, se podrían acercar empleados de la Bolsa a determinados puntos de concentración en el cual brindan información de cómo funciona y la manera de obtener beneficios. Esta interacción servirá también al obtener un feedback por parte del público captando cuáles son los puntos que no logran entender o que presentan conflictos para mejorar sobre esos temas y ser más eficaces a la hora de captar la atención de estos. Otra manera, es crear conferencias o participar de ellas dado que el público que asiste a éstas tienen un alto grado de relación e interés con el mercado de capitales. Va a ser un punto clave lo que se dirá para captar la atención de los asistentes. Sería importante demostrar los cambios hechos con el fin de obtener la confianza del inversor para cambiar la imagen negativa que pueda llegar a haber en la sociedad. En siguiente lugar, acercarse a empresas para que saquen un mejor rédito de las oportunidades que les brinda la Bolsa dando sugerencias a sus empleados respecto del funcionamiento de la misma. En cuanto a las que no coticen, se podrá comunicar los beneficios que pueden obtener de acuerdo a su área correspondiente y brindarle asesoramiento a la hora del comienzo del proceso de emisión. También podrían asistir a jornadas en distintas universidades acercando al público joven para que éste se interiorice sobre distintas temáticas relacionadas a las finanzas. Otras ideas son crear líneas telefónicas gratuitas por el cual todo interesado pueda comunicarse e interiorizarse con el tema si así lo desea y brindar cursos online.

8.3 El mercado en plataformas virtuales

Otro punto a mejorar es el acceso por parte de la población al mercado, lo que se busca por medio de esta sección es demostrar la necesidad de crear nuevas plataformas para facilitar los medios por los cuales cualquier inversor pueda tener un acceso simple y constante a la Bolsa. Tomando en consideración que el uso de internet y de smartphones es cada vez mayor en la sociedad, debería aprovecharse esta tendencia para que el acceso comience a ser más masivo ocupando cada vez un

porcentaje más alto del volumen de las operaciones. De esta manera, se logrará acercar a todos aquellos interesados con la Bolsa de manera cotidiana de una manera mucho más simple. Facilitan la operatividad de los usuarios generando mayor independencia por parte de estos a la hora de decidir como también ayudara a reducir los costos y agilizar las operaciones. Este tipo de tecnología incentivaría por sobre todas las cosas a los inversores extranjeros al permitirles estar conectados a pesar de la distancia geográfica. Estas tecnologías permitirán que los precios de los activos sean los correctos e iguales para todo el público inversor y emisor generando una mayor transparencia.

Una vez dicho esto, el sitio web de BYMA y los demás mercados deberían mostrar los resultados de todas las empresas listadas en vivo permitiendo a todos los ahorristas seguir desde sus respectivas computadoras los acontecimientos que le conciernen al instante. Este punto es fundamental si se considera que una fracción de segundos puede representar miles de dólares. Sin embargo, con la puesta en funcionamiento de la plataforma Millenium creo que se estaría resolviendo este asunto. También, se podría mejorar la operatividad del sitio web en el cual los ahorristas tengan su propia cuenta para que por medio de ella puedan ver los rendimientos de las empresas en las cuales tienen participación. De esta manera, los usuarios podrían acceder directamente a sus participaciones sin necesidad de ver otros aspectos.

Por otro lado, la creación de una aplicación para smartphones es fundamental a la hora de crear una mayor y mejor accesibilidad. Estar presente a través de este medio es fundamental debido a la importancia que tiene actualmente los celulares en la vida diaria. Por este medio, uno podrá ver todas las operaciones con mayor comodidad desde cualquier lugar sin necesidad de estar conectado a internet. Por otro lado, estas aplicaciones podrían generar alertas a los usuarios de la “app” cuando se den noticias relevantes que conciernen a estos últimos. Así se logrará que los inversores no deban estar constantemente chequeando su cuenta al saber que en situaciones transcendentales recibirán una notificación. Por supuesto, que esto será administrado a criterio de cada uno y quienes así lo deseen no recibirán ningún tipo de alertas o incluso podrán seleccionar sobre qué eventos ser notificados.

Una última recomendación es facilitar un Boletín diario en el cual se informan las noticias más importantes de la jornada. Este “periódico” puede estar conectado con la aplicación descrita más arriba y llegarles automáticamente a todos sus usuarios al comienzo de la jornada para de esta manera estar interiorizado sobre los sucesos de mayor relevancia. Los inversores contarán con un mayor grado de información que le ayudará a la hora de decidir al tener mayores referencias en qué basar su decisión. También podrán estar suscriptos aquellos que no operen en la Bolsa, con la idea de incentivar el uso

del mercado de capitales a potenciales inversores a través este medio. Al observar las noticias entenderán el potencial del mercado y sus posibilidades de sacar un rédito económico. Esta última idea también será útil para aquellas empresas que quieran comenzar a operar con o emitir Obligaciones Negociables al poder usar de referencia las ventajas que obtienen otras compañías. Finalmente, se presenta la idea de poder hacer publicidad al comprar un espacio donde promocionarse teniendo en cuenta que sería un periódico totalmente focalizado en el mercado financiero.



Universidad de
San Andrés

9. Conclusión

La Ley de Mercado de Capitales no logro obtener los resultados deseados, principalmente debido al alto grado de intromisión del Estado en la CNV y en el mercado en general. Por medio del Proyecto deberían modificarse varios aspectos de la Ley de Mercado de Capitales y, además, regularse nuevas cuestiones con el fin de mejorar en lo que refiere al marco normativo. Una correcta legislación que brinde aspectos como seguridad jurídica, transparencia y autonomía es sumamente importante para incentivar el desarrollo del mercado: “Se podrán dar todas las señales económicas, pero si no se acompañan con aquellas jurídicas que le den sostén, las chances de un proceso exitoso disminuirán” (Saravia Frías, 6, 2016). Sin embargo, las regulaciones no son las únicas cuestiones a la hora de poder aumentar el volumen. Se presentan otros puntos que exceden el plano legal y que ayudarían al crecimiento. Debe asegurarse estabilidad macroeconómica y política lo que significa que no se cambien las reglas del juego constantemente, reducir la inflación mediante políticas económicas y monetarias. Lograr que el mercado sea lo más eficiente posible al hacer los procesos más simples y rápidos como también disminuir los costos. Campañas de concientización serán útiles para demostrar a los inversores, empresas y al estado en todos sus niveles los beneficios que conlleva este tipo de financiación. En este sentido, debe resaltarse que BYMA trabajará en conjunto con el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) y la Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires con el fin de promover la actividad. Por lo tanto, una buena normativa no ayudará al crecimiento si no se logra contemplar los demás aspectos que involucran a las distintas partes que conforman el mercado de capitales. Tal como menciona Elespe (2013) los problemas macro llevan décadas sin resolverse y eso impide el correcto desenvolvimiento del mercado en nuestro país. Cada administración modifica las reglas establecidas por el gobierno anterior de acuerdo a sus intereses a corto plazo por lo que jamás se solucionarían las diferentes problemáticas de fondo.

10. Bibliografía

- Alvarez, Darío Sebastian. “Desarrollo del mercado de capitales brasileño en el siglo XXI. Políticas públicas, participación del sector privado y la respuesta de los inversores en el mercado de capitales de Brasil desde el año 2000 a la actualidad”. Publicada el 1 de mayo de 2009.
<http://repositorio.udea.edu.ar/jspui/bitstream/10908/229/1/%5bP%5d%5bW%5d%20T.L.%20Adm.%20Dar%C3%ADo%20Sebasti%C3%A1n%20Alvarez.pdf>
- Arbia, Carlos. "El Gobierno estudia sacar la ley de Reforma al Mercado de Capitales por decreto." Infobae.com. 16 de mayo de 2017.
<http://www.infobae.com/economia/2017/05/16/el-gobierno-estudia-sacar-la-ley-de-reforma-al-mercado-de-capitales-por-decreto/>.
- Authers, John. "Las ventajas y los riesgos del mercado de capitales argentino". Elcronista.com. 23 de septiembre de 2016. <https://www.cronista.com/financiertimes/Las-ventajas-y-los-riesgos-del-mercado-de-capitales-argentino-20160923-0057.html>
- Autorizaron la constitución de ByMA, la nueva Bolsa de Valores. Elcronista.com. 29 de diciembre de 2016. <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Autorizaron-la-constitucion-de-ByMA-la-nueva-Bolsa-de-Valores-20161229-0082.html>
- Barreira Delfino, Eduardo A. “Control judicial de las sanciones de la CNV”. Publicado en Sup. Esp. Regulación del mercado de capitales el 5 de diciembre del 2012.
- Blanco, Mauro Nicolás. “Evolución de los mercados de capitales globales y argentino”. mkdcapitales.blogspot.com.ar. 25 de agosto de 2010.
<http://mkdcapitales.blogspot.com.ar/2010/08/un-poco-de-historia.html>.
- Bollini Shaw, Carlos. Operaciones Bursátiles y Extrabursátiles. Buenos Aires: Abeledo Perrot, 1995.
- Bollini Shaw, Carlos. Manual para Operaciones Bancarias y Financieras. 2007: Ad Hoc.
- Bunshow, Federico. Mercado de Capitales. Buenos Aires: La Ley, 2012.
- "BYMA se hizo realidad." [Bcba.sba.com.ar](http://www.bcba.sba.com.ar). 4 de abril de 2017.
<http://www.bcba.sba.com.ar/byma-se-hizo-realidad/>.
- Camerini, Marcelo A. La transparencia en el Mercado de Capitales. Buenos Aires: AD HOC, 2007.
- Camerini, Marcelo Alejandro. Mercado de Valores. Buenos Aires: Ad Hoc, 2002.
- Carlino, Bernardo P. “Veto y suspensión de directores por la Comisión Nacional de Valores”. Publicado en La Ley el 1 de abril de 2014.

- Comisión Nacional de Valores. "Instituciones del Mercado de Capitales." Cnv.gob.ar. Diciembre de 2007. <http://www.cnv.gob.ar/educacionbursatil/versionpdf/institucionesdelmercadodecapitales.pdf>
- "Conceptos y Características de Instituciones Bursátiles." Cnv.gob.ar. Diciembre de 2006. <http://www.cnv.gob.ar/educacionBursatil/EducacionBolsasyMercados.asp?Lang=0#Item100>
- "Córdoba tendrá la primera sucursal de B&MA (puntapié para un mercado de valores federal)." Infonegocios.info. 4 de abril de 2013. <http://infonegocios.info/plus/cordoba-tendra-la-primera-sucursal-de-b-ma-puntapie-para-un-mercado-de-valores-federal>
- Corujo, Sabrina. "Tres carteras posibles para los dólares del blanqueo." Lanacion.com.ar. 16 de abril de 2017. <http://www.lanacion.com.ar/2009738-tres-carteras-posibles-para-los-dolares-surgidos-del-blanqueo>.
- Donovan, Florencia. "El Gobierno va ahora por la ley del mercado de capitales: eliminará los veedores en las empresas privadas." Lanacion.com.ar. 5 de agosto de 2016. <http://www.lanacion.com.ar/1925019-el-gobierno-va-ahora-por-la-ley-del-mercado-de-capitales-eliminara-los-veedores-en-las-empresas-privadas>.
- Donovan, Florencia. "El Gobierno va ahora por la ley del mercado de capitales: eliminará los veedores en las empresas privadas." Lanacion.com.ar. 5 de agosto de 2016. <http://www.lanacion.com.ar/1925019-el-gobierno-va-ahora-por-la-ley-del-mercado-de-capitales-eliminara-los-veedores-en-las-empresas-privadas>.
- Donovan, Florencia. "Las acciones argentinas de fiesta: prevén fuertes flujos del exterior." Lanacion.com.ar. 24 de marzo de 2017. <http://www.lanacion.com.ar/2027032-jp-morgan-da-por-descontado-que-argentina-volvera-a-ser-mercado-emergente>.
- Elespe, Douglas. "Notas sobre la importancia del régimen legal del mercado de capitales en Argentina. Publicado en el Dial el 4 de diciembre de 2012
- Elespe, Douglas. "Cambios al régimen legal del sistema regulador del mercado de capitales en Argentina". Publicado en Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores en el año 2013.
- "El Mercado de Capitales argentino, todo sobre la reforma de su ley." Igdigital.com. 5 de agosto de 2016. <https://igdigital.com/2016/08/el-mercado-de-capitales-todo-sobre-la-reforma-de-su-ley/>.
- Etcheverry, Raul Anibal, Hector Osvaldo Chomer, and Luis Mariano Genovesi. Derecho Comercial y de los Negocios. Tomo II. Buenos Aires: Eudeba, 2007.

- Gorodisch, Mariano. "CNV creara nueva figura para poder operar bonos y acciones en el exterior." Cronista.com. 13 de febrero de 2017. <https://www.cronista.com/finanzasmercados/CNV-creara-nueva-figura-para-poder-operar-bonos-y-acciones-en-el-exterior-20170213-0028.html>.
- "LEY DE SOCIEDADES COMERCIALES. Ley N° 19.550." servicios.infoleg.gob.ar. Publicada el 30 de marzo de 1984. <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/25000-29999/25553/texact.htm>.
- "LEY DE MERCADO DE CAPITALES. Ley 26.831." servicios.infoleg.gob.ar. Publicada el 28 de diciembre de 2012. <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/205000-209999/206592/texact.htm>.
- Luciani, Fernando J. "El rediseño del Mercado de Capitales. Los principios generales que trae la nueva ley". Publicado en Suplemento Especial Regulación del mercado de capitales. 6 de diciembre del 2012.
- Luegmayer, Sebastian. Contratos Bursátiles y Derivados Financieros. Buenos Aires: Abeledo Perrot, 2010.
- Martorell, Maria Elisa y Martorell, Ernesto E. "Responsabilidad de las Calificadoras de Riesgo", Publicado en La Ley el 4 de junio de 2014.
- Noel, Ignacio. "El mercado de capitales argentino, en la agenda del próximo gobierno." cronista.com. 24 de marzo de 2015. <https://www.cronista.com/columnistas/El-mercado-de-capitales-argentino-en-la-agenda-del-proximo-gobierno-20150324-0016.html>.
- Paolantonio, Martin E. "Crowdfunding en la Ley de Emprendedores." Publicado en La Ley el 19 de abril de 2017.
- Paolantonio, Martin E. "Reforma del Mercado de Capitales". Publicado en La Ley el 4 de diciembre de 2012.
- "Proyecto de Nueva Ley de Mercado de Capitales". Enviada al Congreso de la Nación el 16 de noviembre de 2016.
- "Qué es el B&MA y cómo afectará a los inversores." Cronista.com. 13 de julio de 2017. <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Que-es-el-BMA-y-como-afectara-a-los-ahorristas-20160713-0103.html>.
- Saravia Frías, Bernardo. "El mercado de capitales argentino: una nueva oportunidad". Publicado en La Ley el 4 de noviembre de 2016.
- Tavarone, Marcelo R. "La Ley de Mercado de Capitales y la intervención de Sociedades por la Comisión Nacional de Valores." Publicado en La Ley el 17 de diciembre de 2015.

- Tumminello, José Pablo. “Impugnación de las sanciones impuestas por la comisión nacional de valores. Acera del efecto devolutivo del recurso directo”. Publicado en La Ley en diciembre de 2014.



Universidad de
San Andrés