



UCEMA

Universidad del CEMA

Maestría en Finanzas

Seminario de Tesis de Maestría

Intermediarios

un antes y un después en el Mercado de Capitales de Argentina

Autor: Elva Quintana

Tutor: Rodolfo Apreda

Buenos Aires, noviembre de 2013.



Abstract

Con la sanción de la Ley de Mercado de Capitales n° 26.831 (LMC) ocurrida el 29.11.2012 (BO 28.12.2012) podemos decir sin temor a exagerar que, en Argentina, se alteraron basamentos sustanciales en las Instituciones del “MERCADO DE CAPITALLES” tal y como lo conocíamos y, para redescubrir su nueva estructura necesitaremos analizar en detalle cada tópico en general y en particular teniendo en mira sus antecedentes para ver como se relacionan entre ellos y amalgaman en conjunto.

Para ello necesitaremos circunscribir nuestra realidad institucional actual –hasta que no adquiera plena vigencia y aplicación de la LMC- distinguir sus características y requerimientos normativos para ver como quedan individualizadas a posteriori las nuevas instituciones con sus respectivas exigencias regulatorias para adaptarse a este nuevo marco, cómo interactúan entre ellas y como les afectara la aplicación.

Ello, teniendo en cuenta los más brevemente posible algún aspecto histórico y general de los mercados locales como foráneos y de los intermediarios en particular.



ÍNDICE

Introducción

Sección I

Definiciones y Conceptos Aplicables

Principales Instituciones del Mercado de Capitales Argentino

Historia y Generalidades. Surgimiento de las Instituciones locales

Particularidades de los Mercados más representativos.

Antecedentes – Características - Marco normativo que los rigen

Sección II

Agentes Bursátiles – Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.

Requisitos Alta – Permanencia – Baja - Responsabilidades

Agentes Extrabursátiles – Mercado Abierto Electrónico S.A.

Requisitos Alta – Permanencia – Baja - Responsabilidades

Utilidad Práctica: diferencias

Sección III

Cambios introducidos por la Ley 26.831 respecto a los Intermediarios

Efectos

Sección IV

Critica y

Conclusiones



Introducción:

En el presente trabajo el propósito es circunscribirme a los intermediarios, aunque en más de una oportunidad habré de referirme a algunos otros aspectos que les sean característicamente tangentes en cada caso. Asimismo habré de considerar las instituciones del Mercado de Capitales como marco donde se despliega y circunscribe la actividad de los agentes.

La idea es enfocar el concepto de intermediario, identificar quienes actuaban como intermediarios en el Mercado de Capitales local, como se distinguían entre ellos, los distintos ámbitos en que se desempeñaban, cual era y cuál es su rol en este nuevo espectro para emitir finalmente una opinión personal respecto a si la nueva normativa me lleva a concluir que los propósitos enunciados en su expresión de motivos puede visualizarse como acertada.

El desarrollo de las economías capitalistas ha confirmado que la mejor forma de canalizar el ahorro hacia la inversión es a través del vínculo directo entre los emisores de activos y los ahorradores últimos de la economía.

Y ello **concierno al campo de las finanzas** porque “el Mercado de Capitales importa el cambio de un activo actual y tangible –dinero- por otro de carácter intangible e incierto –los activos financieros- los aspectos institucionales, la confianza y la seguridad jurídica resultan indispensables para su desarrollo”¹

Con el objetivo así planteado -primero a grandes rasgos y luego puntualmente- cabe distinguir un:

ANTES DE LA REFORMA DEL MERCADO DE CAPITALES:

Con el marco de la Ley 17.811, conocida como ley de Oferta Pública, donde la estructura del Mercado de Capitales se componía por:

- La Comisión Nacional de Valores (CNV) como Organismo de regulación y contralor (de las Bolsas y Mercados a quienes autorizaba a funcionar) que autorizaba la Oferta Pública de los Valores Negociables,
- Las Bolsas de Comercio, es decir, entidades que otorgaban la cotización de determinados valores negociables a las emisoras y

¹ Martin El Paolantonio – La Ley – 04 de diciembre de 2012



- Los Mercados de Valores que autorizaban a los Intermediarios Bursátiles y Extrabursátiles (personas físicas o jurídicas) para operar con esos valores negociables y reglamentando las operaciones que podían concertarse en sus respectivos ámbitos.

A PARTIR DE LA LEY 26.831 QUE REFORMA EL MERCADO DE CAPITALES

donde:

- La Comisión Nacional de Valores se erige como un Organismo con mayores facultades y un protagonismo más concentrado, que regula las Bolsas con Mercados de Valores adheridos hasta su finalización, autoriza a los Mercados (cuya forma jurídica será como sociedades anónimas bajo el régimen de oferta pública de acciones) e Intermediarios denominados “Agentes Registrados”, además de la Oferta Pública.
- Los Mercados en cuyos ámbitos se ofrecen públicamente valores negociables u otros instrumentos con Oferta Pública autorizada por CNV “como único requisito” y
- Los Agentes Registrados como “agentes habilitados para negociar” o participar en distintos roles en esos Mercados donde deberán obtener una Membresía.

La nueva composición de esos Agentes registrados tendrán diferentes actividades serán Personas Físicas o Jurídicas que CNV autorizará en sus correspondientes Registros para desplegar diferentes y específicas actividades como:

- Agentes de Negociación (AN),
- Agentes Productores de AN,
- Agentes de Colocación y Distribución,
- Agentes de corretaje,
- Agentes de liquidación y compensación,
- Agentes de Administración de Productos de Inversión Colectiva (PIC),
- Agentes de Custodia de PICs,
- Agentes de Deposito Colectivo y
- Agentes de Calificación de Riesgo



Sección I.

DEFINICIONES Y CONCEPTOS APLICABLES

En el lenguaje diario suelen tomarse las siguientes denominaciones como sinónimo de agentes. El concepto apropiado para cada uno es:

Brokers: intermediarios, agentes que cursan órdenes de inversores. Persona física o jurídica que actúa como agente mediador, a comisión, por cuenta ajena, en diversidad de operaciones.

Dialers: distribuidores que compran y venden títulos y acciones –sin retenerlos en su portafolio- obteniendo sus ganancias en la diferencia de precio. Actúan con cartera de valores propia y con el respaldo de un patrimonio adecuado

Traders: Comerciantes que efectúan compras para su propia cartera, y si venden lucran con la diferencia de precio.

Sin embargo, el público los denomina *genéricamente* a todos como brokers. Cabe recordar que la expresión brokers proviene de los vendedores de vino que abrían los cascos de los toneles (brokers open)

Agentes de Bolsa: intermediario directo (persona física) que por cuenta propia o de terceros interviene en el Merval.

Intermediarios: Los agentes intermediarios son miembros del Mercado de Valores, del Mercado Abierto Electrónico o de Fondos Comunes de Inversión, y son los únicos autorizados para actuar en ellos.

Intermediación Financiera Indirecta: es efectuada por los bancos y las restantes entidades financieras no bancarias.

Intermediación Financiera Directa: consiste en realizar la operación solicitada por un cliente, tarea que se cumple a cambio de una comisión.



Market-Makers: Son los creadores de mercado; proporcionan precios de oferta y de demanda simultáneamente, garantizando la existencia de precios de compra y de venta en el mercado secundario.

La **clasificación de los mercados** admite distintos criterios:

Según la estructura o forma de funcionamiento de los Mercados tenemos: **Mercados Directos**, donde oferentes y demandantes tienen que localizarse mutuamente o de agentes comisionistas (*brokers*); **Mercados Intermediados** donde hay intermediarios financieros que transforman activos o intermediarios financieros que no transforman activos (*dealers*) y **Mercados de Subasta** (Bolsa, Divisas, subasta de Letras del Tesoro, etc.).

Según las características de los activos tenemos **Mercados Monetarios** o de Dinero (activos a corto plazo); **Mercados de Capitales** (activos a largo plazo); **Mercado de Valores** y **Mercado de crédito** a medio y largo plazo.

Según el grado de intervención y control existen **Mercados Libres** (libre juego de oferta-demanda) y **Mercados Regulados** mediante diversos mecanismos y en diferentes grados.

Según la fase de negociación de los activos los hay **Mercados Primarios** o de Emisión (colocación primaria de activos) y **Mercados Secundarios** (se intercambian activos ya emitidos previamente).

Según el grado de organización o formalización, **Mercados Organizados** (con ubicación, normativa, normalización y reglamentos); **Mercados no Organizados u OTC (*Over The Counter*)**: no existen normas ni reglas de intercambio y las partes que intervienen fijan libremente las condiciones y características de los activos.

Según el grado de concentración distinguimos **Mercados centralizados** (en centros financieros) de **Mercados descentralizados** (en otros lugares), como el interbancario, los euromercados.

Según el plazo de las operaciones realizadas, **Mercados de operaciones al contado o spot**; **Mercados de derivados o a plazo** (normalizados o “a medida”) o **forward**.

Según su amplitud geográfica en **Mercados domésticos**, internos o nacionales y **Mercados externos o internacionales**.



En el mercado de capitales argentino, bajo la supervisión de la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES (CNV) giran **dos sistemas principales**:

Un sistema bursátil, integrado por: bolsas de comercio, mercados de valores y entidades de depósito colectivo y entidades de liquidación y compensación de operaciones.

Un sistema extrabursátil, conformado por una entidad auto-regulada no bursátil denominada Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE).

Estas entidades desarrollan funciones diferentes, tales como el registro y la difusión de las operaciones, la negociación, la administración de garantías y liquidación de operaciones, la custodia colectiva y el registro de accionistas.

Mercado Abierto Electrónico (MAE): mercado en el que se opera con valores, fuera de un recinto bursátil, a través de un sistema electrónico.

Mercado de Valores: son entidades autorreguladas constituidas legalmente bajo la forma de sociedades anónimas. Sus principales funciones están relacionadas con la concertación, liquidación, vigilancia y garantía de las transacciones realizadas en el mercado.

Podemos distinguir la operatoria según sea el ámbito donde se realiza, ya sea en el mercado de presencia, en el mercado electrónico y la que se efectúa fuera de ellos:

MERCADO		EXTRAMERCADO
Bursátil	Extrabursátil	Over de Counter
Mercado de Valores de Buenos Aires	Mercado Abierto Electrónico	Esta actividad prácticamente no existe en Argentina
La actividad se desarrolla con presencia en el piso (pit)	La actividad se desarrolla mediante pantallas con operadores que se encuentran en distintos sitios	Solo abarca la operatoria de Derivados entre Agentes y Clientes



PRINCIPALES INSTITUCIONES DEL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO

La Comisión Nacional de Valores en la autoridad de contralor de los Intermediarios en Argentina, en el cumplimiento de su actividad, entre otras funciones, se ocupa del:

Monitoreo de los Mercados: a través del área de monitoreo de mercados CNV controla, analiza e inicia gestiones de investigación sobre la negociación secundaria de valores negociables en los mercados auto-regulados del país (MV, mercados a término y MAE) con el objetivo de velar por la transparencia en las negociaciones buscando detectar toda conducta que atente contra la misma, como negociaciones con uso de información privilegiada o manipulación y fraude en el mercado.

Asimismo y en orden a la **Transparencia del Mercado** dispone:

Deber de guardar reserva: dirigido a personas que en razón de su cargo u ocupación tengan acceso a información privilegiada respecto del resto de los participantes del mercado que en razón de su cargo o actividad, tenga información acerca de un hecho aún no divulgado públicamente y que, por su importancia, sea apto para afectar la colocación o el curso de la negociación que se realice con valores negociables con oferta pública autorizada o con contratos a término, de futuros y opciones, quienes deberán guardar estricta reserva y abstenerse de negociar hasta tanto dicha información tenga carácter público.

Deber de informar: Indica que los administradores y miembros de los órganos de fiscalización de las sociedades emisoras deben poner en conocimiento del público en forma inmediata, a través de la CNV, todo hecho o situación que por su importancia sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de los valores negociables de la emisora o el curso de su negociación.

Deber de lealtad: Aplicable a los intermediarios en la oferta pública, determinando que deben observar una conducta ejemplar actuando en todo momento en forma leal y diligente con sus clientes y demás participantes del mercado. Tratamiento leal y diligente que deben otorgarle a las órdenes de sus clientes, y a la transparencia de las operaciones realizadas para su cartera propia, evitando en todos los casos el conflicto de intereses entre sus negociaciones y las de sus clientes; evitar prácticas que puedan



inducir a engaño o de alguna manera viciar el consentimiento de sus contrapartes o cualquier otro participante del mercado.

Uso de información privilegiada o insider trading: Utilización en beneficio propio o de terceros en las negociaciones de mercado, de información **reservada** obtenida como consecuencia del carácter de la relación que revistan las personas que la utilizan, con la persona afectada por dicha información.

Manipulación de Mercado: Prácticas o conductas que pretendan o permitan la manipulación de precios o volúmenes de valores negociables; por ejemplo, afectar artificialmente la formación de precios, registrar operaciones con el objeto de crear apariencia falsa de la existencia de oferta y demanda o sin intención de liquidarlas, emitir declaraciones faltas con conocimiento de su carácter falso o engañoso, entre otras.

Bajo la Fiscalización de CNV se encuentran:

Bolsa de Comercio Con Mercado De Valores Adherido: Una Bolsa de Comercio es una entidad, constituida bajo la forma de asociación civil o de sociedad anónima, cuyo estatuto prevé la cotización de valores negociables, para lo cual es requisito previo que hayan sido autorizados por la CNV para ser ofrecidos públicamente. Los valores negociables cuya cotización hubiese sido autorizada por una Bolsa podrán negociarse en el Mercado de Valores adherido a ella.² Una vez autorizadas a funcionar por el Poder Ejecutivo Nacional por intermedio de la CNV, las Bolsas de Comercio y Mercado de Valores quedan sujetas a la fiscalización y control de la CNV³.

Nómina de Bolsas de Comercio con Mercados de Valores Adherido

Bolsa de Comercio de Buenos Aires (<http://www.bcba.sba.com.ar>)

Bolsa de Comercio de Rosario (BCR) (<http://www.bcr.com.ar>)

Bolsa de Comercio de Santa Fe (BCSF) (<http://www.bcsf.com.ar>)

Bolsa de Comercio de Córdoba (BCC) (<http://www.bolsadecordoba.com.ar>)

Bolsa de Comercio de Mendoza S.A. (BCM) (<http://www.bolsamza.com.ar>)

Bolsa de Comercio de La Rioja S.A. (BCLR) (no operativa desde su inscripción)

² Las Bolsas de Comercio cuyos estatutos prevén la cotización de valores negociables están facultadas para: autorizar, suspender y cancelar la cotización de valores negociables, establecer los requisitos que deben cumplirse para cotizar valores negociables y mientras subsista la autorización, controlar el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de las sociedades cuyos valores negociables se coticen, dictar las normas y medidas necesarias para asegurar la veracidad de los balances y documentos que deban presentarles o publicar las sociedades cuyos valores negociables tienen cotización autorizada, y dictar normas reglamentarias que aseguren la veracidad en el registro de las cotizaciones y publicar las mismas y los precios corrientes.

³ **Marco Regulatorio que rige su Funcionamiento-** Ley de Oferta Pública N° 17.811- Decreto de transparencia y mejores prácticas para el mercado de capitales N°677/01- Capítulo XVIII "Bolsas de comercio y mercados de valores"; Capítulo XXI "Transparencia en el ámbito de la oferta pública", Capítulo XXIII "Régimen informativo periódico", Capítulo XXVI "Autopista de la información financiera (AIF)" de las Normas de esta CNV (NT 2001 y modificatorias)- Reglamentos de Cotización



Bolsas de Comercio sin Mercado de Valores Adherido. Las Bolsas de Comercio cuyos estatutos prevén la cotización de valores negociables y no tienen un MV adherido, pueden: intervenir en la colocación de valores negociables públicos o privados, recibir órdenes de comitentes sobre valores negociables con oferta pública en el país, a los efectos de cursarlas -por los medios de comunicación pertinentes- a los agentes de bolsa registrados en los mercados de valores donde coticen los valores negociables o a los agentes inscriptos en otras entidades auto-reguladas según corresponda⁴. Autorización y Fiscalización a cargo de la CNV⁵.

Nómina de Bolsas de Comercio sin Mercado de Valores Adherido

Bolsa de Comercio de La Plata (BCLP) <http://www.probolsa.com.ar>

Bolsa de Comercio de Bahía Blanca S.A. (BCBB) <http://www.bolsacombblanca.com.ar>

Nueva Bolsa de Comercio de Tucumán S.A. <http://www.bolsacomerciotuc.com.ar>

Bolsa de Comercio Confederada S.A. <http://www.bolsanor.com.ar>

Bolsa de Comercio del Chaco <http://www.bcch.org.ar>

Mercado de Valores: Se trata de un ámbito de concertación, registración y liquidación de operaciones que involucran valores negociables públicos y privados -principalmente acciones-. De acuerdo con la normativa vigente, los Mercados de Valores –MV- deben constituirse bajo la forma de sociedad anónima. Los MV llevan un registro de agentes y sociedades de bolsa. Ninguna persona física o jurídica puede operar en un MV ni usar la denominación de agente de bolsa o desarrollar actividades de tal, sin estar inscripta en el registro respectivo. **Funciones** : entre otras: fijar los requisitos y condiciones que deben cumplir los interesados, para su admisión, determinar y reglamentar las operaciones que realicen los agentes y sociedades de bolsa, asegurar la veracidad y registración de las operaciones concertadas en su ámbito, dictar las normas sobre las condiciones en que garantizará el cumplimiento de las operaciones que se realicen y registren⁶. Una vez autorizados a funcionar por el Poder Ejecutivo Nacional-por intermedio de la CNV-, quedan sujetos a la fiscalización

⁴ En ese marco es asimilable a la figura de un intermediario. Deben adoptar la forma de sociedad anónima o de asociación civil. Además de las funciones comentadas deben difundir el sistema de oferta pública y promover el ingreso al mismo de empresas radicadas en sus respectivas zonas de influencia, entendiéndose por tal la jurisdicción donde tenga su sede la entidad

⁵ **Marco Regulatorio que rige su Funcionamiento** - Ley de Oferta Pública N° 17.811 - Capítulo XVIII "Bolsas de comercio y mercados de valores"; Capítulo XIX "Agentes de entidades auto-reguladas no bursátiles", Capítulo XXI "Transparencia en el ámbito de la oferta pública", Capítulo XXIII "Régimen informativo periódico", Capítulo XXII "Prevención del lavado de dinero y lucha contra el terrorismo", Capítulo XXIII "Régimen informativo periódico", Capítulo XXVI "Autopista de la información financiera (AIF)" de las Normas de esta CNV (NT 2001 y modif.

⁶ cuando el MV garantice el cumplimiento de las operaciones, éstas se liquidarán obligatoriamente con su intervención, fijar los márgenes de garantía y sus reposiciones en las operaciones a plazo, y la forma de constitución, establecer los recaudos que aseguren la autenticidad de la documentación respaldatoria que emiten los agentes y sociedades de bolsa, disponer los recaudos que deben cumplir los agentes y sociedades de bolsa, cuando no garantice el cumplimiento de las operaciones que ellos concierten y, liquidar las operaciones pendientes de los agentes y sociedades de bolsa declarados en quiebra. Cabe aclarar que cuando el MV garantice el cumplimiento de las operaciones debe liquidar las que tuviese pendientes el agente declarado en quiebra, como asimismo las no cumplidas por un agente.

Por imperio de la LOP los mercados de valores deben constituir un "Fondo de Garantía" para hacer frente a los compromisos no cumplidos por los agentes de bolsa, originados en operaciones cuya garantía haya tomado a su cargo. Cuando no las garantice, deberá expedir a favor del agente perjudicado por el incumplimiento del otro contratante, un certificado en el que conste la suma derivada de dicho incumplimiento, el que se constituirá en el título ejecutivo para el cobro del monto que figura en el mismo



y control de la CNV.⁷ En el proceso de liquidación⁸, los MV utilizan los servicios de CVSA en su carácter de la depositaria central de valores, y de las entidades bancarias liquidadoras de fondos para efectuar cobros y pagos, confirmación de saldos y gestión de líneas de créditos.

Nómina de Mercados de Valores Autorizados a Funcionar

MVBA (<http://www.merval.sba.com.ar>)

Mercado de Valores de Rosario S.A. (MVR) (<http://www.mervaros.com.ar>)

Mercado de Valores del Litoral S.A. (MVL) (<http://www.mvlitoral.com.ar>)

Mercado de Valores de Córdoba S.A.(MVC) (<http://www.mervalcordoba.com.ar>)

Mercado de Valores de Mendoza S.A. (MVM) (<http://www.mervalmza.com.ar>)

Mercado de Valores de La Rioja S.A. (MVLRL) (no operativo desde su inscripción)

Entidades Auto-reguladas no Bursátiles: Mercado Abierto Electrónico. -MAE- constituido como ámbito electrónico de concertación y registración de operaciones en el mercado extrabursátil que involucran valores de deuda públicos y privados (excepto de las acciones). MAE se apoyó en la necesidad de: disminuir los riesgos en cada transacción, mejorar la información sobre precios, confirmar y registrar todas las transacciones efectuadas en el día, ofrecer al público en general y a los operadores en particular la mejor información sobre precios y volúmenes. Los participantes o **intermediarios** que actúan en el ámbito del MAE se denominan agentes de mercado abierto (AMA) o agentes del MAE. El MAE fue autorizado a funcionar como entidad auto-regulada no bursátil por la CNV en virtud de la Resolución N° 9934/93. En el marco de la auto-regulación, la CNV **fiscaliza** y amerita el grado de efectividad con que el MAE ejerce el poder de policía y el poder disciplinario respecto de los intermediarios en él registrados⁹. Todas las operaciones que realicen los agentes entre sí o con un tercero, cuando éste **liquide** la transacción mediante una entidad financiera del país que actúe como custodio, deben ser liquidadas por alguno de los sistemas de compensación y liquidación reconocidos por la CNV¹⁰.

⁷ **Marco Regulatorio que rige su Funcionamiento-** Ley de Oferta Pública N° 17.811 - Decreto de transparencia y mejores prácticas para el mercado de capitales N° 677/01 - Capítulo XVIII "Bolsas de comercio y mercados de valores", Capítulo XXI "Transparencia en el ámbito de la oferta pública", Capítulo XXIII "Régimen informativo periódico", Capítulo XXVI "Autopista de la información financiera (AIF)" de las NORMAS de la CNV (NT 2001 y modificatorias) - Reglamentos Interno y Operativos Circulares reglamentarias

⁸ **Liquidación de operaciones concertadas en los Mercados de Valores** El sistema de liquidación tiene por objeto asegurar el cumplimiento del principio de entrega de valores negociables contra el pago correspondiente (DVP, del inglés "Delivery versus Payment"), dentro del plazo establecido en el acto de concertación de la transacción bursátil. La liquidación de las operaciones es realizada aplicando el método de compensación por balance multilateral, es decir que el MV es la contraparte de todas las operaciones garantizadas y cada participante tiene una única obligación o un crédito por cada especie negociada. El sistema liquida operaciones de contado, de futuro y préstamos de valores.

⁹ **Marco Regulatorio que rige el funcionamiento del MAE**

El funcionamiento del MAE está regulado básicamente por: - Ley de Oferta Pública N° 17.811 - Decreto de transparencia y mejores prácticas para el mercado de capitales N° 677/01 - Resolución CNV N° 9934/93.
- Capítulo XIX "Agentes de entidades auto-reguladas no bursátiles", Capítulo XXI "Transparencia en el ámbito de la oferta pública", Capítulo XXII "Prevención del lavado de dinero y lucha contra el terrorismo", Capítulo XXIII "Régimen informativo periódico", Capítulo XXV "Reglamentación artículos 76 y 78 Ley N° 24.241", Capítulo XXVI "Autopista de la información financiera (AIF)" de las Normas de esta CNV (NT 2001 y modificatorias) - Normas y Disposiciones del MAE

¹⁰ **En el Ámbito Nacional:** Argenclear S.A. (<http://www.argenclear.com.ar/>): Entidad de compensación y liquidación de operaciones autorizada a funcionar en 2000 por la CNV mediante RG N° 356 (modif por RG N° 360). Son sus accionistas: Argenccontrol S.A.



Historia y Generalidades. Surgimiento de las instituciones locales.

En **1854** se fundó la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

En **1937** se creó la Comisión de Valores dependiente del Banco Central de la República Argentina. El primer Directorio de la Comisión de Valores, estaba integrado por la Bolsa de Comercio, el Banco Central, los bancos y casas financieras privadas. Su función era el Control de oportunidad y de control de legalidad sobre la oferta Pública de títulos valores, sus decisiones revestían el carácter de meras recomendaciones y no tenían fuerza legal.

En el año **1946**, el Decreto N° 15353 (ratificado por la ley 13.894) reforma sustancialmente el régimen. Se creó la “**Comisión de Valores**”, integrada por Banco Central, en cuya sede funcionaba.

El 1° de enero de **1968** se dicta la ley 17811 que regulaba en su totalidad el mercado de los títulos valores, abarcaba la oferta pública de dichos valores, organización y funcionamiento de las instituciones bursátiles y la actuación de los agentes de bolsas y demás personas.

Esta Ley crea la **Comisión Nacional de Valores** como una repartición estatal organizada, como entidad autárquica nacional de carácter técnico, con jurisdicción en toda la nación. Su acción se proyecta sobre: Sociedades de bolsa, Fondos Comunes de Inversión, Mercados secundarios e Intermediarios y tiene la función de ejercer el poder de policía bursátil. Regula el mercado bursátil, **delega** a los mercados la facultad de dictar reglas para registro y actuación de los agentes (determinando los requisitos y condiciones para su inscripción), tiene competencia disciplinaria sobre los

(sociedad que nuclea a entidades financieras del país), MVBA y BCBA. En Argenclear S.A. actúan: MAE (registra las operaciones a liquidar por Argenclear S.A. y presta servicios de soporte administrativo); MVBA (presta el soporte tecnológico para compensar y liquidar valores negociables registrados por el MAE para liquidar por Argenclear S.A.), CVSA (transfiere valores negociables a consecuencia de la liquidación y compensación de operaciones informadas por Argenclear S.A.) e Interbanking S.A. (recibe y entrega fondos correspondientes al proceso de liquidación de Argenclear S.A.).

CRYL (<http://www.bcra.gov.ar>): Central de registro y compensación de pasivos públicos y fideicomisos financieros que funciona bajo la fiscalización y control del BCRA. **En el Ámbito Internacional:** Euroclear (<http://www.euroclear.com/wps/portal>): Sistema de compensación y liquidación con asiento principal de operaciones en Bruselas (Bélgica), en el que CVSA posee una cuenta de custodia global abierta a su nombre, considerada como una extensión del tesoro local. Clearstream (<http://www.clearstream.com>): Sistema de compensación y liquidación con sede en Luxemburgo, en el que CVSA posee una cuenta de custodia global abierta a su nombre (de análoga funcionalidad que su par en Euroclear), considerada como una extensión del tesoro local. (Tanto Euroclear como Clearstream reconocen como custodia en el mercado doméstico a Citibank N.A. Finalmente, cabe consignar que las operaciones concertadas por los agentes con un tercero en las que no interviene un custodio son liquidadas en forma directa por el agente interviniente.

Caja de Valores S.A. (CVSA)...del depósito colectivo se ocupa de la custodia de valores negociables tanto Sus principales accionistas son la BCBA y el MVBA, con la participación minoritaria de las BC y MV del interior del país.



agentes (Art 11), facultad de aplicar sanciones. **No delegó** la supervisión directa de los mercados en los que se desempeñan los agentes; la aprobación de los reglamentos de los Mercados de Valores. (Art. 6 inc. e), la investigación del accionar de los agentes bursátiles y extrabursátiles requiriendo, a las **entidades autorreguladas**, la sustanciación.

La Resolución General n°110/87 de CNV autorizó a los Agentes de Mercado Abierto a concertar operaciones en valores negociables públicos o privados, en cualquier bolsa del país con las modalidades similares a las realizadas en la Bolsa de Comercio.

Este reconocimiento efectuado por la RG 110 fue impugnado por la BCBA siendo este el primer conflicto entre operadores del Merval y MAE. CNV rechazó la impugnación.

Reconocido el MAE como mercado, se produce otro conflicto acerca de su competencia para realizar transacciones sobre empresas cotizadas en el Merval.

Las idas y vueltas de los Agentes de bolsa y de los operadores de Mercado Abierto partiendo de puntos extremos y ya con el MAE operando como entidad autorregulada (Resolución 9934 de CNV) tuvieron que superar varias dificultades. Había dos vertientes en búsqueda de soluciones, una intransigente y con un claro interés de mercado autónomo y diferenciado y otra, más acuerdista en miras de una integración.

La autorregulación del MAE trunca la idea de integración, al estar legitimada para actuar como segundo Mercado de Valores de igual grado que el Merval.

En 2001 el Decreto 677 conocido como el "Régimen de Transparencia de Oferta Pública", adapta nuestra legislación a las tendencias mundiales referidas a prácticas de gobierno societario, otorga calidad de Entidad Autorregulada a las Bolsas de comercio autorizadas, Mercados de valores adheridos a ella, Mercados a término, de futuros y opciones y demás entidades no bursátiles autorizadas a funcionar como autorreguladas por la CNV y entre otras cuestiones delega Sistemas de Control de dichas entidades.



Particularidades de los Mercados más representativos.

Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. - Merval - Antecedentes En **1929** nace la fundación del **Mercado de Títulos y Cambios** teniendo por objeto dotar a las operaciones bursátiles de mayor seguridad garantizando las mismas por parte de esta Entidad. Hasta ese momento, los negocios a plazo, en títulos públicos y privados, poseían cierta garantía de carácter endeble.

El 16 de enero de **1950**, tras el derrumbe financiero mundial de 1949, el Mercado de Títulos y Cambios realizó un cambio y comenzó a actuar como Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.

A partir de esta nueva forma societaria se destacaría por cumplir actividades fundamentales como:

- Liquidar y **garantizar** las operaciones y
- Desempeñar el rol de **contraparte central** en las transacciones a través de dos formas: a) el Mercado de Concurrencia con garantía de liquidación y b) la Rueda Continua con o sin garantía de liquidación a elección del operador.

En **1974** se crea la Caja de Valores S.A. por parte del Merval y de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (accionistas mayoritarios en partes iguales), y en **1978**, el Banco de Valores, que proveyó al Merval el brazo financiero indispensable para su expansión.

El **Mercado Abierto Electrónico S.A. – MAE**- como institución es el mercado electrónico de títulos valores y de negociación de moneda extranjera mas importante de la Argentina. Sobre una plataforma electrónica modular a partir de soportes informáticos específicos, se transan títulos de renta fija tanto públicos como privados, divisas, operaciones de pases, y se concretan operaciones de futuros con monedas y tasa de interés. Complementariamente, este soporte tecnológico es utilizado en las licitaciones de letras y bonos del Banco Central de la República Argentina y en la colocación primaria de títulos del Estado Nacional.

Con los últimos avances tecnológicos aquel tradicional mecanismo de remate bursátil (**auction market**) que contextualizaba las prácticas de las operaciones de mercados



UCEMA

de títulos valores, se ha transformado en un **campo virtual** de negociación que permite a los agentes realizar sus transacciones electrónicas desde diferentes lugares geográficos, con absoluta seguridad y eficacia, mediante la utilización de un software diseñado para estos fines.

Como **antecedente**, el Mercado Abierto de Títulos Valores comenzó su desarrollo en 1970 a partir de la sanción de la Ley 17.811 y a partir de 1980 sus operaciones se expanden notablemente llegando contar con más de 450 agentes.

En 1988, la Comisión Nacional de Valores consideró la obligatoriedad del uso de la informática como medio transaccional e impulsó la creación de una corporación que funcionara como un ámbito electrónico para la realización de operaciones **over-the-counter**, a través de lo que sería la sanción de la Resolución N° 121 estableciendo que todos los agentes (**Broker-Dealers**) intervinientes en el Mercado, deberían estar interconectados a través de un sistema electrónico para la realización de sus operaciones. Así se constituyó como Mercado Abierto Electrónico prestando servicios en las transacciones financieras electrónicas efectuadas por los Agentes.

Actualmente **MAE** es una entidad autorregulada y supervisada por la Comisión Nacional de Valores, bajo el marco legal de la Resolución General No. 9934 del 26 de febrero de 1993, que puso en marcha los atributos de la autorregulación a partir de marzo de ese año. El MAE está conformado por Bancos Privados de capital nacional, Bancos Extranjeros, Bancos Nacionales, Bancos Provinciales, Bancos Municipales, Bancos Cooperativos, Compañías Financieras, Casas de Cambio y Agentes Puros.

Tiene por **objetivo**, además del cumplimiento de las reglas vigentes sobre la utilización de la informática: Disminuir los riesgos en cada transacción; Mejorar y transparentar la información sobre precios; Confirmar y registrar todas las transacciones efectuadas durante el día; Ofrecer al público y a los operadores la mejor información sobre los precios y volúmenes de mercado.

El "*settlement*" o compensación normal de las operaciones se realiza a las 72 horas, mediante la intervención de ARGENCLEAR, entidad encargada de la compensación y clearing de las transacciones realizadas en nuestro Mercado. En el caso de las operaciones de futuros de moneda, tasa e índices como así también las operaciones de swaps, el Mark To Market (MTM) diario y el fixing final lo realiza el MAE en las



cuentas que tiene en el BCRA y operando con el resto de los participantes a través del MEP (Medios de Pago) del BCRA.

La estructura del MAE permite realizar diferentes operaciones de acuerdo a la necesidad de los agentes involucrados, los valores transados y las necesidades del público que opera:

El Mercado Abierto Electrónico provee a sus agentes un **Sistema de Operaciones Electrónicas** denominado SIOPEL - diseñado por la sociedad que brinda siete métodos de negociación claramente diferenciados: Matching electrónico, Matching electrónico con corrección de precio (Puja), Oficialización de Operaciones (Orden directa), Elección libre de oferta con o sin confirmación (No Matching-Toma), Trading, Solicitud de cotización, Subastas Públicas (Suscripciones y Licitaciones) y Brokerage.¹¹

Entre las ventajas que brindan los sistemas informáticos de transacción y liquidación, se destacan la transparencia, la imparcialidad y la igualdad de oportunidades, virtudes valoradas y requerida por la normativa de CNV.

¹¹ MAE también ha desarrollado un software para la gestión administrativa de los participantes denominado **PATRON** mediante su interacción con **SIOPEL** le permitirá capturar operaciones, precios, productos, vencimientos y cualquier evento del mercado incluso las nuevas operatorias definidas en el Host central. Desde 1999 en adelante MAE a realizado diferentes acuerdos para el uso de su Sistema SIOPEL comenzando con la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay – BEVSA , en 2000, con la Bolsa de Valores de San Pablo – BOVESPA en 2002 con la Bolsa Electrónica de Chile - BEC y la Bolsa Electrónica del Uruguay -BEVSA suscribieron un *Acuerdo Marco para la Interconexión Informativa y Transaccional* de sus respectivos mercados, en 2005, concreto un acuerdo con la Bolsa de Valores de Colombia - BVC y en 2006 con el Banco de la República de Colombia - BRC y la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica - BNVCR. En 2004 el MAE firmó un acuerdo de cooperación tecnológica con el Mercado de Valores del Litoral - MVL, uno de los mercados más importantes del interior del país para una importante integración regional, en 2006 con el Mercado a Término de Buenos Aires - MATba-.



Sección II

AGENTES BURSÁTILES - MERCADO DE VALORES DE BUENOS AIRES

En la actualidad a pesar que la LMC se ha reglamentado recientemente a través Decreto 1023/13 y por la CNV en las voluminosas Normas TO 2013 que se hallan en vías de implementación, nos encontramos con que *hasta* al menos el 1.03.2014 las principales instituciones subsisten *casi* fueron establecidas por la Ley 17.811 donde se desenvuelve MERCADO DE VALORES DE BUENOS AIRES que es una SOCIEDAD ANONIMA, sujeta a las disposiciones legales y a su Estatuto, a cuyo efecto integra la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (Art. 1) y tiene por **objeto** (Art.3) : “a) Fijar los requisitos y condiciones que deben cumplir, para ser inscriptos en los Registros del Mercado d) Dictar las normas que establezcan en qué casos y bajo qué condiciones garantizará el cumplimiento de las operaciones que se realicen y registren” y dispone como se procederá en caso que no las garantice.

Bajo su órbita se desenvuelven:

Los **Agentes Bursátiles** que se ajustan a la Normativa del Estatuto del Mercado de Valores de Buenos Aires, el Reglamento Operativo, su Reglamento Interno además de la Ley 17811 y las Normas de la CNV y deben ser inscriptos en el Registro correspondiente para el ejercicio de su actividad cumpliendo, entre otros requisitos, constituir domicilio en Capital Federal (dentro del radio céntrico fijado por el Directorio) pudiendo adquirir distintas formas como:

Agente de Bolsa (AB) es decir, una persona física que cumpliendo con los requisitos del Art. 58 del Reglamento Operativo y Art. 3° del Reglamento Interno de Merval¹², debe acreditar calidad de socio de la BCBA y que no le alcanzan incompatibilidades en el mismo se indican.

¹² Art.3 : a) ser Accionista del Mercado (....) b) comprobar mayoría de edad c) estudios secundarios o equivalentes completos y especiales de capacitación profesional que establezca el Directorio, d) justificar su idoneidad para el cargo mediante examen de capacitación, acreditar solvencia moral con 2 referencias escritas de AB o SB inscriptos en el Mercado, Entidades Financieras o de sociedades con cotización en la BCBA, f) presentar Declaración Patrimonial que acredite capacidad económica para adquirir la acción del Mercado y poseer el patrimonio que establezca el Directorio para desempeñarse como AB, g) acompañar su CV especificando tareas o trabajos desempeñados (que permitan analizar incompatibilidades pasadas o presentes), h) Acreditar calidad de socio de la BCBA, i) manifestar que no le alcanzan incompatibilidades (inc a,b y c art. 42 LOP u otras) no estar procesado con prisión preventiva, ni haber sido condenado por un delito doloso, no estar sometido a procesos cambiarios por conductas sancionadas por disposiciones penales de prisión preventiva, no registrar condenas o sobreseimientos por acción penal que el Directorio considere incompatible, etc



Sociedades de Agentes de Bolsa (SAB) esto es, una sociedad colectiva o anónima –con acciones nominativas no endosables o escriturales- cuyos socios son Agentes de Bolsa, que tiene objeto único o plural exclusivo para las actividades que realicen en su condición de accionistas del Mercado¹³ conforme el Art. 22 del RI u otro mercado con el que Merval haya celebrado acuerdo de colaboración.

Para su inscripción en el Registro, la SAB debe presentar su estatuto inscripto en el Registro Público de Comercio (art.23 RI) acompañar nomina de directores, síndicos, consejo de vigilancia y contador dictaminante ¹⁴.

La BAJA de la SAB puede ocurrir a pedido o por revocación debiendo modificar su denominación y objeto social excluyendo toda referencia a la actividad bursátil. Hasta no cumplirlo no se acepta su renuncia ni la devolución de las garantías

Sociedad de Bolsa (SB), se trata de una Sociedad Anónima, accionista de Merval;

Sociedades de Bolsa y Terceros, se trata de una sociedad colectiva o anónima cuyos socios son Agentes de Bolsa y Personas Físicas no accionistas de Merval. El Agente de Bolsa puede asociarse con otros Agentes de Bolsa o 3^o, las sociedades deben constituirse bajo formas colectivas o anónimas o con acciones nominativas no endosables ¹⁵.

Además el **inc a) Art. 3 del Estatuto de Merval enuncia: Personas Físicas y Personas Jurídicas** a saber:

¹³ El objeto podrá ser único o plural, incluyendo la actuación en las operaciones de bolsa, la prefinanciación y distribución primaria de valores en cualquiera de sus modalidades, la actuación como agentes de suscripciones o servicios de renta y amortización, administración de cartera de valores, ejercicio de mandatos, comisiones y fideicomisos financieros, cualquier actividad financiera adecuada a la normativa vigente en la materia y cuantas mas se relacionen directamente o indirectamente con la actividad de intermediación en títulos o valores mobiliarios escriturales, certificados o activos negociables, representativos de bienes, de crédito o de participación. Para su inscripción en el Registro la SAB debe presentar su estatuto inscripto en el RPC (art.23 RI) acompañar nomina de directores, síndicos, consejo de vigilancia y contador dictaminante firmada por los interesados como DDJJ con datos de domicilios, cargos, documentación, Curriculum de c/u e informar el director/es que revestirá carácter de "representante autorizado para operar en rueda" a quien deben otorgar mandato suficiente justificando entre otras cosas idoneidad, calidad de socio de la BCBA . A los directores les afectan las incompatibilidades referidas. La disolución debe ser notificada de inmediato, si entra en concurso se le suspende automáticamente la autorizaron para operar, en caso de Quiebra se le cancela su inscripción.

¹⁴ firmada por los interesados como DDJJ con datos de domicilios, cargos, documentación, CV de c/u e informar el director/es que revestirá carácter de "representante autorizado para operar en rueda" a quien deben otorgar mandato suficiente justificando entre otras cosas idoneidad, calidad de socio de la BCBA. A los directores les afectan las incompatibilidades referidas. La disolución debe ser notificada de inmediato, en concurso se le suspende automáticamente la autorizaron para operar, en Quiebra se le cancela su inscripción

¹⁵ el capital social mínimo lo fija el Directorio y sus directores como órgano de fiscalización están sujetos a las incompatibilidades previstas en el art. 264 LS (directores) 286 (síndicos y consejo de vigilancia) y art. 42 LOP ; hayan estado o estén involucrados en procesos penales , sometidos a procesos cambiarios por conductas de carácter penal, registren en otras Bolsas o Mercado sanciones graves, registren no puede ser persona a quien el Mercado haya cancelado la matrícula de AB . los 3^o deben acreditar solvencia moral, CV, calidad de socio, manifestar falta de incompatibilidades. Su aporte al ingresar a la sociedad debe consistir en dinero u otra calase de bienes que determine el directorio (art.14 RI). La Acción del AB no puede ser aportada para constituir el capital de la sociedad. Verificada una causal de disolución de una sociedad debe comunicar de inmediato al Mercado, se la eliminara del Registro y comunicara a CNV, pudiendo el AB volver a operar individualmente.



Mandatarios cada Agente de Bolsa o Sociedad de Agentes de Bolsa puede **conferir mandato** para operar en el Mercado a dos personas por cada acción. También se podrá **inscribir un tercer mandatario** en el Registro, si el Directorio lo autoriza; siempre y cuando la Sociedad de Agentes de Bolsa tenga una responsabilidad patrimonial adecuada.

Agencias, las que quieran tener un Agente de Bolsa o Sociedad de Agentes de Bolsa deben ser previamente comunicadas al Directorio y ser autorizadas acreditando los requisitos dispuestos por el Art. 36 RI¹⁶.

Sucursales: Agentes de Bolsa o Sociedades de Agente de Bolsa deben comunicar previamente al Directorio y acreditar capacidad legal para ejercer el comercio de la persona a cargo (art.40 RI).

Productor: Agentes de Bolsa y Sociedades de Agentes de Bolsa pueden celebrar contratos con Personas Físicas o Personas Jurídicas que les aporten clientes o comitentes PARA realizar operaciones de bolsa y podrán cederles parte de su retribución¹⁷.

Promotores y Distribuidores (como tal rigió solo hasta marzo del 94): (art.43 RI) podrán serlo las **Entidades Financiera y los Agentes de entidades autorreguladas autorizadas** a intervenir en la Oferta Pública de Títulos Valores que lo acrediten y sean aceptados e inscriptos en el Registros, quienes no podrán operar con acciones o derivados de su cartera propia, salvo con respaldo del Agente de Bolsa o Sociedad de Agentes de Bolsa¹⁸.

El Promotor efectúa por cuenta y orden de terceros operaciones con Títulos Valores y otros instrumentos con uno o mas Agentes de Bolsa o Sociedad de Agentes de Bolsa (deben colocar en el boleto al comitente el precio operado = que del Agente de Bolsa o Sociedad de Agentes de Bolsa, recibirán una cesión de comisión o arancel libre

¹⁶ su titular sea mayor de edad, CV y ausencia de incompatibilidades, cumpla c/Patrimonio o capital mínimo exigido, existencia de contrato de agencia, local u oficina con organización técnico administrativa adecuada con libros, registros y documentación Legales vigentes. acceda a inspecciones.

¹⁷ estas deben ser mayor de edad, acompañar CV con tareas desempeñadas, los directivos de las sociedades también, no tener incompatibilidades, la promoción debe ser una actividad habitual, comprobable por bases contables. Contratos, comunicados al Mercado serán inscriptos en el Registro.(art.42RI)

¹⁸ El boleto debe emitirse a su nombre con constancia el carácter en que actúan. El registro de los clientes o comitentes de los Pr o Distr estara a cargo de los mismos. Si directa o indirectamente fueren titular de una acción de Merval podran optar en ser Prom o distr u operar a través de la SAB de la que fuera vinculado o controlante por intermedio de sus Agencias o Sucursales autorizadas por Merval. Sujetos a control, inspección y medidas de Merval y CNV



convenido con su comitente, explicitado en el boleto, se hará cargo de los gastos administrativos de las tareas (art.43RI).

RESPONSABILIDADES los Agentes de Bolsa y Sociedad de Agentes de Bolsa además de las disposiciones legales, estatutarias y reglamentarias deben: responder frente al Agente de Bolsa o Sociedad de Agentes de Bolsa contraparte por el cumplimiento de las operaciones¹⁹. (Art 4 RO)

Al CESE de funciones deben dejar depositados los libros en el Mercado como condición previa para levantar las garantías, **ESPECIALMENTE** cuando actúen por **cuenta ajena** recibiendo o ejecutando ordenes de comitentes, aun cuando operen por diferencia de precio: a) anotar toda orden encomendada escrita o verbal con cantidad, calidad, precio, modalidad de la orden **DIARIAMENTE** , b)ejecutar con diligencia las ordenes, c)otorgar absoluta prioridad al interés de sus comitentes, c)en ningún caso podrán atribuirse a si mismos uno o varios títulos cuando tengan comitentes que los hayan solicitado en idénticas o mejores condiciones, ni anteponer la compra venta de AB o SABB cuando comitentes hayan ordenado c-v en idénticas o mejores condiciones , d) en ningún caso el Agente de Bolsa o Sociedad de Agentes de Bolsa podrán hacer aplicaciones entre sus comitentes o hacer uso de su cartera propia frente a uno de ellos sin hacer anuncio público de su intención permitiendo intervenir a cualquier otro Agente de Bolsa o Sociedad de Agentes de Bolsa, e) podrán solicitar a su comitente autorización escrita para “operar en su nombre” su ausencia indica que “no contaron con consentimiento” , aunque la aceptación de la liquidación “sin reserva” obra como prueba contraria.

En casos que actúen por Cuenta propia o para su cartera deben hacer saber a sus contrapartes antes de concertar la operación, documentar con boletos diferenciados, comunicar al Directorio vinculaciones que pudieran generar conflicto de intereses con sus contrapartes u otros participantes; abstenerse de manipulación de precios y volúmenes, consideradas así las apariencias en perjuicio de 3º aunque se haya

¹⁹ podrán aceptar ordenes verbales de sus clientes o comitentes , llevaran debidamente sus libros, registros, documentación, avisar dentro de los 5d el alcance de alguna inhabilidad o incompatibilidad, en 24 hs el incumplimiento de obligaciones del Agentes de Bolsa o Sociedad de Agentes de Bolsa contraparte, expedir los certificados de las operaciones registradas concertadas por el cliente o comitente a su pedido, en 60d manifestación de bienes actualizadas como DDJJ que exteriorice su solvencia material extensiva a los socios no AB que integren sociedades.



transferido, SALVO las realizadas para “estabilizar el mercado que cumplan con requisitos de Directorio y CNV (art. 4 RO)

Todos estos intermediarios que más arriba han sido enunciados, desarrollan su actividad en el Mercado de Valores de Buenos Aires que es una Sociedad Anónima, sujeta a las disposiciones legales y a su Estatuto, a cuyo efecto integra la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (Art. 1) - Tiene por objeto: (Art.3) : a) Fijar los requisitos y condiciones que deben cumplir, para ser inscriptos en los Registros del Mercado d) Dictar las normas que establezcan en qué casos y **bajo qué condiciones garantizará el cumplimiento de las operaciones que se realicen y registren y, si no las garantiza, expedir el certificado -título ejecutivo- a favor del perjudicado por el incumplimiento de la contraparte**, que lo soliciten. Cuando el Mercado garantiza el cumplimiento de las operaciones, éstas se liquidarán obligatoriamente con su intervención.

AGENTES EXTRABURSÁTILES – MERCADO ABIERTO ELECTRONICO S.A.

Se encuentran regidos por las Normas CNV Capítulo XIX Ley 17811 Agentes de entidades autorreguladas no bursátiles, por el Estatuto de MAE y las Normas MAE (Art. 47 y sgs)

El Estatuto de MAE establece que la sociedad, tiene por **objeto** operar como un mercado autorregulado, para lo cual podrá:1) Establecer el régimen bajo el cual los accionistas de la sociedad y otras instituciones o personas jurídicas podrán realizar en el MAE operaciones sobre títulos valores u otras especies autorizadas a la oferta pública por la Comisión Nacional de Valores, asegurando la realidad de las operaciones y la veracidad de su registro y publicación. Art. 3

Personas habilitadas para registrarse como Agentes de Mercado Abierto – AMA

Pueden ser AMA las personas físicas o jurídicas que acrediten las exigencias legales, técnicas y operativas previstas en las Normas y Disposiciones del MAE, y de solvencia patrimonial, transparencia y ética contemplados en las Normas CNV (NT 2001 y modificatorias), y disposiciones concordantes y complementarias. Actualmente, no existen en el MAE operadores- personas físicas, sino que el universo de AMA está conformado mayoritariamente por operadores que revisten simultáneamente el carácter de banco, compañía financiera o casa de cambio; y en menor número, por



operadores que bajo la forma de sociedad anónima se constituyen con el objeto principal de intermediar en la negociación extrabursátil de títulos valores –AMA “puro”-.

Para obtener el ALTA en el Registro del Art. 6° inciso d) de la Ley 17811, es decir para su inscripción las Personas Físicas o Personas jurídicas debe iniciar el trámite ante la entidad autorregulada para actuar como tal y cumplir los requisitos de la entidad autorregulada en el marco el capítulo XIX.

El Art. 47 y sgs de las Normas del MAE prevén que el solicitante debe acreditar

- a) el pago del Arancel \$ 75.000 (art. 120 Normas MAE) y presentar
- b) una solicitud acreditando denominación, razón social, domicilio legal y comercial, descripción de su actividad además de
- c) documentación ²⁰

En el Art. 3 se enumeran las incompatibilidades que obstan la inscripción.

La solicitud debe ser notificada a la CNV (art.4), oportunamente resuelta por el Directorio de MAE, se eleva a CNV la resolución. En 15 días se expide y la inscripción se efectúa en el Registro que lleva CNV según lo dispuesto en el inc. d) del Art. 6 de la Ley 17.811.

La solicitante debe cumplir con REQUISITOS PATRIMONIALES establecidos en el art 5 que consisten en PN de \$2.700.000.-, con una Contrapartida en el Activo de \$

²⁰ consistente en: 1) Contrato social o estatuto inscripto en RPC. Su objeto debe contemplar expresamente “intermediación en OP de Valores mobiliarios y otras especies autorizadas a la OP por CNV” . Si es SA, las accs deben ser nominativas, 2) Acta de Directorio o Asamblea que resolvió la solicitud de inscripción como agente 3) Nomina de directores, administradores, gerentes y representantes con sus domicilios , antecedentes personales de actuación en actividades económicas financieras, DDJJ de Patrimonio, 4) EECC 3 últimos ejercicios o de inicio de actividad si es menor si la sociedad se constituyo “especialmente como agente” un balance de iniciación idem + Balance de saldos comparable con los generales de 3 meses antes de iniciación del trámite, 5) constitución de organización y medios personales y técnicos por volumen de actividad que permita su auditoria, 6) si la actividad del sujeto requiere autorización, acreditarla, 7) clase tributaria, 8) plan de cuentas/organigrama y manual de procedimiento internos para operatoria, 9) formularios para la actividad exigidos por MAE, 10) Manual de Prevencion de Lavado de Dinero y lucha contra el antiterrorismo, acá con designación de funcionario de alto nivel (salvo que fuere Entidad Financiera y por RG 547/09 CNV) responsable de su compromiso Re N 21 11) registro de accionistas, 12, plan de negocios en el ambito de mercado abierto. Acreditar que i) posee una acción de MAE, ii) ser propietario o locatario del inmueble donde desempeñara la actividad, iii) idoneidad para concertar, registrar y liquidar operaciones, aportando su identificación y permitiendo su capacitación (Res.N 25) salvo acreditada experiencia; iv) llevar registros rubricados y foliados consistentes en libros de caja, de Registro de Operaciones o copiador de liquidaciones o de boletos, de Registro de operación de estado final de Cartera Propia y de Registro de Cuentas y clientes. Para las Entidades Financieras el art. 55 establece que el Libro Caja y Libro Ctas pueden ser suplidos por los de su actividad en tanto contentan la información, v) compromiso de permitir el acceso a inspecciones a los mismos (Res.21)



1.700.000.-, en caso de inscribir alguna sucursal ambos montos se incrementan en un 20%²¹.

Si se produce un incumplimiento a la integración el Agente debe **ABSTENERSE** de operar, SIN necesidad de INTIMACION alguna.

Las Entidades Financieras autorizadas por BCRA cuyos requisitos patrimoniales de Banco Central sean superiores a lo exigido por el Art. 5º inc a) deben acreditar PN y Contrapartida. La información respecto a su adecuación de capitales mínimos en BCRA e integración de capital debe efectuarse mediante DDJJ mensual firmada por autoridad contable y Presidente (Res MAE N 8).

Para **mantener** la inscripción debe cumplir con las normas de CNV y las normas de la entidad autorregulada.

RESPONSABILIDAD DEL AGENTE MAE: Importa subrayar que la relación entre el Cliente y el Agente es una relación de confianza, basada en las consideraciones que haya tenido en cuenta el Inversor sobre el Agente, que suponen la experiencia, trayectoria, responsabilidad patrimonial, management, trato personalizado, etc.

El riesgo para el Inversor podría estar dado por la falta de ejecución del Agente de la orden dada por el Cliente, o en caso de cumplida dicha orden, por la inobservancia respecto al depósito de los valores negociables o de los fondos en la subcuenta del Cliente. **En todos los casos, el agente responde sólo con su patrimonio.**

No obstante en caso de incumplimiento el Inversor podrá presentar una denuncia ante el MAE, entidad que considerara la procedencia de la denuncia y en su caso emplazará al Agente a corregir su falta o incumplimiento.

Si se verifica una conducta contraria a las previstas en las Normas, podrá instruir un Sumario pudiendo aplicarse las sanciones de a) Apercibimiento; b) multa; c) Suspensión de hasta 2 años; d) la cancelación de la inscripción como Agente del MAE, previa conformidad de CNV

²¹ La contrapartida puede estar integrada en a) Titulo Públicos del Estado Nacional por su valuación de realización, que deben encontrarse inmovilizados en una cuenta b) inmueble por un máximo del 50% con ciertos requisitos cuyo informe de dominio debe ser presentado dentro de los 5 días de cada mes conforme lo dispone el art. 27 de LOP o por c) una fianza por un máximo del 50% con cláusula de principal pago por tiempo determinado de tipo permite que ampare a 3º por ejercicio de actividad, según texto que apruebe CNV o entidad autorregulada; la entidad bancaria que la otorgue debe estar incluida en el BCRA como Banco Comercial. Los agentes no pueden afianzarse entre si.



Resulta de utilidad práctica visualizar la diferencia entre los Mercados Bursátiles y Extrabursátiles conforme el siguiente cuadro:

MERCADO DE CAPITALES	
Mercado Bursátil Mercado de Valores S.A. (Merval)	Mercado Abierto Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE)
Los socios del Merval son mayoritariamente firmas de agentes de bolsas y sociedades conformadas con agentes de bolsa	Constituido mayoritariamente por bancos nacionales, provinciales, municipales y extranjeros
Remuneración: comisión sobre las transacciones	No cobran comisión, sino diferencia de precio entre compra y venta (reformado por RG 463/04 de CNV que determina "comisiones explícitas")
Preponderantemente carteras de comitentes	Preponderantemente cartera propia (ayudan a agregar dinamismo al mercado en particular en circunstancias de baja liquidez)
Exige presencia física de los operadores dentro de un horario preestablecido. En la actualidad también cuentan con un sistema electrónico	Transacciones por vía telefónica directa y luego por pantalla. Los operadores pueden estar en cualquier lugar del mundo donde la plaza pueda ser considerada una opción
La operatoria de viva voz permite observar conductas, emociones y representatividad de los operadores de piso	Adquisición directa de títulos públicos al BCRA (mercado primario)
Comercialización de títulos privados según cotización	Mayor profesionalización en títulos públicos
	Mayores contactos internacionales con mercados homólogos
	Volúmenes a gran escala de títulos públicos reduce fluctuaciones de precio
Las operaciones pagan derechos y aranceles	Las operaciones no pagan derechos ni aranceles. Las paga el agente, no el cliente
Mayor liquidez en acciones	Mayor liquidez en títulos públicos
Negocian la totalidad de las acciones de las empresas cotizantes*	Negocian títulos públicos, privados de renta fija y divisas, derivados y Repos*

*el 18.03.93 se celebró un acuerdo de compatibilización de las relaciones entre los intermediarios que actúan en la oferta pública de valores negociables conforme el cual los Agentes de Mercado Abierto renuncian a negociar en el ámbito del MAE acciones y otros instrumentos relacionados, a cambio de la representación de 1/3 en el Directorio del Merval.



Sección III.

CAMBIOS INTRODUCIDOS POR LA LEY 26.831 RESPECTO A LOS INTERMEDIARIOS

Con la Reforma del Mercado de Capitales la Comisión Nacional de Valores se erige en un Organismo con mayores facultades y protagonismo más concentrado, las entidades Mercados (sociedades anónimas) como ámbitos donde se ofrecen públicamente los valores negociables u otros instrumentos con Oferta Pública autorizada por CNV “como único requisito” y a los Agentes Registrados como “agentes habilitados para negociar” esos valores autorizados.

La nueva composición de esos Agentes registrados tendrán diferentes actividades, serán Personas Físicas o Jurídicas que autorizará CNV en sus correspondientes Registros para desplegar actividades que serán Agentes de: Negociación, Productores de Agentes de Negociación, de Colocación y Distribución, de Corretaje, de Liquidación y Compensación, de Administración de Productos de Inversión Colectiva, de Custodia de PICs, de Depósito Colectivo y de Calificación de Riesgo.

En este nuevo espectro de actores se destacan, los **Agentes de Negociación (AN)** que consistirán en **Sociedades autorizadas a actuar como intermediarios** de mercados que incluyen “cualquier actividad vinculada y complementaria” que estos realicen y los Productores de AN, serán PF y PJ registradas para desarrollar actividades de difusión y promoción de valores negociables bajo “responsabilidad del AN registrado” .

Además de los:

Agentes de Colocación y Distribución ACyD : PF y PJ registradas para desarrollar canales de colocación y distribución de valores negociables.

Agentes de Corretaje AC: PJ registradas para poner en relación 2 o más partes para la conclusión de negocios sobre valores negociables sin estar ligadas a ninguna por relaciones de colaboración, subordinación o representación (art.34 Anexo II Ley 25.028).



UCEMA

Agentes de Liquidación y Compensación ALyC : PJ registradas para intervenir en la liquidación y compensación de operaciones con valores negociables registrada en el marco de mercados, incluyendo bajo su jurisdicción cualquier actividad que realicen.

Agentes de Administración de PICs: sociedades gerentes L 24.083, fiduciarios financieros L 24.441 y demás entidades que desarrollen similares funciones y a criterio de CNV corresponda registrar.

Agentes de Custodia de PICs AC : PJ registradas para actuar en dicho carácter en los PICS desarrollando funciones asignadas por las leyes aplicables y las que CNV determine.

Agentes de Depósito Colectivo ADC: entidades registradas para recibir depósitos colectivos de VN para actuar en custodia de instrumentos y de operaciones en los términos de la L 20643 incluyendo en su jurisdicción cualquier actividad que realicen.

Agentes de Calificación AdC: entidades registradas para prestar servicios de calificación de VN y otros tipos de riesgos bajo competencia de CNV

EFFECTOS

A todos ellos, para su **Registración en CNV** las nuevas Normas les impone cumplir **formalidades y requisitos** a cada categoría. La misma ley ya delimita las prohibiciones e **incompatibilidades** que les son exigibles. Les impone el deber de guardar secreto de las operaciones que realicen por cuenta de terceros así como de sus nombres y en qué caso dicho secreto no regirá. Además de los requisitos Patrimoniales les carga con el pago de importantes **Aranceles** para su Registración.

Al Agente de Negociación le endilga la **responsabilidad** ante el mercado por la suma que ese mercado hubiera abonado por su cuenta (ello en función de la obligatoriedad de **garantía de las operaciones** que impone por igual a los mercados). En cuanto a la disciplinaria, todos los agentes quedan sometidos a la competencia disciplinaria **exclusiva** de la CNV, a la cual los mercados deberán denunciar toda falta en que incurrieren los agentes miembros.

Los Mercados – que a su vez habrá también de registrarse- deben habilitar la actuación en su ámbito a los agentes autorizados por la CNV, es decir otorgarles una Membresía, a cuyo efecto deben dictar las normas reglamentarias correspondientes (sujetas a aprobación de CNV) que reflejen las disposiciones de la Ley y Normas de CNV.



Sección IV

CRITICA Y CONCLUSIONES.

El origen de las instituciones, donde interactuaban inversores y colocadores de títulos, en Europa y EEUU a surgido del sector mercantil privado para realizar oferta y demanda de financiación de proyectos empresarios mediante la participación en acciones de empresas dispersando su riesgo al alentar nuevos participes en negocios de alto riesgo como altas ganancias ampliándose más tarde a papeles de deuda, como pagares emitidos en serie para financiar empresas, fuentes donde también abrevaron hasta los mismos Estados.

En el Siglo XX surge la necesidad y obligación de regular estos mercados y la oferta de títulos para evitar burbujas, riesgo sistémico como los efectos conocidos con el crack bursátil de EEUU en 1929 y la extensión de la crisis financiera en el mundo con quiebras encadena y la funesta pérdida de los ahorros de los accionistas donde los mercados fueron resentidos con la caída de la financiación por lo que surgió la necesidad de proteger a los inversores y ahorristas y evitar grandes movimientos bruscos originados en malas prácticas bursátiles o conflictos de interés que tuvieran influencia en la economía, el ahorro y la inversión.

En Argentina hubo una evolución parecida, el mercado de capitales comenzó a principios del siglo XIX como un negocio privado mercantil con la constitución de la BCBA. Recién estando en la órbita del BCRA y como Comisión de Valores comenzó a coordinar y relevar la actividad y en 1969 entro en vigencia la ley 17811 de OP de Títulos Valores y de Organización de la nueva CNV que tomaba tendencias modernas de la época “conviviendo” con la autorregulación de la bolsa (como agrupación de distintas cámaras y mercados) y los mercados de valores (como lugar donde negociables los TV). Se otorga a CNV su autarquía y facultad de fiscalización y regulación de la OP de valores, de bolsas y mercados de valores, lo que constituyo un avance por la técnica normativa acorde a los países más desarrollados, consagrando entre otros temas la “facultad de hacer control de legalidad pero NO de control de merito y oportunidad”, “mantener la “autorregulación” de los mercados de valores y bolsas, “permitir medidas disciplinarias a cargo de los propios mercados (art. 11



LOP)", "facultándolas para aprobar los reglamentos de las bolsas y de los mercados de valores", etc.

La tendencia Mundial en mercados de capitales y sistemas financieros es hacia una mayor regulación de los agentes económicos que participan e intermedian en los mismos con miras a proteger a los inversores y aseguran más transparencia, más controles preventivos y menos conflictos de interés. Las recientes crisis internacionales en EEUU y Europa dejaron al descubierto importantes falencias regulatorias, malas prácticas y conflictos de interés que ha generado grandes pérdidas a los inversores y a los Estados que tuvieron que salir a proteger la vigencia de las instituciones contra el riesgo sistémico a costa de general riesgo moral.

En el 30, grandes empresas maniobraron en mejorar sus libros, captar fondos en mejores condiciones, manipular gobiernos de sociedades, pagar tasas más bajas que las reales, aumentar artificialmente el precio de sus acciones, con estas prácticas los mercados se resienten y se perjudican empresas serias que no pueden financiarse en los mismos como los ahorristas-inversores: baja la liquidez y el crédito, suben las tasas, aumenta el riesgo crediticio.

El Mercado de Capitales en Argentina se estructura sobre la existencia de dos mercados netamente diferenciados por su conformación y modalidades operativas: El mercado bursátil, cuyo exponente en Argentina es el mercado de Valores de Buenos Aires (Merval) y el Mercado Abierto (en contraposición con el Mercado Bursátil) hoy institucionalizado en el MAE

Los tipos de operatoria que realizan los intermediarios se encuentran distribuidos entre los mercados conforme el siguiente esquema:

1) en el Mercado secundario:

Tipos de operaciones	MAE	Merval	Rofex	Matba Mercado a Término de Buenos Aires
Renta Variable		x		
Renta Fija	x	x		
Pases	x	x		
Derivados financieros	x		x	
Derivados agropecuarios			x	x



2) en el Mercado primario: MAE, Merval, Mervaros (Mercado de Valores de Rosario)

3) OTROS: Mercado Financiero, FOREX compra venta de u\$s contado NO REGULADO POR CNV, MAE y MEC (corredores).

La LEY 26831 deroga la ley 17.811 de OP, el Decreto 677/2001 y otras sustituyéndolas por un cuerpo integral que incorpora preceptos *ya existentes e incorpora* cambios significativos (conservando las instituciones de OP y consagradas en el Decreto sobre transparencia, gobierno corporativo, OP de adquisición, etc).

Lo que la nueva ley hace es: Dotar a la CNV de mayor poder, reducir el de los mercados autorregulados, segmentar las incumbencias de los operadores y cambia normas de procedimiento e información, con muchos aspectos delegados a reglamentación, hoy ya dispuesta por las Normas TO2013.

Efectúa **cambios estructurales contundentes** en el régimen de las bolsas y mercados dando lugar a nuevos agentes y participantes potenciales y a la desmutualización.

DEBE –el Estado- proteger a las empresas y a los inversores que acuden al mercado de capitales a financiarse porque es proteger directamente la inversión en la economía real. Cuando ocurre un colapso en el mercado de capitales, el mercado se estanca o cae llevándose la confianza de los inversores y ahorristas juntamente con el costo de dinero y oportunidades al mismo tiempo que afecta el producto nacional, el empleo, la recaudación, la competitividad, el dinamismo la inversión. Los países desarrollados han puesto freno a maniobras como: conflictos de interés, transparencia y gobierno corporativo modificando la estructura de los reguladores.

Con la nueva ley se apunta darle **mayor intervención al regulador** para evitar siniestros que puedan afectar los mercados por mala praxis y además **consagrar nuevos agentes e instituciones bursátiles**. Hay una sola vía de autorización de OP y cotización por CNV, se **suprime el poder de las entidades autorreguladas para ejercer el poder de policía y disciplinario de sus miembros**, quita la obligatoriedad de ser accionista para operar lo que amplía las posibilidades de ingreso a otros participantes. Divide por funciones e incumbencia distintas categorías de agentes bajo



UCEMA

su registro y supervisión (clasificándolos como Agentes de Negociación, Colocación, Distribución, Corretaje, Liquidación y compensación, Custodia y Depósito colectivo de valores negociables, de Administración y custodia de productos de inversión colectiva, de Calificación de Riesgos y otros), como así también otros temas ajenos al objeto de esta presentación. Refuerza el principio de responsabilidad por el Secreto, Transparencia, Conflicto de interés, Delitos bursátiles y sustituye la competencia en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires de la CNV y el carácter federal de la ley.

Si bien esta segmentación y regulación de los distintos agentes de mercado **sigue la tendencia mundial** nada asegura que la forma en que se quiera instrumentar conlleve a la finalidad manifestada en la expresión del objeto que impulsó la nueva Ley. Asimismo algunos dispositivos respecto a facultades de allanamiento, de dictar la nulidad de las decisiones de Directorios de las empresas, el nombramiento de veedores, entre otros, están siendo pasados hoy bajo la lupa de una dudosa constitucionalidad. Por ello todos los intermediarios mas afectados o no, se encuentran en sensiblemente alterados y afectados por esta nueva ley que ni mas ni menos representa que de un día para otro los intermediarios dejaran de existir bajo una forma un día para pasar a ser de otra forma al día siguiente.

Como era de esperarse, la implementación de estas nuevas disposiciones ha significado una importante reaccion por parte de los intermediarios que ha generado una serie de interrogantes y aclaraciones por parte del Organismo de contralor.

La Comisión Nacional de Valores (CNV) se juega la última carta antes de que el Merval decida en asamblea si opta por dar inicio a la vía judicial y presentar un recurso para frenar tanto la ley como la reglamentación de la norma de mercado de capitales, aprobada un año atrás. Entre los temas que cuestionaron a su Presidente los agentes se hizo referencia al manejo de dinero por parte de los agentes de negociación, a la Caja de Valores y, sobre el punto del fin de la autorregulación de los mercados hubo varias dudas acerca del proceso sumario.

Probablemente se necesitaba una reforma en ciertos aspectos de la Ley de Oferta Pública pero no comparto la necesidad de este cambio rotundo y de raíz de todos los institutos del Mercado de Capitales.



UCEMA

Si se estima que la falta de negocios bursátiles y la poca profundidad y liquidez del mercado obedece a las normas de Oferta Pública es un engaño pueril.

Lo que se necesita es, atender debidamente los problemas macro “requisito esencial para tener mercados transparentes, confiables y seguros”.

Sin estabilidad macroeconómica, baja inflación y reglas de juego claras y duraderas con sistemas rápidos y confiables para la resolución de conflictos, no habrá entre los mercados una verdadera competitividad, no se logran, ni en el mundo ni acá, aumentar el volumen ni la cantidad de empresas cotizantes que robustezcan el Mercado.



UCEMA

Bibliografía:

Ley 17.811

Ley de Mercado de Capitales n° 26.831

Decreto 1023/2013

Reglamento Operativo del Mercado de Valores de Buenos Aires

Reglamento Interno del Mercado de Valores de Buenos Aires

Estatuto del Mercado de Valores de Buenos Aires

Normas de Mercado Abierto Electrónico

Nora Ramos – La Nueva estructura del Mercado de Capitales Ley 26831 – CEDEF

Federico Bunsow – Reglamento de la Reforma sobre el Mercado de Capitales –
Periódico Económico Tributario 15.04.13

Oswaldo Prato – La Nueva Ley de Mercado de Capitales o el fin de una entelequia –
Mercado de Dinero.com Argentina 13.02.13

Douglas Errespe – Reforma al Mercado de Capitales y Régimen de Oferta Pública –
La Ley 13.11.12

Martin E. Paolantonio – Reforma del Mercado de Capitales La Ley 4.12.12

http://www.cnv.gob.ar/uv_MerCap.asp

<http://www.expansion.com/diccionario-economico/mercado-financiero.html>

http://www.santanderrio.com.ar/asset/inversiones_glosario.jsp

<http://www.bolsanor.com.ar/2012/sitio/seccion.php?id=17>

<http://www.mae.com.ar>



UCEMA

Si autorizo a la Universidad del CEMA a publicar y difundir a los fines exclusivamente académicos y didácticos la Tesis/Trabajo Final de mi autoría correspondiente a la carrera cursada en esta institución.

Firma:

Aclaración:

D.N.I.: