

El futuro de las bolsas de comercio a la luz de la nueva ley de mercado de capitales

Rosario Estevarena

Introducción [\[arriba\]](#)

El presente trabajo tiene por objeto hacer una breve exposición de algunos de los puntos más sobresalientes de la reforma del marco normativo del mercado de capitales argentino, a partir del dictado de la Ley N° 26.831, el Decreto N° 1023/2013 y el texto de las Normas de la Comisión Nacional de Valores (N.T. 2013).

El análisis estará enfocado en el rol que las bolsas de comercio han venido desempeñando al amparo del régimen anterior y el que desarrollarán en el futuro.

Sistema de la Ley N° 17.811 [\[arriba\]](#)

La exposición de motivos de la Ley N° 17.811 de Oferta Pública de Títulos Valores (“LOP”) sancionada en 1968, señalaba que en materia de negociación de títulos valores la legislación universal distinguía tres sistemas diferentes. En primer lugar, el sistema inglés, de absoluta libertad; luego, el régimen seguido por algunos países europeos, que consideraba a las bolsas como instituciones oficiales y a los agentes de bolsa como funcionarios públicos; y, por último, el sistema de la legislación federal de los Estados Unidos de Norteamérica, que establecía el carácter privado de las instituciones y negocios de títulos valores, aunque sujetos a leyes protectoras del interés público.

En este último sistema, la protección del público inversor se lograba mediante una amplia publicidad de los datos económicos y financieros de las empresas y de todos los intervinientes en el comercio de los títulos valores. Ello, junto a una adecuada fiscalización del Estado y de las bolsas apuntada a asegurar la veracidad y eficacia de la información suministrada y el cumplimiento de la ley. En defecto de todo lo anterior, se establecía un régimen de sanciones para quienes vulneraran sus normas.

Luego de valorar los antecedentes argentinos existentes al momento de la sanción de la LOP y la organización de las instituciones bursátiles vigentes en el país, el legislador optó por seguir el modelo utilizado en los Estados Unidos de Norteamérica. Su elección estuvo influida por ser aquel un país cuyo régimen constitucional era similar al argentino y por el modelo de evolución económica e industrial que significaba.

El sistema de la LOP en materia de oferta de títulos valores tenía como base la representatividad de las bolsas de comercio, que agrupaba diversos sectores interesados en la negociación de dichos valores: inversores, emisores, productores, comerciantes y operadores, a diferencia de los mercados de valores que únicamente reunían a quienes operaban con títulos valores.

Así, mientras que en la mayoría de los mercados bursátiles del mundo, la bolsa y el mercado de valores conformaban una única institución, generalmente denominada Bolsa de Valores, en nuestro país, las funciones relacionadas con la cotización y negociación de valores

negociables se encontraban bajo la órbita de dos entidades diferenciadas: bolsa de comercio y mercado de valores, respectivamente.

El Capítulo III de la LOP refería a “De las Bolsas y Mercados de Comercio en general” y establecía normativa general aplicable a ambas entidades: las habilitaba a que se constituyeran como sociedades anónimas o como asociaciones civiles con personería jurídica, establecía que debían asegurar la realidad de las operaciones y la veracidad de su registro y publicación, obligaba a que sus reglamentos establecieran claramente en qué casos y bajo qué condiciones garantizaban el cumplimiento de las operaciones que en ellas se realizaran o registrarán y las facultaba a organizar cámaras compensadoras para liquidar las operaciones.

En el Capítulo IV de la LOP “Bolsas de Comercio autorizadas a cotizar títulos valores y mercados de valores” se establecía que las bolsas de comercio cuyos estatutos previeran la cotización de títulos valores, así como los mercados de valores que se constituyeran en el futuro debían ser autorizados para funcionar por el Poder Ejecutivo Nacional por intermedio de la Comisión Nacional de Valores.

En lo concerniente a las funciones de las bolsas de comercio, el artículo 30 de la Ley 17.811 le reconocía las de autorizar, suspender y cancelar la cotización de títulos valores, establecer los requisitos para cotizar títulos valores, controlar el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de las sociedades emisoras, dictar las normas y medidas necesarias para asegurar la veracidad de los balances y demás documentos que debían presentar o publicar las sociedades emisoras y dictar normas reglamentarias que aseguren la veracidad en el registro de las cotizaciones y publicar las mismas y los precios corrientes.

En cuanto a los mercados de valores, el art. 37 de la LOP establecía que éstos debían dictar las normas y medidas necesarias para asegurar la realidad de las operaciones que efectuaran los agentes de bolsa.

Como dijimos anteriormente, la Ley N° 17.811 asignaba algunas funciones a las bolsas de comercio y otras a los mercados de valores, sin embargo la actuación coordinada de ambas instituciones era un aspecto fundamental. El art. 31 de la LOP daba cuenta de ello al señalar que las funciones de las bolsas debían ser ejercidas previo dictamen de la comisión de títulos que cada bolsa debía constituir, en cuya integración se incluía al presidente del mercado de valores adherido a ella. El artículo 36, por su parte, rezaba que los mercados de valores sólo podían permitir la negociación de los títulos valores cuya cotización hubiese sido autorizada por la bolsa de comercio que integraban.

Sistema de la Ley N° 26.831 [\[arriba\]](#)

La Ley N° 26.831 de Mercado de Capitales (“LMC”) fue sancionada el 29 de noviembre de 2012, promulgada por el Poder Ejecutivo el 27 de diciembre de 2012 y publicada en el Boletín Oficial el 28 de diciembre de 2012. Derogó la Ley 17.811, el art. 80 de la Ley N° 11.672, los Decretos N° 656/92, N° 749/00, N° 677/01, N° 476/04 y los arts. 80 al 84 del Decreto N° 2284/91. El 27 de julio del corriente, el Poder Ejecutivo Nacional dictó el

Decreto reglamentario 1023/2013 y el 5 de septiembre último, la Comisión Nacional de Valores aprobó el nuevo texto de sus Normas (N.T. 2013).

Tal como surge del mensaje de elevación del proyecto de ley que el Poder Ejecutivo envió al Congreso de la Nación, la norma consagra una reforma integral al régimen anterior y su fin consiste en revertir la minimización del rol del Estado y la maximización del mercado como articulador central de las relaciones financieras y económicas.

El Poder Ejecutivo justifica dicha política pública en la crisis financiera internacional desatada en el año 2008 que generó que los países desarrollados modifiquen su regulación y supervisión sobre los mercados financieros a los efectos de prevenir y mitigar el riesgo sistémico, promover la transparencia y proteger al consumidor de servicios financieros. En esa línea, la LMC amplía las facultades del Estado a fin de supervisar a todos los participantes del mercado de capitales.

La primera modificación de importancia que se introduce en la LMC consiste en la eliminación de la “autorregulación” de los mercados, sistema sobre el cual se había basado la LOP. La “autorregulación” consistía en que el Estado delegaba en los mercados la facultad de elaboración de sus normas, aunque sujetas a la aprobación de la Comisión Nacional de Valores, la supervisión y la sanción de los intermediarios.

El art. 19 inc. a), b) c) y d) de la LMC[1] pone fin a la potestad de los mercados de valores de regular la actividad dentro de sus recintos y pone bajo la órbita de la Comisión Nacional de Valores la supervisión de todas las etapas de la oferta pública y la autorización, registro, fiscalización y sanción de todas las entidades y personas comprendidas bajo su ámbito.

El Decreto 1023/2013 en su art. 2 establece que todos los sujetos que participen en la actividad del mercado de capitales deberán encontrarse inscriptos en el registro que llevará la Comisión Nacional de Valores. Además, agrega como requisito que las personas jurídicas que actúen como mercados o agentes estén constituidas en la República Argentina.

Otra importante modificación respecto del régimen de la LOP, se centra en la aparición de categorías de agentes enumerados en el art. 2 de la LMC. Agentes de negociación, productores de agentes, de colocación y distribución, de corretaje, de liquidación y compensación, de administración de productos de inversión colectiva, de custodia de productos de inversión colectiva, de depósito colectivo y de calificación de riesgos, cada uno de los cuales cuenta con requisitos específicos en cuanto a su patrimonio y limitaciones respecto de su actuación. El inciso s) del art. 19 de la LMC establece que corresponde a la Comisión determinar las condiciones bajo las cuales los agentes registrados que revistan el carácter de personas jurídicas, podrán estar habilitados para llevar a cabo más de una actividad bajo su competencia. En el mismo sentido, el Decreto 1023/2013 indica que para revestir más de una categoría de agente, los interesados deberán satisfacer los requisitos previstos para cada categoría en particular que determinen las normas de la Comisión. Éstas han establecido los montos de patrimonio neto, contrapartida líquida e incompatibilidades con que cada agente debe cumplir, entre otros requisitos.

Por último, el Decreto N° 1023/2013 incluye la posibilidad de que nuevos participantes desarrollen actividades conforme la LMC incluyendo a las asociaciones sindicales, asociaciones y cámaras empresariales, organizaciones profesionales, escribanos,

profesionales matriculados en los Consejos Profesionales de Ciencias Económicas, abogados y todo otro sujeto que cumpla con los requisitos para cada categoría de agentes.

Funciones de las bolsas de comercio [\[arriba\]](#)

En relación al tema central de este trabajo consistente en el rol de las bolsas de comercio a la luz de la Ley N° 17.811 y la nueva Ley N° 26.831, del articulado de la LMC se desprende que a dichas instituciones no se les han asignado función específica en el nuevo escenario del mercado de capitales. Así, las funciones que la Ley N° 17.811 les reconocía respecto de la autorización, suspensión y cancelación de la cotización de los títulos valores, hoy han quedado sin efecto pues la LMC eliminó el trámite de autorización de cotización de los títulos valores que las emisoras tenían que realizar ante las bolsas de comercio. Para la negociación de valores negociables basta con la autorización de oferta pública otorgada por la Comisión y el listado de los mismos en alguno de los mercados autorizados a funcionar (Ley N° 26.831, art. 32 inc. b)).

Las funciones de control del cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de las emisoras y el dictado de normas para asegurar la veracidad de los balances y otra información que las emisoras debían presentar, reconocidas a las bolsas de comercio en los incisos c) y d) del artículo 30 de la LOP, han quedado bajo la órbita de la Comisión Nacional de Valores según el nuevo régimen de la LMC[2].

Por último, la obligación de las bolsas de dictar normas reglamentarias que aseguren la veracidad en el registro de las cotizaciones y la publicación de las cotizaciones y los precios corrientes reconocida en el inc. e) del art. 30 de la LOP, ha quedado en cabeza de los mercados según reza el inc. c) del art. 32 de la LMC[3].

Los Mercados han sido definidos por la LMC en el artículo 2 como las sociedades anónimas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores con el objeto principal de organizar las operaciones con valores negociables que cuenten con oferta pública, quedando bajo competencia de la Comisión Nacional de Valores las actividades afines y complementarias compatibles con el desarrollo de dicho objeto. Esta nueva definición alcanza no sólo a los mercados de valores, sino también a los de futuros y opciones.

El art. 32[4] de la Ley N° 26.831 enumera las funciones principales de los mercados y agrega que dichas atribuciones podrán ser ejercidas por el mismo mercado o delegadas parcial o totalmente en otra entidad calificada.

En referencia a los mercados, las Normas de la Comisión (N.T. 2013) disponen que todos deberán hacer oferta pública de sus acciones antes del 31 de diciembre de 2014 y que ningún accionista podrá poseer en forma directa, o indirecta, individual o conjuntamente una participación en el capital social mayor al 20%.

A modo de conclusión, gran parte de las funciones que la LOP había delegado en actores privados, hoy son reasumidas por el Estado según surge del texto de la LMC. En este contexto de redefinición del status de las bolsas de comercio, dichas instituciones deberán redefinir su rol en el nuevo escenario. Algunas opciones podrían ser solicitar la baja de su autorización para funcionar como tales, o por el contrario, solicitar ser reconocidas como entidades calificadas para ejercer funciones delegadas por los mercados de acuerdo a lo

establecido en el artículo 32 de la LMC, ello siempre que cuenten con la autorización de la Comisión Nacional de Valores.

Solución de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires [\[arriba\]](#)

A continuación se expone el camino adoptado por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, quien ha decidido desempeñar un nuevo rol dentro del mercado de capitales argentino. El 21 de noviembre de 2012 el Mercado de Valores de Buenos Aires informó a la Comisión Nacional de Valores mediante la Autopista de la Información Financiera[5] acerca de la suscripción de un Memorando de Entendimiento (MOU) con la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. En dicho documento ambas partes acordaron la creación de una nueva entidad comercial bajo la forma de sociedad anónima que en el futuro operaría como nuevo mercado bajo los nombres de “Bolsa de Valores S.A.”, “Bolsa Federal de Valores S.A.”, “Mercado Federal de Valores S.A.” u otro similar. Las partes convinieron en llevar a cabo negociaciones con distintas bolsas y mercados del país a fin de que estos se sumaran al proyecto.

El 1 de marzo del corriente el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires suscribieron un acuerdo marco en el cual resolvieron crear un nuevo mercado el cual se denominaría “Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (B&MA)”. La asamblea extraordinaria de accionistas del Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. iniciada el 27 de junio y reanudada el 23 de julio aprobó la escisión parcial de la sociedad y la constitución de una nueva sociedad denominada Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (B&MA) a quien se destinaría la parte del patrimonio escindido, con el objeto de actuar como mercado de valores.

[1] “Artículo 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...”

[2] Ley 26.831, art. 19, inc. t) “Fiscalizar el cumplimiento objetivo y subjetivo de las

normas legales, estatutarias y reglamentarias en lo referente al ámbito de aplicación de la presente ley”.

[3] “ARTICULO 32. – Funciones. Los mercados deben contemplar las siguientes funciones principales, de acuerdo a las características propias de su actividad específica: (...) c) Dictar normas reglamentarias que aseguren la veracidad en el registro de los precios así como de las negociaciones”

[4] “Los mercados deben contemplar las siguientes funciones principales, de acuerdo a las características propias de su actividad específica: 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.

[5] Habilitada por las Normas de la Comisión Nacional de Valores, es un mecanismo por el cual las entidades bajo su control remiten información relevante a fin de que el público inversor tome conocimiento de ello.