



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



Bolsas de comercio

Byskubicz, Jacobo Saúl

1967

Cita APA: Byskubicz, J. (1967). Bolsas de comercio.

Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas

Este documento forma parte de la colección de tesis doctorales de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios".
Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.

Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

ORIGINAL

600
1501
858

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

Cátedra de Economía y Política Bancaria
(Cód. 572)

Trabajo de tesis doctoral
sobre el tema:

"BOLSAS DE COMERCIO"

Presentado por el alumno:

JACOBO SAUL BYSKUBICZ

J. 412 (200)

Plan "D"

J. 411 (200)

Para optar al grado de
Doctor en Ciencias Económicas

Top. Tesis
J. 412
B5

Registro Nro.: 15.252.-

Domicilio: Sarmiento 1171 - 8° Piso.

T.E.: 35 - 9214

BUENOS AIRES

1967

J. Byskubicz
CATALOGADO

S U M A R I O

CAPITULO I - Historia de las Bolsas y Mercados de Valores.

CAPITULO II - Función de las Bolsas.

CAPITULO III - Las fuentes, la canalización y el destino del ahorro nacional y de los capitales.

CAPITULO IV - Legislación Comparada.

CAPITULO V - Mercados Abiertos.

CAPITULO VI - Conclusiones.

CAPITULO I

HISTORIA DE LAS BOLSAS Y MERCADOS DE VALORES

1.1 - INTRODUCCION:

El presente capítulo trata de demostrar la vinculación que la economía ha tenido en todas las etapas del desarrollo humano.

Esta vinculación es tan estrecha e inter-relacionada que puede decirse que ambas, historia y economía, son causa y efecto simultáneamente, motivo por el cual hemos considerado necesario profundizar estos aspectos en la faz inicial de esta tesis.

La historia del hombre sobre la tierra está vinculada estrechamente con la división del trabajo. Y desde los tiempos prehistóricos hasta nuestros días, la organización, protección y desarrollo del fruto del trabajo ha sido uno de los motores de la dinámica cultural humana. Desde el momento en que el hombre inició su larga y fecunda trayectoria a través del tiempo y del espacio, tuvo necesidad de organizar sus actividades de acuerdo con las exigencias biológicas y naturales que lo circundaban. Por ello no es caprichoso el proceso de división histórica establecido a través de los elementos naturales que el hombre utilizó en su marcha hacia la plasmación de una estructura espiritual superior. Las distintas edades que tienen su máxima expresión en la utilización y manejo del hierro, han determinado el significativo esfuerzo llevado a cabo por el hombre, con el solo objeto de desarrollar hasta las últimas consecuencias los elementos esenciales que lo diferencian del animal. Y si en principio fueron sus manos el medio con el cual intentó dominar a la naturaleza y a los seres irracionales que lo rodeaban, a poco an

dar comenzó a construir elementos que, como prótesis multifor - mes, le permitieron dar un paso gigantesco hacia el logro de sus anhelos más caros: utilizar a la naturaleza para sus fines inmediatos.

1.2 - EVOLUCION DEL COMERCIO:

Históricamente, al observar el panorama que ofrece el primitivismo, surgen ciertos detalles que hacen patente con singular vigencia, la contemporaneidad de lo no contemporáneo, pues si bien en una medida superlativamente inferior, la actividad de ese tipo humano tan elemental, poseía ya ciertos caracteres embrionarios en materia comercial. Como ejemplo podemos mencionar que, en cavernas descubiertas en el centro de Francia, se hallaron elementos provenientes de otras zonas donde los materiales eran totalmente distintos al medio del hallazgo. Ese proceso de división y organización del trabajo adquirió relieves muy sugestivos en la edad neolítica, pues en ese período, el hombre había alcanzado cierto grado de madurez que le permitió establecer una forma precaria de creación colectiva en el orden laboral. Una prueba de ello es que en Bélgica, se han encontrado cavernas con armas fabricadas en Francia Occidental, y el estado de preparación y fabricación de esas armas hace suponer la existencia de talleres especializados, lo cual configura una actitud racionalista (o intuitivamente racionalista) en la fabricación de objetos utilitarios. Ese proceso adquirió relieves sumamente importantes en la edad de bronce, y en ese estado temporal comenzaron a observarse los primeros síntomas del intercambio comercial puesto que elementos elaborados en los sitios naturales de ese metal, se hallaron en regiones muy distintas, de mostrando cierta frecuencia entre las relaciones comerciales de los pueblos

La siguiente etapa histórica, la del hierro, es quizás la más decisiva en la evolución material y espiritual del hombre, pues el manejo de este metal le permitió plasmar objetos de la más variada índole, mediante los cuales su dominio sobre la naturaleza fue haciéndose cada vez más amplio y la inquietud espiritual y cognoscitiva comenzó una larga y fecunda carrera a través del tiempo y del espacio que culmina en nuestros días en la forma ya conocida.

Pero, en los estadios primitivos de las sociedades y durante un largo lapso de su evolución la actividad económica fue muy reducida, por ser sólo un proceso de producción sin intercambios realmente importantes. Cada ser, o grupo de seres proveía sus necesidades elementales produciendo solamente lo que necesitaba y, como es fácil deducir, esta actitud correspondía a un grado de civilización excesivamente rudimentario determinado por valores de índole totalmente inferior.

A medida que se fueron desarrollando se intensificaron y diversificaron en forma casi revolucionaria destruyendo los estrechos esquemas geográficos en el cual estaban inmersos. De esta manera, se fue pasando lentamente de la economía doméstica a la economía señorial y de ella a la economía urbana. Estas etapas corresponden a la implantación de la actividad pastoril, agrícola y artesanal. El desarrollo de este tipo económico está determinado por un mecanismo de intercambio que tendrá su florecimiento cabal con el advenimiento del Renacimiento. Este cuadro evolutivo se presentó con pequeñas variantes en Europa Occidental y, naturalmente, su línea ha sido cortada en diversas oportunidades por procesos que determinaron modificaciones substanciales, pero en términos panorámicos mantiene una vigencia casi lógica.

Todas estas etapas se dieron también y en forma alternada y quizá con anterioridad al desenvolvimiento europeo

en diversas regiones orientales, como Arabia, India, China y Egipto, donde formas de las diversas economías se expresaron casi plenamente antes de la era cristiana. En la India por ejemplo, notamos que en los libros sagrados (entre otros el Código de Manú) existen referencias a reglas estrictas respecto del derecho comercial y marítimo, y existía ya competencia entre grandes centros productores de India y China, comprobándose en los mismos la existencia de algo así como Tribunales de Comercio.

A través de hindúes, chinos, árabes, fenicios, hebreos, etruscos y egipcios, se realizó lentamente la plasmación de una conciencia comercial por largo advenimiento que ya no ~~donó~~ donó jamás al hombre hasta nuestros días. Y así pasamos de los primitivos aspectos de la economía determinados por la Ganadería y el Cultivo hasta arribar a la producción industrial que surgió todavía más lentamente que sus antecesoras en el proceso de desarrollo. La industria es, positivamente el eje sobre el cual se desarrolló el intercambio comercial que dio forma y sentido al capitalismo moderno. Las bases jurídicas, sociológicas y dinámicas de este movimiento tan peculiar están ya preformadas en los dos centros más importantes de la Cultura Occidental: Grecia y Roma.

Grecia fue, el foco esencial para el desenvolvimiento de la cultura Occidental y en su seno se dieron con claridad asombrosa todas las instancias del espíritu: filosofía, ciencias, economía, arte y comercio comenzaron a significar valores imprescindibles para el hombre, valores que no lo abandonarían jamás y que irían evolucionando a través del tiempo con caracteres plenamente definitorios de una actitud racionalista destinada a plasmar concepciones del mundo y de la vida de ejemplar contenido. En Atenas, la organización del comercio fue considerada muy importante y surgió allí prácticamente la primera legislación mercantil que sirvió de modelo para los códigos ma-

rítmicos posteriores. Ello impulsó al intercambio a través de la metrópoli, las colonias y las regiones conocidas hasta ese entonces. Como consecuencia de la necesidad del comercio se promovieron intensamente instituciones de crédito y de circulación, comprobándose también la existencia de letras de cambio y la implantación de una especie de profesionalismo cambista provocado por las diferentes monedas que pasaban por los mercados. Es probable que el templo de Delfos -donde nació la ética occidental- fuera una de las primeras instituciones bancarias, pues, en su recinto se recibían sumas considerables de dinero protegidas por el espíritu de los Dioses. En Atenas existían casas bancarias en las cuales se cobraba interés por el dinero prestado, de manera más o menos similar a la de nuestros días. Y en Esparta, se produjo un hecho denominado la legislación de Licurgo que es, quizás, el primer intento de subdivisión jurídica de la tierra. Entre Grecia y Roma, se repartieron la hegemonía y el privilegio de sentar las bases de nuestra cultura, y a Roma le correspondió la responsabilidad del establecimiento de una estructura jurídico-social de consecuencias extraordinarias para la vida humana: la propiedad privada. Hasta la implantación del derecho romano, influido notoriamente desde el punto de vista ético por las corrientes filosóficas griegas, los atributos que forman la propiedad individual se consagraron definitivamente a partir de la ley de las doce tablas, cuerpo de leyes que dio lugar a toda la estructura jurídica Occidental. Y si bien el tráfico comercial poseía en Roma características a veces primitivas y el comercio y la navegación todavía no tenían nexos suficientemente fuertes como para vislumbrar el notable avance posterior, ya a través del establecimiento jurídico de la propiedad privada empezaron a irrumpir en el mundo romano los signos económicos de intercambio comercial que se desarrollaría notablemente en la época del Imperio, con países Asiáticos. Pero a pesar de que los romanos

contaban con instrumentos culturales y naturales de excepcional valor para el desarrollo comercial, éste quedó detenido en el cataclismo de la decadencia imperial que determinó el enmudecimiento de una civilización que parecía inmutable. Sin embargo, los cimientos del gran edificio de la civilización Occidental eran muy fuertes y requerían su continuación en forma inaplazable. El advenimiento del cristianismo implicó no sólo un cambio religioso sino también una modificación de la concepción del mundo y de la vida. El trabajo, elemento esencial de la producción y la economía, adquirió un sentido de nobleza desconocido por los Griegos y Romanos. Y a partir de ese momento, comenzó una larga lucha entre la civilización y la barbarie para imponer el predominio de dos fuerzas totalmente antagónicas que culminó -no sin dramáticas consecuencias- con el triunfo del espíritu.

La Edad Media fue la etapa de germinación de todas las ideas y de todos los impulsos que animaron la fisonomía Europea posterior, pues se vislumbraban en su seno los movimientos culturales que permitirían la implantación de lineamientos económicos, progresistas y seguros.

Y quien se detenga a observar con cierta atención el panorama intelectual de ese largo período histórico, comprobará que el juicio de Leibniz al expresar que en el estercolero de la Edad Media se encontraban a veces pepitas de oro, tenía gran parte de verdad. Cuando los bárbaros invadieron el Imperio Romano destruyendo a su paso todo lo que encontraban, fueron los religiosos quienes, aún a costa de sus vidas, preservaron en la medida que pudieron las excelsas realizaciones de las ciencias y las artes creadas por sus antecesores. Pero si la tarea de los encargados de difundir la fé cristiana por el orbe europeo tuvo especial significación, también éstos fueron incorporándose a una arquitectura laboral de contornos sumamente sugestivos, y los quehaceres industriales que durante la era romana correspondían a

la ocupación doméstica de los esclavos se convirtieron para los religiosos medievales en una labor de estudio amplia y profunda que alcanzó en ciertos estados sentido científico. Sin embargo, si bien los monjes trataron de llevar a cabo una tarea trascendente en el orden comercial e industrial, su fuerza no era lo suficientemente importante como para conseguir la superación de la estructura social y la concepción del mundo y de la vida -más biológica que racional- que predominaba en el ánimo de los hombres que poseían el poder durante esa época. El mecanismo político y social procedía de esquemas mentales sumamente limitados, pues, con una actitud más sibarítica que racional, se dividía la tierra en feudos que poseían dimensiones imposibles de controlar.

Ese sistema, unido al de la esclavitud humana, produjo naturalmente rendimientos materiales infinitamente más bajos de los que podían haberse obtenido por medio de ideas racionales de explotación.

Todo ese extenso proceso que comienza con la caída del Imperio Romano y termina en los albores del Renacimiento, retardó sustantivamente el advenimiento de la industria y el comercio, tal como correspondía a esa altura de la civilización occidental.

Los mayores inconvenientes observados en el desarrollo de la industria y el comercio durante toda la Edad Media deriváronse en los sistemas tiránicos, que más que sistemas eran arbitrios particulares que obligaban a pedir autorizaciones para la explotación de determinadas industrias, fijar precios, uniformar la producción, regimentar las licencias, etc. Todo ello, contribuyó a crear una falta de medios importante como para poder realizar intercambios entre sí y con el extranjero, estableciendo entre la vida comercial e industrial en la Edad Media, el primitivismo biológico que caracterizó a los primeros estadios de la producción, con una semejanza muy llamativa.

La ingerencia de los señores feudales en la producción llegó a tener tanta fuerza, que resultaba casi imposible realizar ninguna operación sin que pasara por el tamiz de una caprichosa, arbitraria y agobiadora mentalidad impositiva. A medida que ciertos aspectos del comercio y la industria comenzaban a tener cierta fuerza, aparecían tasas e impuestos de diversa índole que gravaban poderosamente el tránsito de mercaderías de una región a otra. Este proceso retardatorio de las comunicaciones aislaba no sólo a las ciudades, sino también a los más pequeños burgos, e incluso a los mismos castillos, cuyos habitantes vivían desconectados del resto del mundo. Esa negativa forma de vida procedía no solo de la mentalidad de los señores feudales, sino también de la falta de medios de comunicación adecuados, pues, como se verá más adelante, cuando el desarrollo científico y cultural que alcanzó su máxima expresión en el Renacimiento adquirió una fuerza arrolladora, todo el andamiaje de la estructura coercitiva de la Edad Media se derrumbó para dar paso a una era de progreso ilimitado.

En la Edad Media, subsistieron aspectos negativos de la concepción del mundo y de la vida imperantes durante los regímenes de la antigüedad. En las economías antiguas los regímenes aplicables a la elección y al ejercicio de las actividades liberales que, naturalmente no tenían el sentido profesional de la actualidad. Eran regímenes de coacción absoluta, de trabajo casi forzado. Este proceso fue creando lo que se denominó después el régimen de castas. En el medioevo al igual que en la antigüedad, el trabajo manual, la actividad económica y la producción de riquezas agrícolas e industriales era una tarea inferior reservada para los esclavos, pues los hombres libres pensadores y guerreros tenían que consagrarse totalmente a las diversas artes y a la defensa de las ciudades. Este sistema que aparentemente desaparecería con el cristianismo, tuvo en la Edad Me

dia, una de sus expresiones más altas, pués, la idea cristiana que proclama la igualdad fundamental de todos los seres y la imposibilidad de que una persona pretenda tener un derecho de propiedad sobre otra, no se impuso totalmente y subsistió hasta muy avanzado el siglo dieciocho en diversos territorios coloniales e impera aún en algunas partes del mundo.

La interrelación existente entre Oriente y Occi - dente superó mucho las barreras mentales dominantes durante el medioevo, y los regímenes que conducían a la cristalización de la división del trabajo incompatible con las necesidades de una economía progresiva fueron cediendo paso a los impulsos renovado - res que procedían de ideas destinadas a arrumbar violentamente todo lo anterior. Durante la Edad Media las células de la actividad económica se ensancharon un poco, pues ya no es la fami - lia sino, un cuadro bastante más amplio, el solar feudal, el eje de la economía temporal. La actividad económica dominante du - rante toda la Edad Media es la producción agrícola, los inter - cambios son pocos y la producción industrial escasa debido al primitivismo que impera en todos los órdenes, determinando medios de vida generales muy deficientes. Pero, poco a poco y debido cuzás a las presiones incesantes que llegan de Oriente, los inter - cambios comerciales se fueron librando del formalismo rígido de la economía primitiva. La economía señorial o feudal es, en principio una economía sin mercado, las necesidades de los miembros se satisfacen a través del cambio o trueque de los bienes y de los servicios. Esta forma autárquica sufre un cambio profundo a partir del siglo XI a raíz de dos hechos de singular trascenden - cia: El despertar de las ciudades y las cruzadas. Estos aconte - cimientos se tradujeron en un singular ensanchamiento de la actividad económica, la cual al mismo tiempo se intensificó y di - versificó de manera muy sugestiva, pués se pasó del dominio ru - ral a la ciudad o comuna, y de una economía casi totalmente agra

ria a un ordenamiento de pequeña industria artesanal que fue creando intercambios de cierta importancia. La unidad económica es ahora la ciudad que dejó de ser una plaza fuerte para convertirse en un centro de vida social; es el tiempo en el cual surgen las comunas que desempeñarán en la historia política del mundo un papel de primerísimo valor.

Las ciudades comienzan a integrarse con los campos que la rodean, para los cuales vienen a ser algo así como un mercado y de quienes dependen para abastecerse de alimentos y otros medios de subsistencia. De todo ello proviene una división del trabajo mucho más avanzada, una especialización totalmente diferente que se expresa en dos planos totalmente disímiles: La ciudad y el campo. Las ciudades comienzan a dedicarse exclusivamente a la industria y el comercio, dejando de lado todo tipo de actividad agrícola. Esto establece la necesidad de comprar sus productos a los campesinos y de venderles esos mismos y otros productos elaborados.

En ese momento de la historia comienzan a establecerse entre el campo y la ciudad relaciones de carácter contractual, de sentido netamente económico. Se atenúan -y a veces desaparecen- las jerarquías y la subordinación imperantes en los feudos que generaban obligaciones de todo tipo, y van a ser reemplazadas por obligaciones convencionales surgidas de los contratos de intercambio que tienen en cuenta el valor de las prestaciones recíprocas, con lo cual la fijación de los precios pasa del estadio habitual a la fase económica. El proceso de especialización adquiere entonces una dinámica particular que no juega solamente ante el campo y la ciudad, pues se desarrolla también entre artesanos y productores, y se comienzan a ver especialidades profesionales cada vez más numerosas; profesiones que posteriormente van a escindirse en oficios de variada índole.

Hasta el siglo XI existían aún pocas profesiones diferenciadas; la mayoría correspondía a conjuntos de actividades que tenían un carácter común: la de los carniceros, panaderos, fabricantes de cuero, de metal, de madera, de productos textiles, etc. Pero en los siglos siguientes, cada profesión va a dividirse de manera superlativa y a su vez se escindirán de acuerdo con las características de cada industria, con lo cual se van produciendo paulatinamente cambios amplios y profundos en las condiciones esenciales de la actividad económica y humana.

La agricultura dejó de ser el factor de mayor significación, aun cuando ocupaba todavía un lugar de preminencia, pero a su lado comienzan a aparecer actividades comerciales e industriales de gran envergadura y el crédito pasa a desempeñar un papel importante. La industria poseía características artesanales o de pequeña estructura y se caracterizaba por la unificación de los elementos de producción en manos de una misma persona que ponía a la vez el capital y el trabajo. Este estadio inicial se caracterizaba por la utilización de elementos rudimentarios y el capital era de escaso monto, por lo cual su desarrollo posterior fue lento hasta el advenimiento de los grandes procesos de la ciencia y la técnica. En ese período, la producción, es más cualitativa que cuantitativa, pues la importancia de las explotaciones y las limitaciones técnicas impiden un desarrollo importante. Sin embargo, todos esos elementos tienen la suficiente fuerza económica como para asegurar un intercambio efectivo que se intensificará de manera considerable en los planos locales primero, y en el nacional e internacional posteriormente.

Poco a poco, las ciudades se fueron convirtiendo en focos vibrantes de comercio, donde los artesanos vendían o cambiaban sus productos manufacturados y los campesinos sus mercancías.

En los primeros tiempos los artesanos trabajaban solamente para los mercados locales y, en general por encargo, con lo cual la producción estaba adecuada casi perfectamente al consumo, y de esta manera el equilibrio económico estaba prácticamente asegurado y las alteraciones substanciales casi no existían.

Lentamente las empresas artesanales se fueron agrandando y los mercados se extendieron en forma significativa, por lo cual, poco a poco los pequeños establecimientos familiares se convirtieron en talleres que reunían considerables números de asalariados. Se comenzó a producir en gran cantidad, se aumentó el volumen de los negocios, y se inició el trato con intermediarios que comprarían toda o gran parte de la producción con el objeto de revenderla.

Esta es la primera etapa de lo que podría denominarse mercados nacionales e internacionales. Las grandes ferias de los siglos XII y XIII representan ya una etapa particular del desarrollo económico que nutrió con bastante efectividad diversas formas de comercio permanente. En esas ferias o reuniones periódicas donde se concentraban compradores llegados a veces desde regiones remotas, la circulación de las mercaderías estaba asegurada por una reglamentación especial, y el pago de las compras se hacía mediante una especie de contrato que era algo así como un antecedente de los documentos de pago modernos.

Posteriormente, y a veces al mismo tiempo, se constituían asociaciones de mercaderes cuyos poderes en algunos casos eran tan fuertes que llegaron a constituirse en ligas que monopolizaban el comercio de grandes zonas, adquiriendo también conjuntamente con el poder económico un predominio político de proporciones significativas. Paralelamente con este proceso comenzó a desarrollarse la actividad crediticia, es decir el comercio del dinero. Esta actividad no obtuvo la misma dinámica durante los

primeros tiempos, debido a doctrinas religiosas muy poco favorables a ceder a una legislación que permitiera los préstamos con intereses. Esta especie de freno jurídico económico, y al mismo tiempo ético, resultó muy molesto durante un largo lapso, pero poco a poco, debido a las exigencias de un proceso irreversible esta actitud fue modificándose y de la prohibición se pasó al control simple del préstamo con intereses. Este fue uno de los pasos decisivos que permitió durante los siglos XIII y XIV la fundación de bancos particulares y la aparición de grandes financieros que pasaron a desempeñar un papel de fundamental importancia en la vida estatal y en la política internacional.

Más tarde, aparecieron ya los bancos públicos, cuya importancia en la creación de la moneda fiduciaria, es decisivo. Por último comenzaron a materializarse las bolsas de comercio, en centros transaccionales como en Brujas, Londres o Amberes, que poco a poco llegaron a ser centros muy activos de intercambio de monedas y valores. Todo el proceso económico, comercial y financiero concebido durante la alta Edad Media mantuvo sus lineamientos esenciales, aún durante la brillante época del Renacimiento que, si bien llevó a cabo revolucionarias conquistas en el orden científico y cultural, no alcanzó a transformar en la misma medida la evolución del desarrollo materialista de índole productora. La revolución industrial y la revolución francesa fueron los ejes sobre los cuales giraron las sucesivas etapas de desarrollo en el orden económico, y sobre todo el movimiento revolucionario francés de 1789 que, conjuntamente con la anulación del absolutismo político y social arrumbó también en el desván de las cosas inútiles el cooperativismo económico asegurando el triunfo de la libertad económica que permitiría el advenimiento del sistema capitalista.

La plasmación del sistema capitalista de las sociedades Occidentales contemporáneas tiene prácticamente su origen

en el siglo XVI con la realización de unidades nacionales en países como Francia, Italia, Gran Bretaña y España. La división feudal fue reemplazada por estados que permitirían intercambios entre regiones, estableciendo la constitución de mercados internacionales a través de los grandes descubrimientos marítimos que iban creando nuevos mercados al comercio. Los mercados internacionales fueron débiles en su comienzo debido a la falta adecuada de medios de comunicación, pero con el desarrollo de la navegación de vapor, el establecimiento de rutas y nuevos medios de comunicación que culminó con la apertura de las grandes vías intercontinentales y el descubrimiento del petróleo como fuente combustible de primer orden, establecieron el estado actual de la economía de mercado capitalista y a través de ese proceso.

Hoy existe realmente un verdadero mercado mundial, pues cada país trata de desarrollar al máximo sus intercambios con el exterior. De todo esto podemos vislumbrar la posibilidad de acrecentar la producción en proporciones superlativas, con los riesgos económicos correspondientes a la no adaptación de la producción a las necesidades reales de las sociedades locales e internacionales. Posteriormente veremos cual es el papel de las Bolsas en el proceso del desarrollo capitalista económico de nuestro tiempo.

1.3 - CREACION DE LAS BOLSAS.

La historia de las Bolsas de Comercio o Valores tienen antecedentes muy remotos y los primeros provienen de los albores de nuestra cultura. En Atenas por ejemplo, los comerciantes se reunían bajo los pórticos del Pireo donde efectuaban intercambios de todo tipo, mediante una estructura de índole tran

saccional de tipo muy simple. En Corinto los comerciantes se congregaban en la plaza pública y llevaban a cabo más o menos las mismas operaciones. Ese proceso adquirió en Roma un tono distinto, pues ya se había establecido una Asamblea de mercaderes (Collegium Mercatorum). Y en la Edad Media, sobre todo en la alta Edad Media como ya lo hemos señalado, establecieronse regularmente las ferias comerciales que se reunían en lugares determinados con periodicidad, pero no con regularidad pues generalmente coincidían con festividades religiosas y las operaciones se efectuaban con las mercaderías a la vista.

Pero si bien este proceso económico-comercial adquirió en la Edad Media una vigencia histórica valiosa, sus antecedentes nos llegan también del mundo antiguo pues, las primeras ferias que se conocieron tenían su asiento en Constitución y Tesalónica a las cuales concurrían mercaderes de todo el mundo conocido por entonces.

Las ferias que tuvieron su máxima expresión en Francia y en Italia y que se desarrollaron notablemente con la aparición de los primeros banqueros lombardos y con el auge que Italia concedió al comercio marítimo, proporcionaron cierta seguridad a los comerciantes, puesto que el Estado que las organizaba efectuaba controles de diversa índole para asegurar la legitimidad de las transacciones; se controlaba el peso de las mercaderías, la calidad y la cantidad, etc. Por otra parte, facilitábanse las operaciones de cambio, medida muy importante en épocas de desorden financiero en las cuales los signos monetarios abundaban superlativamente. De esa época también datan formas rudimentarias de organización de pagos y giros, operaciones que se efectuaban mediante letras de feria y especies de cuenta corriente.

La segunda etapa de las ferias son las concentraciones denominadas "Lonjas", cuya nominación proviene de la pa-

labra logia y designaba una forma especial de asociación de comerciantes. La aparición de las "lonjas" tiene singular significación en el desarrollo del intercambio comercial y económico pues, en su ámbito comienzan a efectuarse por primera vez transacciones determinadas sin la presencia inmediata de los objetos o productos transferibles. En las ferias las operaciones financieras eran algo así como una consecuencia de las transacciones comerciales.

En cambio en las lonjas se trabajaba ya con los valores esenciales de las mercaderías y éstas no tenían porque llegar materialmente a los diversos mercados. Otra característica ejemplar de las lonjas era la de la continuidad en las transacciones, pues mientras que en las ferias las operaciones se realizaban ocasionalmente, en las lonjas se negociaban mercancías o valores casi todos los días. Las lonjas, vendrían a ser el antecedente más lógico de las Bolsas y Valores, puesto que, si bien las operaciones en metálico o mercancías eran limitadas, poseían ya todos los elementos necesarios para abrir el camino a las Bolsas modernas, hecho que aparece cuando comienzan a efectuarse negocios con papeles representativos de empréstitos públicos y participaciones en sociedades.

Con el establecimiento de las Bolsas de Valores la relación entre el comercio y la organización social se fue haciendo más estrecha, y los grandes cambios producidos después del siglo XV y originados por el progreso científico y técnico del Renacimiento determinaron y aceleraron el proceso que llevaría a la consolidación de ese cuerpo económico financiero tan peculiar en nuestro tiempo que son las Bolsas de Valores.

La aparición de las bolsas es quizás uno de los hechos económicos de mayor importancia en el panorama occidental y su creación obedece a fundamentos sociológicos de relevante trascendencia, dado que, no es caprichoso que su establecimien-

to sobre bases sólidas se realice en una época en la cual la ex pansión geográfica adquirió caracteres superlativos uniendo paí ses y continentes en forma asombrosa y determinando el intercam bio comercial y cultural entre zonas desconocidas. En Gran Bre- taña por ejemplo, el desarrollo marítimo y la multiplicación de los viajes fueron desarrollando la participación financiera en esas empresas y otras de parecida estructura económica. Pero la improvisación y el afán especulativo que imperaba sin control originó el crack del año 1720, que coincidió con el derrumbe del sistema Law en Francia, lo cual demuestra ya, la simultaneidad de los procesos económicos.

Sin embargo, el sistema tenía suficientes ele mentos positivos como para resurgir de las ruinas de este fraca so, y con los mismos materiales se edificaron muchísimas empre- sas. Allí aparecen con su auténtico nombre las Bolsas de Valores cuyo propósito fundamental era el de reglamentar las cotizacio- nes. Su organización tenía por objeto permitir un control más o menos definido respecto de la seguridad en la cotización de los papeles representativos de valores, asegurando la exactitud de los precios, y fiscalizando las utilidades emisoras de los pape les.

De esa época proviene auténticamente la pala- bra "Bolsa" originado en una ciudad de los países bajos donde las operaciones de cambio estaban muy desarrolladas y los hom- bres de negocios se reunían en la casa de uno de ellos llamado Van Der Bursa. Otra versión establece que el nombre procede del frente de la casa de Van Der Bursa donde había tres bolsas gra- badas.

Poco tiempo después del estallido revoluciona rio de 1688 y como consecuencia de la influencia Holandesa, apa recieron en Gran Bretaña los primeros agentes mobiliarios llama dos en aquel entonces Stock-Brokers o corredores de acciones.

Estos corredores, se instalaban en la Bolsa o en lo que se denominaba Royal Exchange, trabajaban especialmente con valores de compañías privadas y también con títulos del Estado. Como no existía un Estatuto que regulara la acción de los corredores estos trabajaban con absoluta libertad, y recién después del siglo XVIII la Bolsa de Londres organizó su acción de acuerdo con la estructura jurídica que actualmente rige.

Alrededor de 1664 intentóse imponer condiciones a la acción de los corredores, pero esa reglamentación que penalizaba únicamente con castigos pecuniarios para beneficio del alcalde de Londres o de los miembros del Consejo, no tenía los requisitos atribuibles a una ley del reino y nunca fue aplicada.

En 1720, después del resonante crack surgió un nuevo intento de reglamentar las operaciones de la Bolsa, y en 1802 se creó el inmueble de Capel Court mediante suscripción entre los corredores. A partir de ese momento se formó un cuerpo sólido regulado interna y externamente por reglamentaciones y penalidades muy severas, lo cual estableció el alto valor y el respeto que ha merecido desde entonces. Pero pasarían cerca de 70 años antes de que la Bolsa de Londres obtuviera una independencia completa, al suprimirse en 1870 los controles que sobre la Bolsa ejercían las autoridades municipales. El proceso de las Bolsas europeas estuvo sujeto durante mucho tiempo a la hegemonía política y económica de las naciones a las cuales pertenecía, y uno de los hechos más notables en este sentido lo ofrece la Bolsa de Amsterdam que fue la más importante del mercado financiero del continente durante un largo lapso pero perdió su primacía cuando Holanda vio disminuido su dominio naval, especialmente en su tráfico con Oriente. Suecia también contó con una de las primeras e importantes Bolsas, establecida en 1661 con miembros que operaban únicamente con mercaderías, y alrededor de 1775 fue reorganizada con el propósito de adecuarla a las

necesidades contemporáneas. El siglo XVIII fue prácticamente el siglo del establecimiento de las Bolsas tal cual las entendemos ahora; París, Lyon y otras ciudades continentales organizaron su vida económica a través del nuevo organismo que irrumpió en la vida comunitaria con la fuerza de los hechos destinados a imperar por largo tiempo en la historia.

La intensificación de los intercambios a través de los nuevos usos, costumbres y gustos fueron creando las formas comerciales del capitalismo. El descubrimiento de América y la afluencia de metales preciosos provocaron modificaciones substanciales en el panorama económico europeo, y a partir de entonces el eje económico del mundo asentado en Europa (para decirme jo en el Mediterráneo) se desplazó en forma significativa. El centro del tráfico económico comercial pasó a las costas atlánticas y los primeros que aprovecharon esta situación fueron los países deuropeos del Sur, donde se originaron las grandes expediciones marítimas. Portugal y España adquirieron una fuerza económico-política poderosa, pero más tarde el tráfico comercial, y con él el predominio políticos, fueron desplazándose hacia el Norte otorgando preminencia beneficiaria a otros centros inmersos en la dinámica del ensanchamiento del horizonte económico moderno. Todo ese proceso de desarrollo económico que adquirió particular vigencia con el sistema capitalista denominado liberal cuyo vértice es la revolución industrial, florece a principios del siglo XIX con la implantación del capitalismo. La concepción del mundo y de la vida del liberalismo se une a una concepción social y económica basada en el maquinismo, caracterizada por una técnica en pleno desarrollo y una subdivisión del trabajo que va adquiriendo caracteres similares a los de la mecanización. La riqueza y el bienestar logran considerables progresos y adquieren niveles hasta entonces desconocidos.

De ese proceso va surgiendo una mayor satisfacción de las necesidades con lo cual el nivel de vida se eleva substancialmente. Las poblaciones de los países industrializados superan notablemente el nivel de vida vegetativo ligado estrechamente con los factores naturales de la siembra y la recolección, encaminándose hacia un género de vida signado por la impronta del desarrollo técnico y el progreso material y social. A ese período corresponde prácticamente la implantación del mercado de valores de Buenos Aires, cuya creación corre pareja con el advenimiento de la independencia política.

1.4 - EL MERCADO DE VALORES DE BUENOS AIRES.

Los primeros pasos en materia de concreción de una Bolsa de Valores en la Argentina fueron dados con el establecimiento de lo que se denominó "La Bolsa Mercantil", cuya creación -si bien era una necesidad nacional y su plasmación estaba apoyada por el Gobierno de la Provincia de Buenos Aires- fue impulsada por el Ministro Bernardino Rivadavia quien le dio el vigor esencial. Su notable inquietud en tal sentido, y la visión del futuro basada en el conocimiento de las experiencias extranjeras, se notan en una carta que dirigió a mediados de 1821 al Tribunal del Consulado. En ella decía expresamente, "El establecimiento de una Bolsa Mercantil ha sido en todos los países cultos uno de los medios que han dado más impulso y rapidez a los negocios del comercio. El es, por otra parte, necesario para reglar y proveer la circulación de las rentas y fondos públicos. Para este interesante objeto, es también de gran importancia la institución de corredores.

Agregó, que el Gobierno reconocía la importancia de la creación de la Bolsa Mercantil y, en consecuencia el Con

sulado debía hacer los planos de la futura entidad y enviar al Gobierno un presupuesto de los fondos que se afectarían a su construcción. Asimismo el Tribunal debería presentar un plan sobre el número de corredores que convenía autorizar, las garantías que debían ofrecer, y un proyecto de reglamento al cual deberían ajustar su desempeño. El 14 de agosto del año 1821, la junta de Gobierno Consular respondió que había tomado las medidas para crear una Bolsa provisional la que se instalaría en la misma sede de la corporación. El 16 de agosto el Gobierno aprobó la resolución del Tribunal del Consulado autorizando a efectuar la apertura de la Bolsa Mercantil, pero esto no debía hacerse hasta el año siguiente.

En la primera reunión de los accionistas del Banco Nacional, el Ministro García comunicó que durante el transcurso de la semana se inauguraría la Bolsa Mercantil, solicitando los miembros del Banco la mayor cooperación para afianzar el flamante establecimiento comercial. Informó también acerca de la resolución del Gobierno destinando toda la casa del Consulado para los establecimientos relacionados con las operaciones mercantiles.

El 1º de febrero de 1822 tuvo lugar la apertura de la Bolsa Mercantil hecho que revistió la trascendencia de acontecimientos singulares para la historia nacional. La Bolsa Mercantil, que fue la base de la Bolsa de Valores actual, tuvo una vida muy efímera pues la situación económico-social del país no era aún propicia para el desarrollo de entidades de este tipo, y a poco andar perdió vigencia y prácticamente desapareció. A pesar del eclipse de la Bolsa Mercantil, los corredores que la integraban mantuvieron el espíritu que la impulsó y continuaron actuando con el mismo sentido en una institución de carácter privado denominada Camoatí, que sufrió muchas persecu -

ciones durante el Gobierno de Rosas. En 1854, después de la batalla de Caseros y como consecuencia del clima de libertad y reorganización institucional del país, surgió la idea de crear una nueva Bolsa Mercantil. En el nuevo centro, réplica del que le dió origen, imperaría una reglamentación mediante la cual quedarían anuladas las formas especulativas que nutrían las transacciones que se llevaban a cabo en Camoatí.

Primeras actividades de la Bolsa de Comercio.

El 10 de julio de 1854, fue creada la que es actualmente la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Pero la idea central de sus integrantes de anular las especulaciones que realizaban los miembros de la entidad paralela Camoatí no pudo cumplirse cabalmente.

En ese primer período la Bolsa fue objeto de muchas críticas debido a que el oro (motivo casi excluyente de las transacciones) fue objeto de grandes especulaciones. A raíz de ello, en 1889, el Ministro Varela prohibió la anotación en las pizarras de la Bolsa de las operaciones de compra y venta de oro. Las autoridades de la Bolsa de Comercio negáronse a cumplir dicha orden y fue clausurada. En 1890 se produjo la gran crisis que afectó radicalmente al país y a la Bolsa, crisis en la cual tuvo parte activa el desenvolvimiento de la Bolsa, pues se reconoce que durante el proceso crítico no limitó su acción a reflejar como un barómetro la situación del país, sino que produjo influencias de variada índole. El 24 de noviembre de 1890, fue nuevamente clausurada como consecuencia de las especulaciones con oro que se llevaban a cabo en su seno. Poco después reabrió sus puertas pero sin efectuar operaciones en metálico hasta Abril de 1891 en que fue levantada esa prohibición.

Hasta 1903, el motivo principal de las transacciones era el oro, aunque ya había comenzado la cotización de algu

nos papeles públicos y la de acciones emitidas por empresas privadas.

A partir de este año, al ponerse en práctica la conversión a tipo fijo del oro por el peso papel (Ley de 1899) las emisiones representativas de valores públicos y privados reemplazaron al metálico en las transacciones bursátiles.

Creación del mercado de títulos y cambio.

A partir de la creación de la Ley de 1899 el modo de operar de los comisionistas adoptó nuevas modalidades dedicándose casi exclusivamente a las operaciones en papeles públicos y cédulas hipotecarias al contado y a plazo. A medida que evolucionaba el sistema fueron incorporándose nuevos elementos con el objeto de dar mayor seguridad a las operaciones determinadas por los plazos, y en ese sentido en el año 1929 fue creado el Mercado de Títulos y Cambio de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires que se constituyó con un capital de m\$. 500.000.- y bajo la forma de Sociedad Anónima. Dicho capital fue integrado con el importe que los comisionistas habían reunido en el fondo de beneficencia. Esta entidad venía a cumplir las funciones que desempeñaba el liquidador oficial desde 1877.

El Mercado de Títulos y Cambio otorgó mayor seguridad a las transacciones y a medida que transcurría el tiempo fue consolidando su estructura, constituyendo el embrión de lo que debe ser una verdadera Bolsa de Valores.

Pero el desenvolvimiento del nuevo Mercado sufrió a poco de andar un serio colapso, pues la crisis institucional de 1930 tuvo gran repercusión en la Bolsa afectando seriamente sus cotizaciones y el volumen de las transacciones.

Lentamente, y no sin grandes esfuerzos la Bolsa fue recuperándose hasta llegar al nuevo ordenamiento bancario y la fundación del Banco Central en 1935. Durante el lapso com -

prendido entre 1930 y 1940 la mayor parte de las transacciones se realizaban en cédulas hipotecarias y títulos públicos, notándose una disminución acentuada en las transacciones con acciones de empresas privadas.

Al finalizar la década del 30 al 40 se produjo un hecho completamente ajeno a la realidad del país que provocó la modificación arquitectural, no sólo de las operaciones bursátiles, sino también del ordenamiento económico del país.

Como consecuencia de la segunda guerra mundial iniciada en Europa en 1939 prodújose en nuestra plaza una singular abundancia de fondos lo cual llevó consigo la baja de los tipos de interés. Además la falta de importaciones obligó al país a tratar de abastecerse de todo lo que le hacía falta, lo cual determinó la necesidad de acelerar un proceso de industrialización que llevaba consigo el germen de una nueva posición económica. El nuevo ordenamiento exigía la utilización de capitales y el Mercado de Valores fue en esta oportunidad la fuente de recursos más lógica. Ello determinó que se produjera un notable auge en el movimiento de los papeles privados y las operaciones de esos valores fueron tan substanciales que el índice del 9% registrado en 1939 llegó al 42% en 1945. Junto con esta expansión del mercado accionario tuvo lugar un llamativo proceso de alza de precios y aumento de operaciones a plazos, fomentada ostensiblemente por la especulación y el juego. Esta situación se prolongó hasta Mayo de 1947 para entrar en un período de retracción, cuyas consecuencias impulsaron a las autoridades de la Bolsa a solicitar la creación del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias cuyas facultades y medios de acción serían suficientes para garantizar la seguridad y el orden en el desenvolvimiento del Mercado de Valores y los papeles emitidos por entidades privadas y mixtas. El Instituto creado por el

Banco Central fracasó, y la especulación continuó con ritmo creciente dominando los negocios bursátiles y provocando alzas artificiales en los precios e incrementando las operaciones, especialmente las que se realizaban a plazos.

A mediados de febrero de 1949, se produjo una baja de precios de todos los papeles que encontró a los operadores en una situación delicada y crítica, pues habían efectuado negocios en los meses precedentes sin dotar a las operaciones de los recaudos de seguridad necesarios para ese tipo de tareas. Esta peligrosa situación fue resuelta por el Banco Central que dispuso que el Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias destinara m\$. 120.000.000.- para financiar las operaciones a término que vencían ese fin de mes, y además que efectuara un préstamo de m\$. 53.000.000.- al comitente que más operaba en plaza para que pudiera levantar sus compromisos. Sin esta ayuda la Bolsa hubiera quebrado.

El nuevo ordenamiento Bursátil de 1949.-

Las autoridades del país, siguiendo una corriente mundial, decidieron rodear a las operaciones bursátiles del máximo control y la mayor seguridad. Al producirse el crítico proceso de 1949 estaba en vigencia desde hacía tres años el Decreto-Ley 15.353, que establecía la Superintendencia del Banco Central sobre todas las Bolsas o Mercados de Valores de todo el país.

Durante ese lapso el Banco Central no había ejercido dichas funciones ni había reglamentado el Decreto-Ley. Pero los efectos de la crisis pusieron en vigencia el criterio de que el Estado "por medio del Banco Central" tenía la obligación de intervenir para defender los intereses de los inversores que ponen sus ahorros en la Bolsa y de las empresas que colocan sus títulos en ella, rodeando a las operaciones de la mayor seguri-

dad y seriedad. Como no se deseaba extender demasiado la ingerencia de los poderes públicos en las actividades bursátiles, la reglamentación del Decreto-Ley 15353, si bien tendía a sa-
near las prácticas bursátiles en beneficio común del público in
versos y de las empresas que cotizan sus valores y de las enti
dades y personas que actúan o se encuentran vinculadas estre -
chamente con los Mercados de Valores, circunscribióse a pres -
cribir normas para el funcionamiento de las Bolsas y el ejer -
cicio de la profesión de comisionista y la ejecución de las
operaciones. Además, establecióse la obligación de que las Bol
sas o Mercados de Valores garantizaran con su patrimonio todas
las operaciones que se realizan en sus ruedas. En lo concernien -
te al procedimiento para el ingreso de nuevos comisionistas fue
eliminado el sistema de tipo corporativo y secreto que se pres -
taba a injusticias y abusos, implantándose en cambio un siste -
ma de aprobación por parte de la Bolsa o Mercado de Valores y
el Banco Central conjuntamente. También se detallaron en la re -
glamentación las normas a las cuales deberían ajustar sus fun -
ciones los comisionistas con el objeto de investirlos de se -
riedad y corrección. Por otra parte se dispuso un régimen se -
vero de garantías para las operaciones a plazo, y se estable -
ció que cada Bolsa o Mercado de Valores debería constituir un
fondo de garantía para hacer frente a los compromisos no cum -
plidos por los comisionistas. Dicho fondo se formaría con el
50% de las utilidades de la institución como mínimo.

Dictadas las nuevas disposiciones que regulaban
las actividades bursátiles se hizo necesario que tanto la Bol -
sa de Comercio como el Mercado de Valores adecuaran su regla -
mento a las mismas.

Evolución del Mercado con posterioridad a 1949.

Como consecuencia de Febrero de 1949 la plaza en-

tró en una etapa de depresión que duró hasta 1952. En 1953 comenzó a insinuarse una reacción incrementándose las operaciones y la valorización de papeles. Esta tendencia, se mantuvo firme hasta Mayo de 1956 cuando comenzó un proceso de fluctuaciones que imperó hasta 1959, año en el cual comienza una nueva etapa reflejada en el cuadro siguiente:

IMPORTES NOMINALES Y EFECTIVOS NEGOCIADOS

(En miles de m\$n.)

Año	T o t a l	
	Valor Nominal	Valor Efectivo
1948	1.360.313	5.155.276
1949	924.269	2.810.313
1950	629.552	1.257.616
1951	846.216	1.617.026
1952	796.349	1.039.088
1953	1.378.669	1.846.457
1954	2.716.102	5.411.824
1955	2.934.492	7.503.776
1956	1.921.988	4.252.333
1957	1.593.897	2.757.778
1958	3.478.568	6.902.323
1959	5.177.860	11.992.036
1960	12.180.412	32.965.328
1961	13.313.149	30.936.197
1962	12.945.496	15.433.362
1963	25.323.862	28.721.904
1964	26.490.175	33.778.883
1965	15.097.270	15.371.712
1966 (1)	5.389.570	4.214.163

(1) - Hasta el 30%.

La Bolsa se fue agrandando sobre bases sólidas derivadas del aumento de la inversión y no de la especulación, pues todas las operaciones que se realizaban estaban bien garantizadas. Aumentó el número de empresas en forma substancial y de 242 que cotizaban valores en el año 1948 se llegó a la actuali-

dad con 644. Teniendo en cuenta el saneamiento que se produjo en las prácticas bursátiles el Banco Central en 1954, estimó que la experiencia obtenida durante los 5 años de aplicación del nuevo régimen podría permitirse la revisión de algunas disposiciones y suavizar la rigidez de las normas que debieron dictarse en pleno período crítico e inestable del mercado.

El Banco Central solicitó al Mercado de Valores y a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires su opinión acerca de las disposiciones que reglamentaban el funcionamiento de dichas instituciones. La Bolsa opinó que no se debía alterar el régimen vigente, ni sus estatutos ni los del Mercado de Valores. En virtud de ello, la iniciativa del Banco Central no tuvo éxito y la arquitectura del régimen de esas entidades financieras permaneció idéntica. En el año 1962, la Bolsa sufrió los impactos de una nueva crisis económica, pues muchas empresas que cotizaban acciones quebraron y se produjo una seria inquietud en el público inversor y en las entidades financieras, lo cual creó una nueva inquietud respecto de la modificación al régimen actual.

CAPITULO II

FUNCION DE LAS BOLSAS

2.1 - INTRODUCCION:

Los adelantos técnicos en constante y revolucionaria acción y la competencia industrial unida a ese proceso hicieron necesaria la inversión de grandes capitales en maquinarias e instalaciones. Durante la nueva etapa económica comenzaron a surgir formas como las sociedades anónimas, tipos de organización económica escindidos en dos aspectos perfectamente delimitados, que son la responsabilidad limitada y la transferibilidad de las acciones. Para que la segunda de estas formas actúe de manera eficaz es necesaria la existencia de la Bolsa de Valores, lo cual también permite posibilitar el acceso de los pequeños ahorristas a las sociedades anónimas. Es decir, que las Bolsas de Valores proporcionan un mecanismo ideal por medio del cual los excedentes de la comunidad se orientan hacia la actividad productiva del país, provocando un desenvolvimiento mayor en la vida económica.

Debido a la estrecha relación que tiene el desarrollo económico con la expansión del Mercado de Valores muchos países consideraron indispensable la regulación de éstos por parte del Estado, con excepción entre otros de Gran Bretaña, donde sigue rigiendo el simple derecho de asociación. En este capítulo se destacará la importancia de las Bolsas en su carácter de centro del Mercado Financiero y del mundo económico, el papel que cumple en una economía de libre empresa, y cual es su misión como factor preponderante en las modificaciones de las leyes mercantiles.

2.2 - CONCEPTO Y CLASIFICACION

Concepto:

La palabra Bolsa, se utiliza indistintamente en varios sentidos designándose con ella el lugar o edificio en que se reúnen negociantes, banqueros, especuladores o intermediarios, para tratar negocios comerciales y concertar operaciones de ese tipo. O también la reunión de aquellos considerada en si misma, conjuntamente con las operaciones realizadas en su seno, o el movimiento y oscilación de los efectos y en última instancia la institución en su totalidad.

Considerada la Bolsa en su aspecto económico puede definírsela como una estructura jurídico-económica que tiene por objeto la aproximación de productores y consumidores tendiendo a desarrollar un gran movimiento numérico y efectivo respecto de toda clase de valores.

Desde el punto de vista jurídico, las Bolsas son establecimientos públicos (generalmente autorizados por el Gobierno) en los cuales se reúnen comerciantes, negociantes, intermediarios y otras personas interesadas en concertar y cumplir los disímiles contratos y operaciones que pueden dar lugar los efectos públicos y demás valores mercantiles e industriales sometidos a su consideración.

Clase de Bolsas.

Aunque con el nombre genérico de Bolsas de Comercio se confunden todos los establecimientos de este tipo, en la práctica pueden distinguirse muy bien las Bolsas de Comercio en sentido estricto (denominadas también bolsas de mercancías) de las llamadas bolsas financieras de efectos o de cambios.

La distinción surge de los objetos que son materia de operaciones; en los primeros se negocia con mercancías dis

ponibles o a librar, cereales, lanas, cueros, etc. en condiciones determinadas de cantidad y calidad y sobre muestras de cada tipo, por regla general.

En las segundas si bien puede operarse sobre los objetos mencionados, como negociación característica, se utilizan los efectos públicos; valores mercantiles e industriales, acciones y obligaciones de sociedades de crédito, etc.

Dentro de la primera ordenación pueden existir bolsas destinadas a un solo género de mercancías. Por ejemplo, en Londres existen además de la Bolsa Real para el tráfico de mercancías ordinaria y de cambio (royal exchange) una Bolsa de Valores (stock exchange) una bolsa de cereales (corn exchange), otra de carbón (coal exchange), y otra de transportes y seguro marítimo, denominada Lloyd.

Otra clasificación de las bolsas puede desarrollarse a través de las concepciones oficiales y particulares. Las primeras son las creadas por el Gobierno o corporaciones oficiales. Las segundas por sociedades particulares o personas del mismo carácter, pudiendo a su vez estar o no autorizada para que sus cotizaciones tengan sentido oficial.

Operaciones de Bolsa.

Las operaciones de compra y venta que se efectúan en la Bolsa, pueden realizarse según distintas modalidades: al contado o a plazos; estas últimas a plazo fijo o a voluntad.

Las operaciones al contado son aquellas en que las obligaciones del comprador y vendedor deben quedar satisfechas en el mismo día en que se celebra el negocio. Es decir, que quedan terminadas o efectuado el cambio de valores o dinero dentro de las 24 horas que siguen al contrato.

Las operaciones a plazos son aquellas en que las obligaciones recíprocas de los contratantes no deben quedar sa-

tisfechas en el día del contrato, sino más tarde al vencer un plazo convenido. El día del vencimiento puede ser el último del mes (operación a fin de mes), pero puede ser otro distinto, como sucede por ejemplo en las operaciones a mitad de mes.

Las operaciones a plazo fijo son aquellas en las cuales se estipula un lapso improrrogable para la liquidación, y en las que por consiguiente el riesgo es ilimitado, puesto que deben ser liquidadas irremisiblemente sea cual fuere el valor de la cotización.

Las operaciones a voluntad son aquellas en las cuales el comprador se reserva el derecho de pedir la liquidación en cualquier momento de los que median entre la celebración del contrato y el plazo convenido, terminando así la operación en el momento que considere más favorable, o menos perjudicial si se produce una baja que presume persistirá o se acentuará. Estas operaciones pueden ser con prima, si se estipula que el comprador puede abandonar el negocio en el momento que quiera mediante el abono de una prima, o tanto por ciento convenido sobre valor nominal de los efectos comprados.

Por último, existen las operaciones denominadas dobles que son el resultado de una compra y una venta hechas simultáneamente a precios diferentes. El que compra al contado y vende a plazos a un tipo más alto, gana la diferencia que representa el interés del capital empleado en el tiempo que dura la operación.

2.3 - IMPORTANCIA ECONOMICA.

El funcionamiento normal de la Bolsa de Valores es un elemento de vital importancia para la evolución económica de

un país, pues cuando se traba o resiente sus consecuencias repercuten directamente sobre la industria y el comercio, e inversamente toda crisis en la industria o el comercio se ve reflejada de inmediato debido a la relación que existe entre el mercado financiero y esos sectores de la actividad humana.

Todos los acontecimientos que influyen sobre el desarrollo del proceso económico, político y social de un país tienen inmediata repercusión en la Bolsa de Valores. Debido a ello en el movimiento de las bolsas se notan los efectos que causan las buenas cosechas, las guerras, la designación de altos funcionarios gubernamentales, el aumento de las exportaciones, la caída de un gobierno, etc.

Las variaciones constantes que sufren los valores de las bolsas dan lugar a ciertas apreciaciones que consideran a esas instituciones como verdaderas casas de juego y especulación, y en muchos casos estimase necesario restringir sus actividades e incluso suprimirlas.

Con el objeto de aclarar y contestar a esos juicios indicando las ventajas que reportan las bolsas a la sociedad pueden utilizarse las razones expuestas anteriormente en este trabajo, y otras que se considerarán más adelante, pues las variaciones que se producen en las bolsas no son consecuencia de ellas, sino de verdaderos movimientos económicos y financieros que se reflejan en las bolsas como simples índices de esos movimientos: de la misma manera como se acusa a las bolsas de provocar alteraciones en el ritmo económico de un país, podría acusarse a los barómetros de las variaciones atmosféricas.

2.4 - FUNCIONES.

El mecanismo fundamental de la función de las bol sas es el de facilitar la salida y colocación de productos y va lores dando a conocer la relación actualizada entre la oferta y la demanda, lo cual se traduce en la fijación del precio corriente. La confrontación de la oferta y la demanda no puede hacerse reuniendo las cosas o valores u los contratantes, en cambio se lleva a cabo una concentración de representantes quienes reciben de sus clientes las órdenes de compra o de venta, y por los cuales son legalmente responsables.

La gran cantidad de operaciones y la rapidez con que deben realizarse hacen necesaria una especie de mecanización estructural; ya se trate de mercaderías, productos o valores. La determinación de estos bienes tiene que ser hecha con minuciosidad por la bolsa, pues de otra manera no es posible asegurar la autenticidad de las cotizaciones, ya que éstas deben referirse a un tipo uniforme y constante de bienes. Por otra parte, como toda la masa de contratos pasa por las manos de un limitado número de intermediarios, también debe posibilitar la liquidación de las cuentas por compensación colectiva.

Además la bolsa no solamente fija el precio co rriente de mercaderías y valores, sino que también permite regu lar los precios en el espacio y el tiempo otorgándoles de esta manera una cierta estabilidad, por cierto muy necesaria para la seguridad de los negocios. Este resultado se obtiene por medio del mercado a término, en el cual se posterga la entrega de la cosa vendida y el pago del precio para una fecha convenida de an temano.

Si bien el mercado a término ha sido muy combati- do, por considerárselo un instrumento que se presta para la especulación, puede decirse en cambio que ejerce una acción mode-

radora sobre el alza y baja de los precios, con lo cual impiden se las oscilaciones bruscas y excesivas que son causas de profundas y graves perturbaciones económicas.

2.5 - LA BOLSA CENTRO DEL MERCADO FINANCIERO.

La Bolsa de Valores dentro del régimen capitalista es el instrumento más perfecto del Mercado Financiero, pues la empresa moderna requiere para su desarrollo y expansión la afluencia de capitales que superen las posibilidades económicas de individuos aislados o de pequeños grupos. Las exigencias financieras pueden ser satisfechas de dos maneras: a) Por el Estado, sistema característico de las democracias populares que consiste en substraer el dinero a las economías individuales por medio de impuestos o gravámenes. b) Por la acumulación del capital atomizado y disperso en vastos sectores de la población. Son entonces las economías individuales las que, gracias al ahorro creador, permiten a los pequeños inversores vincularse directamente con las empresas y participar directamente en su propiedad: Este es el régimen denominado capitalismo del pueblo que tiene su expresión en las democracias occidentales.

Los medios para que esta última forma económica sea practicable son la subdivisión del capital de las empresas en múltiples valores, accesibles a las posibilidades de extensos núcleos humanos. Estos elementos que las necesidades económicas sociales fueron creando paulatinamente y la técnica jurídica perfeccionó en forma adecuada, son los títulos de créditos y las sociedades anónimas.

Cuando existe la posibilidad de la circulación del crédito éste resulta más fácil de obtener y es posible entonces -

ces movilizar muchas economías, pues con la posibilidad de la sustitución de los ahorristas, ilimitados seres tienen ocasión de concurrir a las financiaciones, con lo cual disminuya el costo del crédito y es posible la organización y el desenvolvimiento de un mercado de capitales.

La Sociedad Anónima, debido a la división de su capital en fracciones representadas por títulos de igual valor llamados acciones, permite la incorporación de pequeños y grandes ahorristas los cuales participan en el capital de la empresa y comienzan a vivir las alternativas de la misma.

De esta manera la bolsa promueve negocios, les otorga la publicidad necesaria y acerca al inversor a las empresas, canalizando positivamente los pequeños y grandes capitales hacia las fuentes de producción. En este estadio el inversor cuenta con un triple respaldo: 1º) La empresa o entidad emisora, 2º) La bolsa que representa los intereses de las actividades económicas y financieras en general y 3º) la tutela del estado que ejerce una vigilancia o interviene directamente según sea el régimen adoptado para la organización y funcionamiento de las instituciones bursátiles.

Además, por medio de la Bolsa el Estado tiene una herramienta eficaz para desenvolver sus finanzas, lo cual realiza mediante la negociación de los títulos representativos del crédito único.

La Bolsa y las costumbres comerciales.

La estructura y la importancia de la bolsa han dado lugar a la creación de renovadas costumbres mercantiles, determinada por la frecuencia e intensidad de los negocios, pero sobre todo por la fisonomía particular de los contratos que se lle

van a cabo en su recinto. Esto origina la formación de normas integradoras de la ley en países cuyos códigos modernos reconocen validez jurídica a los usos comerciales. Esas normas son aplica**ble**s no sólo a los contratos celebrados en la Bolsa, sino inclusive a todos aquellos que se realizan fuera de ella, si de acuerdo con sus elementos constitutivos y las reglas consuetudinarias corresponden calificarlos como contratos bursátiles.

Absorbe capitales la Bolsa de Valores?

Frecuentemente la opinión pública señala que la especulación en las Bolsas de Valores subtrae capitales de empleos potencialmente productivos. También sostiénese que el tráfico de valores absorbe fondos prestables, los cuales no llegan, o llegan demasiado tarde, al empresario que desea invertirlo en la producción. Estas opiniones surgen de la errónea concepción de que los fondos que utilizan los especuladores para la compra de valores quedan inmovilizados durante el tiempo en que aquellos retienen los títulos. Pero en la realidad no sucede así, pues los fondos prestables no desaparecen, y el efecto económico depende de lo que hagan los vendedores de los títulos con el dinero obtenido en la venta. Si el especulador ha comprado valores pertenecientes a una emisión nueva, la sociedad emisora recibirá el producto de la venta y lo utilizará en forma productiva, por ejemplo: Comprar bienes de capital; reembolsar préstamos bancarios, etc. Cuando el especulador compra valores antiguos el vendedor puede utilizar el dinero obtenido de la venta en la compra de otros valores, o bien en otra actividad productiva. También puede suceder que consuma ese dinero, con lo cual sí, se produce un desahorro, pero esto no se le puede imputar a la especulación, sino al desahorro como tal.

Otro argumento que se esgrime en contra de la Bolsa es el de que ésta absorbe los fondos prestables como conse -

cuencia del aumento de precios de los valores. Esta hipótesis no es real, pues sea cual fuere el precio de los valores el poder adquisitivo del comprador no se pierde, sino que se pone de inmediato a disposición del vendedor. Y si bien la especulación en valores no absorbe capitales, es importante el hecho de que el motivo especulación para la liquidez puede provocar un aumento en la demanda en reservas monetarias, reducir la oferta de fondos prestables y elevar los tipos de interés.

2.6 - FUNCIONES DE LA BOLSA.

El Mercado de Valores en nuestro sistema económico cumple funciones de vital importancia entre las cuales se destacan su acción como canalizador del ahorro o como instrumento mediante el cual los individuos, instituciones, y también el Estado, obtienen fondos externos y, en última instancia como indicador de las inversiones económicas que resultan más productivas.

Una prueba de ello, es que el público que ahorra está dispuesto a dejar de lado el uso de sus recursos a cambio de una compensación, la cual variará según el riesgo que le ocasiona la colocación de esos fondos.

Para lograr que los rendimientos varíen según el riesgo es necesario que el flujo de fondos hacia las industrias no se vea trabado por obstáculos de ninguna índole y la función primordial de la bolsa es la de eliminar cualquier inconveniente que entorpezca el flujo de esos fondos.

Las empresas que necesitan fondos los obtienen vendiendo sus valores en la bolsa y emitiendo los mismos en fondos de inversión, los cuales se colocarán entre el público. En este

estadio participa en forma esencial el Mercado de Valores, pues to que es allí donde los valores adquieren mercantibilidad (o sea compra y venta) determinando una seguridad para el inversio nista quien, puede hacer efectivo en cualquier momento el for do de sus valores.

La ayuda de las Bolsas al financiamiento de las empresas no se limita a otorgar salida a los valores emitidos una vez que están en poder del público, sino que por medio de programas de campañas publicitarias fomenta entre el público el ambiente propicio para la emisión de valores lo cual contribu ye a crear una demanda potencial de los mismos.

Un sencillo análisis de las cifras del número de sociedades que cotizan en sus ruedas y el movimiento de compra y venta de valores que se efectúa en la bolsa de cualquier país ofrece una imagen respecto de la posibilidad de existencia y prosperidad de miles de empresas comerciales e industriales que abastecen las necesidades de producción y consumo del país, sir viendo además al comercio de exportar e importar y creando bie nestar colectivo al asegurar ocupación a millones de personas.

La existencia de un Mercado de Valores activo es de vital importancia para el desarrollo de una filosofía econó mica en el mundo occidental encuadrada dentro de lo que se de nomina el capitalismo del pueblo.

Los grandes requerimientos financieros de las em presas de producción hacen imposible su financiación por peque ños grupos capitalistas y entonces se debe optar entre dos ca minos: O esas necesidades son satisfechas por el Estado con di nero obtenido a través de medios impositivos o a través de la inflación, o son las economía individuales que a través del aho rro se vinculan directamente con las empresas comerciales e in dustriales participando en su propiedad. La única forma de lle

gar a este último sistema es a través de la subdivisión del todo en múltiples valores accesibles a las posibilidades de grupos populares.

Esta subdivisión está plasmada en las sociedades por acciones y con la adquisición de estas acciones se puede volcar el ahorro hacia la posesión de las empresas comerciales e industriales por parte del pueblo. Este proceso se cumple todos los días en los recintos de las bolsas.

2.7 - SIMILITUD ENTRE EL CREDITO Y LAS ACCIONES.

El crédito es la transferencia temporal de poder adquisitivo a cambio de la promesa de reembolsar éste con intereses. Actualmente las empresas necesitan efectuar grandes inversiones por tiempo indeterminado. Es por ello que si obtienen un crédito, y sus acreedores para obtener el reembolso de su dinero tuvieren que esperar a que los bienes estuviesen totalmente amortizados, seguramente no se sentirían inclinados a prestar. Por eso es necesario disponer de instrumentos de crédito que permitan a los prestamistas conservar cierto grado de liquidez individual.

Por otra parte, los instrumentos de crédito permiten a prestamistas reducir su riesgo, puesto que pueden diversificar sus inversiones financieras adquiriendo derechos contra varios deudores diferentes.

Las principales ventajas del empleo de títulos de créditos transferibles son las siguientes:

- 1° - Los prestatarios pueden conseguir los créditos a largo plazo que necesitan.
- 2° - El acreedor puede vender su crédito y recuperar su liquidez.

- 3° - Permite al acreedor diversificar el riesgo.
- 4° - La liquidez potencial y la diversificación del riesgo inducen a mayor cantidad de personas a invertir.
- 4° - El prestatario puede conseguir grandes capitales, pues puede entrar en contacto con muchos prestamistas.

Cabe preguntarse si las acciones deben considerarse como instrumento de crédito?. Aparentemente no es así puesto que las acciones representan una inversión real en contraposición con los instrumentos de créditos situados en el sector financiero. Pero si profundizamos un poco nuestro análisis, vemos que las acciones desde un punto de vista económico, aunque no jurídico, son verdaderos instrumentos de crédito. Este juicio es tan real que casi todos los inversores financieros consideran la compra de acciones como una simple alternativa en la concesión de créditos a largo plazo. Asimismo, los gerentes de grandes sociedades cuando deciden invertir consideran a los accionistas como acreedores.

En la mayoría de los casos los tenedores de acciones han renunciado al control de la sociedad y son, por consiguiente, acreedores más bien que inversores en el verdadero sentido de la palabra. Que es lógico considerar las acciones como instrumento de crédito, lo demuestra el hecho de que la distinción fundamental entre bonos y acciones, a saber, un tipo nominal fijo frente a dividendos variables, resulta desfigurada en creaciones híbridas tales como las acciones preferidas. Vemos por lo tanto que la clasificación de las acciones como títulos de propiedad o como instrumento de crédito es sólo asunto de conveniencia, y a nuestros fines en particípe en los beneficios puede ser considerado como un tipo especial de acreedor que está dispuesto a aceptar un riesgo, tanto por lo que

respecta al rendimiento del capital, como por lo que concierne al valor de su activo y que, por consiguiente, tiene más de empresario que de simple obligacionista.

Las instituciones de créditos.

Dentro del ordenamiento económico actual existe una gran variedad de instituciones de crédito que actúan como nexo de unión entre prestamistas y prestatarios. A esta categoría pertenecen los bancos comerciales, los bancos mutuos de ahorro, las sociedades de crédito y ahorro, las compañías de seguros, las compañías de inversiones y otro tipo de entidades. En los casos de compra y venta de valores pertenecientes a emisiones nuevas podemos hablar de un mercado primario de valores, pero también existe un mercado secundario de valores.

El mercado primario ofrece un amplio campo para las actividades de los especialistas, quienes desempeñan importantes funciones en su ámbito, incrementando considerablemente la eficacia del mismo. El mercado secundario es tan importante como el primario, puesto que sin su existencia sería prácticamente imposible intercambiar los valores de este último, ya que nadie compraría valores que no pueden ser vendidos. Tanto en los mercados abiertos como en las bolsas más organizadas se da la circunstancia de que los corredores están siempre dispuestos a vender mientras esperan obtener beneficios con estas operaciones.

2.8 - LA ESPECULACION EN ACCIONES.

La especulación, esa actividad social y económica en cierto modo condenable, posee sin embargo una especial

función económica proveniente del riesgo que encierra esa tarea. El beneficio del especulador surge de que sus previsiones sean anteriores y mejores que las del público, por lo tanto compra para poder vender cuando el público muestra tendencia a adquirir y viceversa. Es decir, que trata de considerar todo aquello que pueda influir en las decisiones del público; rendimientos futuros, economía general, guerras y otras oscilaciones normales o anormales que le permitan actuar con antelación a los hechos.

Al actuar antes que el mercado, el especulador puede ejercer cierto efecto nivelador sobre los precios de los valores, distribuyendo la variación de los mismos a lo largo de un período mayor y compensando, en parte, los actos irregulares del público.

El especulador sabe que es lo que en un momento dado se considera como valores normales de mercado, impidiendo mediante sus compras y ventas, desviaciones acentuadas con respecto a estas normas.

Las bolsas de valores, no sólo ponen en contacto a compradores y vendedores por medio de agentes, sino que realmente pueden suavizar el efecto de los cambios repentinos de la oferta y la demanda, provocando inmediatamente por medio de fluctuaciones moderadas en los precios, variaciones de signo contrario en la oferta y la demanda. Si a esto le agregamos las normas establecidas por las bolsas en cuanto a la admisión de valores, conducta de sus miembros, etc. llegaremos a la conclusión de que las bolsas son mercados perfectos que establecen el verdadero valor de los títulos que en ella se cotizan.

Los peligros de la especulación en valores.

El gran economista Keynes fue uno de los que más se preocupó por este problema, y lo analizó considerando a fon-

do los siguientes aspectos: la estimación de los rendimientos futuros es muy difícil de llevar a cabo con cinco o diez años de anticipación, por ese motivo nadie lo hace y quienes intenta hacerlo son tan pocos que su conducta no repercute en el mercado.

Si no existiese la Bolsa de Valores los empresarios no perderían el tiempo tratando de determinar continua mente el valor monetario de sus inversiones reales, debido a que dichas inversiones ya están realizadas irrevocablemente.

Sin embargo el desarrollo de las bolsas obliga a la revalorización constante de los títulos con la finalidad de dar a los accionistas la posibilidad de aumentar su liquidez por medio de la venta de sus valores.

También señaló Keynes que los precios del mercado de acciones no son lo que corresponden a la expectativa de los empresarios, puesto que quienes compran y venden no se interesan por los procesos a largo plazo de la producción, o no tienen el conocimiento necesario de las sociedades cuyas acciones trafican, o bien, son especuladores que no se preocupan por utilizar sus conocimientos en la correcta determinación de los precios.

Es probable que el público reaccione violentamente frente a cambios repentinos de opinión que no guardan ningún nexo con los rendimientos futuros de la empresa, y los profesionales no tratan de corregir estos errores de los neófitos, sino que utilizan su habilidad en prever los cambios en la base convencional de valoración un poco antes que el público.

Por ello, el especulador profesional no tiene por objetivo esencial tomar la delantera ni ser más listo que los demás, sino que dedica su inteligencia a prever lo que la opinión pública creerá que sea en el futuro la opinión generalizada. Y como la opinión media no está informada, es muy posible

que las cotizaciones del mercado de acciones no reflejen con autenticidad las mejores estimaciones respecto del desarrollo a largo plazo. Es conveniente por lo tanto que las autoridades monetarias traten de regular el flujo de fondos prestables por medio de controles selectivos del crédito.

La previsión y la especulación.

Los ciudadanos que buscan en la bolsa, no una suerte en el juego o un concurso de filantropía financiera sino simplemente un mercado, por lo general adolecen de un gran defecto, y es que su exceso de lógica les impide ver más allá de un razonamiento o realizan un cálculo incompleto. Las previsiones a corto y largo plazo descansan sobre hechos diferentes, y ello se debe a que la mayor parte de las decepciones de los clientes de la bolsa (aparte de las imprudencias del juego propiamente dicho) provienen de la confusión habitual existente entre las cifras que valen para una previsión a corto plazo y las que sirven para una previsión de largo alcance.

Las previsiones a corto término son las que revisten mayores dificultades y solamente obtienen beneficios importantes con ellas los que están en situación de ejercer presiones sobre el mercado, ya sea porque controlan los negocios en trámite, porque poseen los medios para orientar la opinión de compradores y vendedores en el sentido que les convenga, o bien, porque la masa de las órdenes que dan producen un efecto de arrastre.

La previsión a corto término que especula sobre un movimiento preciso y temporario del mercado, sin preocuparse por el ritmo general del intercambio, se vale de la información diaria, es decir, de los datos más que de los estudios de realidades y de la decisión inmediata. En sentido inverso, la inteligencia y la paciencia son elementos indispensables para la pre-

visión a largo término, y también son sin duda las herramientas más seguras para obtener éxito en la Bolsa de Valores; como en cualquier otra parte.

Para actuar con inteligencia es necesario recurrir a la información financiera de los periódicos y revistas especializadas, pero hay que tener cuidado de no tomar esas informaciones en forma absoluta, sino que haya que valorar adecuadamente la capacidad de los autores, sus medios de información, su experiencia, sus prejuicios y demás aspectos que puedan tener influencia en la opinión emitida.

Por ese motivo es que la mayoría de los estudios financieros (por interesantes que fueren) no enriquecen ni a los que los leen ni a los que los redactan. Las decepciones que causan a los que creen en ellos pasivamente tienen por consecuencia apartar un poco a la gente de la bolsa de los estudios serios y confirmarle su fé, en los datos informativos.

Un ejemplo de este juicio es el barómetro de Harvard, creado por el Comité del mismo nombre para las investigaciones económicas con el objeto de determinar las crisis en ese campo. Mucha gente confió en la bondad del sistema, y por ese motivo la crisis de 1929 los sorprendió totalmente desprevenidos, provocando una baja que el famoso barómetro no indicó.

CAPITULO III

LAS FUENTES, LA CANALIZACION Y EL DESTINO DEL

AHORRO NACIONAL Y DE LOS CAPITALES

3.1 - INTRODUCCION.

La canalización del ahorro en la República Argentina.

En nuestro país, los últimos diez años mostraron una fuerte corriente de inversión de ahorros en el Mercado Bursátil. Estas operaciones, han sido realizadas en algunos casos directamente por el público inversor cuyos integrantes veían en la compra de acciones, una forma de prevenir la devaluación monetaria, obteniendo asimismo rentas compensatorias. Este tipo de inversiones ha sido un factor preponderante en nuestro desarrollo bursátil y tiene su base en las medidas oficiales que hicieron posible que todo pequeño ahorrista pudiera realizar inversiones de este tipo, sin necesidad de un conocimiento profundo de las empresas, de la situación económico-financiera de las mismas y de sus rendimientos.

Dentro de ese proceso el ahorrista ha creído conveniente sacrificar posibles rendimientos más lucrativos en beneficio de la seguridad que podían darle las empresas orgánicamente ordenadas y los bancos oficiales de inversión.

En consecuencia, las características principales de las experiencias nacionales y, en especial las disposiciones que rigen los depósitos en las cuentas oficiales de valores mobiliarios del Banco Industrial, de la Caja Nacional de Ahorro Postal y de los fondos comunes de inversión poseen faces en cierto modo particulares.

Por ejemplo, el desarrollo de los fondos comunes de inversión fue en los primeros momentos de gran intensidad. Posteriormente, y en virtud de la declinación sufrida por la economía nacional que repercutió notablemente en el ámbito bursátil, agravado por las deficiencias legislativas en la materia, determinaron que los fondos de inversión declinen notoriamente y que las inversiones en los mismos se reduzcan a cifras muy significativas.

Las experiencias extranjeras, sin embargo, demuestran que los fondos comunes de inversión fueron el eje de la transferencia del ahorro creador a la economía bursátil y nacional y las inversiones fueron creciendo en forma acelerada dentro de este marco. Es decir, que las experiencias demuestran que debemos buscar en nuestros regímenes legales y económicos la solución para ese problema de tanta importancia en el desarrollo material de la sociedad.

Como dato ilustrativo indicaremos cuales son los principales fondos existentes en el país, y el valor de la cuota parte del 31 de Mayo. El cuadro ilustrativo muestra que la pérdida de inversión del original inversor, en el fondo ha sido aproximadamente de un 60%. Estas pérdidas en tan poco tiempo, unidas a una devaluación monetaria creciente resultan poco alentadoras para poder lograr un incremento mayor en la transferencia de ahorro al mercado bursátil.

LOS CIERRES DE FONDOS COMUNES DE INVERSION - DIA 31.5.66

VALOR DE LA CUOTA PARTE EN PESOS

Crecinco	40.92
Delval	65.96
Excelsior	28.54
F.I.M.A.	42.34
Fondo Invers. Rioplatense	51.26
Fondo Popular Argentino	39.44
Mil Once	21.71

3.2 - LA ACCION RECOLECTORA DEL AHORRO CREADOR.

La proporción del ahorro observada en un medio social dado es, en definitiva, el eje sobre el cual se mueve el desarrollo de ese país. Esto expresa claramente la importancia que tiene el aumento constante del volumen de los ahorros y la mejora en forma racional de la utilización de los mismos.

Los ahorros en general son creados por las autoridades públicas, empresas de negocio e individuos particulares. Y se distinguen entre los componentes del ahorro individual (difícil de hacer reaccionar) y los ahorros en general que pueden evolucionar mediante medidas destinadas a incrementar la probabilidad de las ganancias, cuya consecuencia estimula las inversiones. Un ejemplo de ello, lo ofrece la elevación del ahorro en las empresas, fondos que por lo general se utilizan para inversiones dentro de la misma estructura empresarial, lo cual provoca la disminución de recursos para financiar inversiones en otros sectores de la economía. Asimismo, es necesario un sistema de información que permita conocer las formas escogidas por el público para canalizar su propensión al ahorro, como así también los procesos de integración del ahorro. Esta arquitectura informativa es indispensable para cualquier política económica tendiente a incrementar el ahorro y encausarlo hacia inversiones productivas, pues permitiría a las autoridades determinar los distintos tipos de ahorro y los grupos de ahorristas que resulten más susceptibles de estímulo.

Toda estimación del ahorro debe considerar integralmente los cambios sociales e institucionales que día a día se producen en un país, procurando tener siempre en cuenta el punto de vista de quienes ahorran y bajo que forma lo hacen. Tampoco se deben descuidar las grandes masas de dinero susceptibles de inversión que provienen de las empresas de seguros y otros regímenes de asistencia social.

Una política integral de desarrollo del ahorro debe examinarse bajo cuatro aspectos:

a) Fomento del ahorro total; b) Redistribución del ahorro; c) Papel de las instituciones e instrumentos financieros en relación con el aumento de la tasa de ahorro; d) Compatibilidad entre la necesidad de liquidez y el ahorro.

a) Fomento del ahorro total: Las medidas que fomentan el ahorro se pueden clasificar en dos grupos. 1) Incentivos: Un ejemplo de ellos es la lotería, por medio de la cual se le resta capacidad de consumo al público, destinándose luego ese ahorro a inversiones útiles o a obras de beneficencia. Este sistema es muy utilizado por la gran aceptación que tiene entre el público, y no ocasiona la resistencia que tienen los impuestos.

Otro ejemplo es el de la Sociedad de ahorro y préstamo, en las cuales también se impuso el azar para una mayor rapidez en la entrega de los créditos.

Otro incentivo podría ser, por ejemplo, la exención del pago de impuestos a la parte de los ingresos no consumida, en las S.A. podría ser la exención de impuestos a las utilidades no distribuidas.

2) Forzoso: El ejemplo más típico de éste es la inflación, por medio de la cual el gobierno quita a los particulares, una parte de su poder de compra. La reforma agraria puede, en algunos casos, convertirse en un instrumento para fomentar el ahorro forzoso, pues la distribución de la tierra a los agricultores se lleva a cabo -por lo general- conforme con un plan de pagos a largo plazo que deben hacer los agricultores al Estado y éste, a su vez, a los antiguos propietarios. Esta amortización a largo plazo del valor de la tierra constituye en esencia una forma contractual de ahorro del sector agrícola.

b) Redistribución del ahorro y la inversión: Además de incrementar el ahorro resulta de fundamental importancia lograr que se oriente hacia inversiones productivas y no que se encaminea una mera búsqueda de liquidez. Una buena medida en tal sentido es mantener la tasa de interés variable de manera que, al existir pocos capitales dispuestos a la inversión, ésta pueda aumentarse y lograr una mayor afluencia de capitales. También conviene permitir el pago de intereses más altos en aquellas inversiones que resulten particularmente riesgosas.

Otro de los aspectos positivos para la canalización de los ahorros en determinado sentido es el de las exenciones impositivas para aquellas inversiones realizadas en la actividad económica que se quiere favorecer.

En los países latino-americanos han sido muy utilizados los controles crediticios a través de los bancos centrales, destinados a dirigir los créditos bancarios y de otras entidades financieras hacia ciertos tipos especiales de inversión.

Para la plasmación de estos propósitos se requiere un mercado viable, en el cual tanto los fondos de las personas como de las instituciones se puedan desplazar libremente en función de los cambios que se suceden en las tasas de interés y en los plazos y condiciones de las expectativas.

c) Función de las instituciones financieras: Las instituciones financieras cumplen, entre otras, las siguientes funciones básicas: a) Captación de los fondos que se encuentran a la deriva; b) Recobrar los fondos que se encuentran en instituciones esencialmente financieras, desplazándolos hacia cuentas de tipo intermedio (ahorro y a plazo). Asimismo, una política de ahorro podría vigorizarse en gran medida mediante la liberación de las instituciones financieras y la introducción de nuevos instrumentos de acuerdo con los principios siguientes:

1.- Ensanchamiento de la organización financiera; la diversificación de la banca privada y de las instituciones financieras podría estimular la formación de capitales y atraer mayor cantidad de ahorros.

2.- Independientemente del procedimiento que sigan, el objeto de estas instituciones debe consistir en promover la aceptación por parte del público de ciertos instrumentos y ofrecer a sus clientes servicios cuyo fin sea atraer los fondos de ahorro que ambulán a la deriva en el mercado, o que se mantienen en el extranjero. Las compañías financieras y las obligaciones convertibles marchan juntas con la exploración que se lleva a cabo actualmente en varios países para combinar el fomento del ahorro y el financiamiento industrial mediante la creación de sociedades de inversiones. Es probable que estas sociedades al principio necesitan el apoyo de ciertas instituciones que les den un respaldo sustancial y funcione como organismo de emisiones y como intermediarios.

Sólo instituciones de esta índole podrían poner en circulación en el mercado una corriente de nuevos valores industriales con el prestigio suficiente como para seguir atrayendo ahorros de nueva formación, o retenidos en el extranjero.

d) Liquidez y ahorro: El establecimiento de instituciones especializados y la introducción de instrumentos a mediano y a largo plazo no es concebible fuera de un sistema que procure una gran movilidad de fondos, de manera tal que el público no llegue en un momento dado a quedarse sin liquidez.

Esto no es problema para los bancos, pues éstos en caso de necesitar fondos pueden recurrir al Banco Central. Pero no sucede lo mismo con las instituciones financieras no bancarias, y especialmente con las que se dedican a operaciones de inversión.

En este programa de fomento de las instituciones de ahorro el Banco Central puede desempeñar un papel fundamental. Por ser una institución con responsabilidades políticas en el gobierno y funciones activas en el mercado se encuentra en situación ideal para asumir la iniciativa, desarrollar la experiencia y promover la aceptación de cambios en las prácticas financieras. Estos cambios pueden proporcionar los servicios e incentivos necesarios para estimular la formación del ahorro nacional en formas adecuadas a las necesidades de inversión del país.

Una corriente de ahorros de esa índole podría contribuir al financiamiento del desarrollo económico en forma tal que amortiguara el efecto de las presiones inflacionarias, tanto por limitar la necesidad de aumentar el crédito del Banco Central, como por liberar recursos físicos absorbidos anteriormente por inversiones de consumo o extranjeros.

Como el desarrollo económico depende de la formación del ahorro, la estabilidad financiera se relaciona, a la larga, con las políticas que estimulan un equilibrio entre el ahorro financiero y las inversiones reales.

Esto en cuanto se refiere a medidas que favorezcan el crecimiento del ahorro total de la comunidad; pero falta analizar un aspecto muy importante que es el de las medidas tendientes a inducir a que los individuos ahorren en forma que permitan la transferencia de los recursos.

Para el análisis de los problemas del mejoramiento de la utilización de los ahorros privados, se han clasificado estos en: ahorros retenidos: son aquellos en que el control e inversión final quedan a manos del ahorrador.

Ahorros transferidos: Son aquellos cuyo control e inversión final se transfieren a otros.

Forman parte del primer grupo por ejemplo: Las ganancias reinvertidas y las mejoras de autofinanciamiento en la firma.

Si bien este tipo de ahorro tiene su importancia en la formación de capitales, los ahorros transferidos son más importantes pués las posibilidades de financiar inversiones con un volumen determinado de ahorros aumentan enormemente una vez que se logra fomentar las confluencias de las distintas corrientes de ahorro.

Las causas que pueden inducir a los ahorradores a mantener el control de sus ahorros, pueden ser: 1) Falta de canales convenientes para los ahorros; 2) Falta de instrumentos adecuados de ahorro; 3) Falta de confianza en los demás; 4) Temor a la poca liquidez; 5) Temor a la declinación del valor del dinero. Los ahorros nacionales brutos deben ser suficientes para costear las inversiones destinadas no sólo a mantener intactas las plantas productoras existentes, sino también para aumentar la existencia de capital. Esta forma de ahorro está relacionada con la que la comunidad quiere dejar de consumir para guardar, aunque puede darse el caso de que una comunidad de terminada prefiera optar por un consumo no reducido en el presente ante la perspectiva de mayor consumo en el futuro. También puede darse el caso de que exporte sus ahorros en lugar de invertirlos localmente.

A pesar de ello puede afirmarse que mientras más altos sean los ahorros nacionales de un país, mejores serán las perspectivas de su renta.

La cantidad que una comunidad ahorra es el resultado final de tres distintos procesos de decisiones relativos al ahorro. El ahorro puede ser generado por las autoridades públicas, en forma de excedentes de presupuesto y ganancias rete

nidas de corporaciones oficiales: Por empresas de negocios en forma de ganancias retenidas: o por personas individuales. Si bien el primero y el segundo grupo tiene una gran importancia limitaremos nuestro enfoque al análisis del tercer grupo por ser el que nos interesa fundamentalmente en este caso.

Probablemente los ahorros individuales son los que reaccionan menos a las medidas que se adoptan para elevar su proporción, y son susceptibles de variaciones (en su mayor parte) sólo en casos en los cuales cambia la renta o la composición demográfica de la comunidad a través del tiempo. Los programas de ahorro de los sueldos pueden reportar algún aumento neto en la proporción de los ahorros individuales.

Con el objeto de aclarar bien este punto volveremos sobre el tema de los ahorros retenidos y transferidos, analizando las causas que transforman un ahorro en retenido.

1 - Falta de Canales adecuados para el ahorro.

Los ahorros rurales en efectivo, pueden ser guardados en caja o convertidos en oro, en vez de colocarlo en cuentas de depósito: este es el ejemplo típico de la falta de canales adecuados. Probablemente el procedimiento más simple para solucionar este problema, esté radicado en las facilidades concedidas por el ahorro postal, pues las oficinas de este tipo son bien conocidas por los ahorradores y confían en dichas instituciones.

2 - Falta de Instrumentos convenientes para el ahorro.

El motivo fundamental por el cual los ahorradores pueden retener el dominio sobre sus ahorros es que los mecanismos de ahorro disponibles resulten desconocidos o inconvenientes. Si el obstáculo consiste en la falta de conocimiento, lo único que se necesita es informar a los ahorradores so

bre la disponibilidad y las facilidades de ahorro y la manera de usarlas.

En cuanto a los instrumentos de ahorro, es necesario tener en cuenta que sus denominaciones, tipos de interés, plazo y condiciones de pago tienen que ser adecuados a las necesidades de los ahorristas particulares.

3 - Temor a la poca liquidez.

Los ahorradores individuales pueden desear ahorros líquidos para contar con ellos en caso de emergencia. El grado de transferibilidad de esos ahorros depende de la mayor o menor facilidad con que puedan convertirse nuevamente en dinero los valores en que han sido invertidos. Esto puede solucionarse mediante el buen funcionamiento del Mercado de Valores, lo cual permite hacer efectivo sus ahorros. Otra forma es la de hacer aceptables las acciones como garantía de préstamos; los sistemas para solucionar este obstáculo son, por lo general muy variados.

4 - Falta de confianza en los demás.

Es fácil comprender que los ahorros sólo se transfieren a personas o entidades conocidas del ahorrador y que, además gozan de su confianza. Si no existe confianza el cálculo que se haga respecto del riesgo en el cual se incurre al transferir ahorros a manos extrañas, excederá mucho cualquier ganancia que pudiera obtenerse por dichos ahorros.

Los ahorros retenidos, por falta de confianza pueden ser, por lo general transferibles dentro de la Nación, siempre que las condiciones sean apropiadas aun cuando se requiera algún tiempo para lograr esas condiciones. En el caso de empresas que emiten título para el público, siempre pueden adoptarse disposiciones destinadas a notificar debidamente a los inte

resados para la protección legal de los mismos. Como los colaboradores pueden negarse a transferir sus ahorros a los administradores incompetentes y a los poco honrados, se necesitan emplear otros medios para superar este obstáculo de desconfianza. El mecanismo más sencillo consiste en resolver el problema de la falta de personal administrativo competente.

5 - Temor a la declinación del valor real del dinero.

Este obstáculo para el desarrollo de los ahorros transferidos (tal como sucede con la falta de confianza y el temor a la poca liquidez) afecta de tal manera a los cálculos del ahorrador sobre la proporción real de utilidad que puede esperar de los valores, que lo induce a ahorrar en formas no transferibles. Sin embargo, contrastando con los obstáculos mencionados, al temor a la declinación real del dinero sólo puede removerse por medio de cambios fundamentales y de largo alcance en la política pública. Si bien es esto lo que sucede con casi todas las formas del ahorro, no ocurre lo mismo con las acciones, pues éstas pueden mantener su auténtico valor durante los procesos inflacionarios, pero ciertos ejemplos nacionales ofrecen un panorama distinto. Sus tipos de interés relativamente altos y el creciente valor monetario pueden resultar suficientes para compensar los riesgos asociados generalmente con las inversiones en esos valores.

Además, esos valores pueden atraer ahorros transferidos que de otra manera se encauzarían en formas retenidas.

6 - Otros obstáculos.

Existen otras barreras, tales como; el alto costo de la transferencia misma. Las costumbres sociales pueden atribuir mucho prestigio al hecho de atesorar en formas no trans

feribles. Si los interesados desean tener la satisfacción de ahorrar en forma tangible, posiblemente les atraiga el oro en monedas, pero no en forma de certificados.

Para solucionar esto probablemente, los ahorradores estén más dispuestos a ofrecer sus ahorros, si van a ser utilizados en mejoras en la localidad, que ellos mismos van a poder ver y disfrutar, que si se utilizan en lugares lejanos y desconocidos.

- Otra de las causas que limita la inversión de valores es la ausencia de valores, como así también la no adecuación de los existentes a los requerimientos de los inversores.
- Inexistencia de un mercado en el que se pueda disponer rápidamente del valor adquirido.
- Falta de información del inversionista respecto de la empresa en la cual colocó sus ahorros.
- Inexistencia de un mercado seguro para las nuevas empresas.

Atendiendo a estos problemas cabe concluir que la capitalización de las empresas que favorecen el desarrollo económico requiere la acción del Estado, y que la capitalización de fondos se puede lograr por medio de impuestos y por la emisión de valores aceptables para los ahorristas nacionales y para los extranjeros. El Estado debe también actuar para asegurar una demanda efectiva de los valores creados por él o de los privados que se seleccionen por sus fines de desarrollo económico. Para la creación de un mercado de capitales conviene que el órgano encargado de captar los fondos y de proveerlos a las empresas de desarrollo económico, sea exclusivamente financiero; bien directamente o a través de organismos especializados intermediarios.

La necesidad de prestigiar los valores emitidos acumulándoles el prestigio adquirido por los valores del Estado requiere que el organismo emisor tenga crédito, no sólo en la

forma en que está integrado y en que se desenvuelve sus operaciones, sino fundamentalmente por la naturaleza de sus funciones.

El organismo financiero deberá tener las siguientes funciones:

- 1.- Suscribir valores de las empresas que favorezcan el desarrollo económico y descontar sus letras y pagarés.
- 2.- Emitir sus propios valores que se considerarán públicos, de distinto rendimiento, denominación y término, para adecuarlos a las diferentes clases de ahorristas.
- 3.- Apoyar los valores privados que quiera proteger, así como los que emita, y operar en el mercado con volumen suficiente como para atraer inversionistas temporales.
- 4.- Hacer cuantas operaciones sean necesarias para incorporar los ahorros a este mercado.
- 5.- En relación con el Estado:
 - a) recibir los aportes que en efectivo les haga.
 - b) Actuar de agente fiscal de las inversiones estatales.
 - c) Ofrecer a nombre del Estado las garantías que puedan ser requeridas por instituciones internacionales.

CONCLUSIONES:

En los casos en que la corriente de ahorros transferidos es reducida, los mercados de acciones así como los intermediarios financieros, tienen también que permanecer limitados en su desarrollo y funcionamiento. Sin embargo, una vez que los ahorros son libremente transferidos esos mercados adquieren especial importancia.

Su contribución consiste en que ellos dotan de li

quidez a ciertas formas especiales de ahorro que de otra manera no podrían ser líquidas y, por lo tanto, vuelvan posible la combinación de ahorros para fines que no podrían lograrse de otro modo.

El gran valor de los ahorros transferidos consiste en que hacen posible esta clase de fusión, de tal manera que los ahorros individualmente reducidos pueden agruparse para financiar las mejores combinaciones posibles de los recursos de la economía.

Al expandir el campo de las posibilidades de inversiones financieras que se vuelven aceptables a los ahorradores y a los intermediarios financieros, los mercados de acciones facilitan la recanalización de los ahorros y de ese modo aumentan la utilidad de las instituciones de finanzas.

3.3 - LA CANALIZACION DEL AHORRO EN EL MERCADO BURSATIL.

Ha sido una novedad el hecho del rapidísimo y espectacular crecimiento que recientemente han tenido, no sólo los fondos comunes y sociedades de capital variable, sino también -aunque en menor escala- las clásicas sociedades de inversor, y el que unos y otras hayan venido introduciéndose en países donde hasta hace poco eran prácticamente desconocidos.

Ese incremento tan notable, tiene fundamentalmente por causa o motivo el del nacimiento de una nueva mentalidad del ahorro acorde con la necesidad del mercado de buscar la financiación de las empresas en sectores cada vez más amplios, sin excluir los de medios financieros limitados.

En efecto, la empresa ante la precisión de amplias inversiones monetarias derivadas del proceso moderno de

mecanización, los busca, aún a costa de aumentar la elasticidad de su sistema de financiación, alterando la proporción entre el capital propio y el de crédito, con predominio del primero.

Pero el suministro de este capital propio vinculado en forma permanente con la empresa, excede normalmente de la función bancaria. Y por otra parte, como consecuencia de la acción política tendiente a una más equitativa distribución de la riqueza, únicamente puede ser facilitado en parte siempre proporcionalmente más reducida por aquellas clases, tradicionalmente dispuestas a asumir el riesgo empresarial. Como consecuencia lógica, el mercado financiero debe dirigirse a masas más extensas pero con menor capacidad individual, facilitándoles el acceso a la inversión mediante aquellas fórmulas y sistemas que reduzcan al mínimo los riesgos y peligros de una inversión directa.

Gran parte del ahorro internacional ha cambiado de parecer y se ha incorporado decididamente al desarrollo económico financiero de los distintos países y junto con el ahorro privado han buscado también inversiones menos dinerarias en un intento por lograr mayor seguridad, eficacia y mantenimiento de valores reales.

Las fórmulas adoptadas son muchas y han ido variando en el transcurso del tiempo, pero todas ellas ofrecen como características comunes:

- a) Objeto exclusivo: La compra, tenencia y venta de títulos para buscar un rédito o beneficio, sin pretender el control de las Cías. en que se invierte.
- b) División y limitación del riesgo: Señalando porcentajes de inversión, no sólo en cada Cía., sino también en cada sector industrial, comercial, geográfico o técnico, así como la proporción entre las diferentes clases de títulos.

c) Eliminación de operaciones especulativas: La inversión colectiva busca seguridad, por tanto, se prohíben las operaciones a plazo, la pignoración de acciones y la adquisición de títulos con poco mercado o pertenecientes a empresas de reciente constitución.

En síntesis, en los párrafos anteriores hemos visto como por consecuencia del crecimiento de la empresa moderna se ha necesitado para financiar ese desarrollo recurrir al dinero de otros grupos diferentes a los tradicionales.

También mencionamos que esos grupos "no tradicionales" hacían llegar sus ahorros a las empresas por medio de la compra de títulos y que dicha compra se ajustaría a las características mencionadas en los últimos párrafos.

De todo lo anterior surge la vital importancia que tienen las bolsas en el sistema capitalista como recolectoras del ahorro de las clases más numerosas para ponerlo al servicio de las empresas, mediante la compra por parte de aquéllos de las acciones que éstas limitan, las que además de darles una parte proporcional de la propiedad de la Compañía, brindan al país la posibilidad de hacer productivos estos ahorros que de otra manera permanecerían estériles.

3.4 - MEDIDAS QUE SE HAN ADOPTADO PARA DESARROLLAR MERCADOS DE VALORES EN AMERICA LATINA.

Merece destacarse la experiencia mexicana con los "Certificados de Participación" y con los "Bonos del Ahorro Nacional" (estos son valores de renta fija emitidos por entidades autónomas, cuyas obligaciones son preferidas por el público aún respecto de las del gobierno). Gracias a ellos han satisfecho los

inversionistas sus demandas de liquidez, alto rendimiento, y seguridad, si bien no pudo eliminarse el temor a las pérdidas a través de la reducción del poder adquisitivo de la moneda.

En Cuba se habían tomado medidas para obligar a los bancos a invertir una parte de sus recursos en obligaciones gubernamentales y de institutos crediticios semi-oficiales, permitiéndoles a estos prestatarios que lleven adelante sus programas de desarrollo.

En Honduras, se alentó la inversión privada de valores gubernamentales asegurando su liquidez, aumentando sus intereses y eximiendo a los poseedores particulares del pago de impuestos.

En México se establecieron sociedades de inversiones que ofrecen al público simultáneamente la oportunidad de aprovecharse del crecimiento industrial del país y de protegerse contra la inflación.

En la Argentina, se concedieron en el año 1953 ciertas exenciones de impuestos a los tenedores de valores y también se comenzó a favorecer los ahorros en "cuentas especiales con participación en valores mobiliarios". Estas cuentas estuvieron en principio a cargo del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias y en el año 1955 pasaron a cargo del Banco Industrial de la República Argentina. En resumen las medidas concebidas para promover los mercados de capitales en América Latina han sido encaminadas a incrementar la liquidez de ciertos tipos de inversiones.

Otras de las medidas han sido: a) Reglamentación gubernamental de las transacciones de valores; b) Privilegio de exención de impuestos para ciertos tipos de valores; c) La creación de fondos comunes que ofrecen a los pequeños y grandes inversores la oportunidad de invertir en una cartera bien manejada y diversificada.

Consecuencias de las medidas tendientes a desarrollar un mercado de valores:

Las principales consecuencias son las siguientes:

-Monetización de los ahorros (creación de facilidades para hacer efectivos los valores), esto aumenta las posibilidades de especulación y de posibles corridas sobre el Banco Central cuando hay dificultades en la balanza de pagos. Este riesgo disminuye en gran medida cuando los valores están distribuidos entre un gran número de pequeños ahorristas.

Asimismo, esto puede acostumbrar mal a los ahorradores y posiblemente impedirá el desarrollo, en el futuro de un mercado de capitales genuino.

-Los fondos invertidos en valores, generalmente provienen de depósitos bancarios, de esta manera su transferencia a estos papeles no representa ahorro, sino simplemente se les asigna una actividad inflacionista a dichos fondos.

3.5 - NORMAS QUE RIGEN LOS DEPOSITOS EN CUENTAS ESPECIALES PARA PARTICIPACION EN VALORES MOBILIARIOS EN EL BANCO INDUSTRIAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.

La Nación responde por todas las operaciones que realice el Banco Industrial de la República Argentina (Art. 4° de la carta orgánica). El Banco Industrial de la República Argentina se hace cargo de los quebrantos que pudiera originar el sistema de "Cuentas especiales para participación en Valores Mobiliarios" (Resol. del Banco Central de la República Argentina del 23.4.1954 - Art. 25° y Decreto del P.E.N. N° 6.674/57 - Art. 2°).

Apertura de Cuentas.

- 1.- En la oportunidad en que se proceda a la apertura de una cuenta los depositantes prestarán por escrito conformidad con las condiciones principales a que se sujetan esos depósitos, facultando, además en forma expresa, al Banco para invertir en valores mobiliarios los fondos depositados.

Recepción de depósitos.

- 2.- Los depósitos sólo podrán ser constituidos en pesos moneda nacional.
- 3.- El monto de los depósitos incluido el inicial, no podrá ser inferior a m\$n. 500.-
- 4.- Al constituirse el primer depósito el Banco entregará al interesado una libreta INTRANSFERIBLE en la que constarán las condiciones a que están sujetas las Cuentas Especiales para Participación en Valores Mobiliarios; la libreta deberá ser presentada por el titular cada vez que efectúe una operación a los efectos de las anotaciones correspondientes, las que serán autorizadas con las firmas o características especiales de la oficina. Las anotaciones en la libreta indican las operaciones realizadas hasta el momento de la presentación de aquélla, y el saldo de la cuenta será el que resulte de los libros o registros del Banco.
- 5.- En caso de extravío de la libreta el interesado deberá comunicarlo inmediatamente al Banco, y éste, previos requisitos que considere necesarios podrá entregar una nueva, quedando anulada la primera.
- 6.- No se aceptarán los depósitos que se hagan sin presentación de la libreta.

Inversión en valores mobiliarios de los depósitos.

- 7.- Con los fondos provenientes de los depósitos el Banco ad -

quirirá en Bolsa o transferirá de su cartera propia, según convenga, la cantidad y clase de valores que fuera necesario para que dichos fondos resulten invertidos. En todos los casos las inversiones deberán efectuarse en valores que se coticen en Bolsa.

- 8.- La selección de los papeles a adquirir correrá por cuenta del Banco el que en cualquier momento podrá realizar los reemplazos que las circunstancias aconsejen.

Intereses.

- 9.- Los depósitos, hasta el límite máximo de \$ 1.000.000.-por persona a cuya orden se encuentre la cuenta gozarán de un interés básico garantizado del 8% anual y adicional que se establecerá de acuerdo con las rentas obtenidas por las inversiones. La suma mínima para gozar de los mismos será de m\$n. 500.-
- 10.- La liquidación y capitalización de intereses se hará en todos los casos a fin de cada año, en función del tiempo durante el cual los fondos se mantengan depositados.
- 11.- Para gozar del interés adicional las cuentas no deberán ser canceladas antes de los seis meses.
- 12.- Al retiro total de las sumas depositadas el interés básico se liquidará el día del retiro, y a fin de año el adicional que pudiera corresponder, el cual de no ser retirado por el depositante no devengará interés alguno.

Extracción de fondos.

- 13.- Los depositantes podrán efectuar hasta 5 retiros mensuales de fondos. El Banco no admitirá depósitos de ahorro con la obligación de restituirlos sin previo aviso de 30 días, pero podrá devolverlos en cualquier momento y cantidad sin requerir preaviso.

- 14.- El retiro de los fondos sólo podrá ser hecho en forma personal por aquellos a cuya orden se halle el depósito, sus representantes legales, herederos o cesionarios. Quedan prohibido el uso de cheques, vales, órdenes de pago, salvo la cesión civil de créditos. El Banco atenderá extracciones solicitadas por nota para los clientes del interior del país, así como para aquellos que transitoriamente las soliciten, pero solamente mediante giros o remesas a la orden de los titulares de la cuenta. Para los clientes radicados definitivamente o accidentalmente en el exterior se seguirá igual temperamento. Para los clientes que soliciten transferencias a favor de Bancos de plaza se le extenderá cheques a su orden.
- 15.- El Banco dará curso a las instrucciones que por escrito reciba de los depositantes, y que importen una extracción de fondos para la compra de títulos, giros y valores en general a favor del mismo depositante.
- 16.- Las cuentas especiales, en virtud de las facultades conferidas por los arts. Nros. 2185 inc. 4) del Código Civil y 579 del Código de Comercio, están sujetas a las siguientes condiciones, a las que quedan sometidas sin derecho a reclamo alguno de los interesados.

Cuenta a orden recíproca.

El Banco entregará el depósito total o parcialmente a cualquiera de los depositantes, siempre que no medie orden judicial en contrario; aún en los casos de fallecimiento o incapacidad sobreviniente del otro depositante.

Cuentas a orden colectiva o conjunta.

El Banco entregará el depósito sólo mediante comprobante firmado por todos los depositantes, y en caso de fallecimiento o incapacidad de algunos de ellos se requerirá orden judicial para disponer del depósito.

Cuentas a nombre de una persona y a la orden de otra.

- a) El Banco entregará en todos los casos el depósito a la persona a cuya orden está la cuenta, sin atender a ningún reclamo del titular de la misma y aunque ocurra el fallecimiento o incapacidad de este último.
- b) Sobreviniendo el fallecimiento o incapacidad del girador, es decir, de la persona a cuya orden está la cuenta, sus causahabientes, sólo podrán disponer el depósito por orden judicial.

Disposiciones generales.

- 17.- Los impuestos actuales y futuros que graven esta clase de depósitos serán por cuenta del depositante.
- 18.- Queda obligado el depositante a avisar inmediatamente al Banco sus cambios de domicilio.
- 19.- El Banco se reserva el derecho de modificar estas disposiciones sin previo aviso directo al depositante.

CUADRO DE EVOLUCION DE LOS DEPOSITOS DE AHORRO PARA PARTICIPACION EN LA RENTA DE VALORES MOBILIARIOS

Año	Depósitos	Incremento del año	Nº de Cuentas
1961	70	-	-
1962	862	792	-
1963	1.568	706	137.080
1964	2.238	670	161.966

3.6 - LA CAJA NACIONAL DE AHORRO POSTAL.

La Caja Nacional de Ahorro Postal realizará el servicio de cuenta de ahorro con participación de los depositantes en los beneficios obtenidos de la inversión en valores mobiliarios.

Apertura de cuentas.

- 1º) Las cuentas comprendidas en este servicio podrán abrirse:
 - a) A nombre y orden de una persona.
 - b) A nombre de una persona menor de edad con representante instituído o legal.
 - c) A nombre y orden recíproca de dos o más personas.
 - d) A nombre y orden conjunta y solidaria de dos o más personas.
 - e) A nombre de asociaciones mutualistas, filantrópicas, culturales y de otros fines sociales y cooperativas.
- 2º) Ninguna persona o asociación podrá ser titular de más de una cuenta de ahorro para participación en valores mobiliarios del mismo tipo. Pero los titulares de cuenta de ahorro postal o local, podrán serlo a su vez de cuenta de ahorro para participación en valores mobiliarios.

DEPOSITOS INICIALES Y LIBRETA DE AHORRO.

- 1º) Los depósitos iniciales deberán ser efectuados en dinero en efectivo y por sumas no inferiores a un mil pesos moneda nacional.
- 2º) Al constituirse el primer depósito la Caja entregará al titular de la cuenta una libreta de ahorro intransferible, que deberá ser presentada cada vez que se efectúe una operación y en cualquier oportunidad que así lo requiera la Caja.

- 3º) En dicha libreta se registrarán todas las operaciones realizadas y los intereses devengados de cada ejercicio.
- 4º) Los asientos registrados en la misma, así como también el saldo que presente, deberán coincidir con los que registre en la Caja la cuenta del titular, conforme con la documentación y constancias de las operaciones.
- 5º) Con esta libreta solamente se podrá operar en la dependencia en que haya sido abierta la cuenta.

DEPOSITOS ULTERIORES.

- 1º) Los depósitos ulteriores podrán efectuarse en efectivo o mediante cheques y/o giros.
- 2º) Los cheques deben ser al portador, o a la orden de la Caja Nacional de Ahorro Postal, o del titular o co-titular de la cuenta y estar girados sobre la misma plaza y sobre cuentas extendidas por instituciones bancarias que entren en "Clearing".
- 3º) Los giros deben estar librados a nombre del titular o co-titular y sobre la misma plaza.
- 4º) La aceptación de documentos girados sobre otras plazas o de órdenes de pago extendidas por entidades no bancarias quedará supeditada a la aprobación de la Caja y, en caso de producirse, dará lugar al cobro de la tasa respectiva.

Los depósitos ulteriores no podrán ser inferiores a quinientos mil pesos moneda nacional.

INTERESES.

- 1º) Los depósitos gozarán desde su imposición de un interés básico igual al que devengan las cuentas de ahorro común y, además, de un adicional que se fijará sobre la base de las utilidades obtenidas por las inversiones efectuadas por la

Caja y de acuerdo con el monto y tiempo de permanencia de los depósitos. Dicho interés adicional no podrá ser inferior al 3% anual.

- 2º) Los depósitos gozarán de interés básico y adicional hasta el límite de \$ 1.000.000.- m/n. por cada titular. En el caso de cuentas abiertas a nombre de asociaciones, dicho límite será de \$ 5.000.000 m/n.

A pedido de los interesados la Caja podrá autorizar el beneficio de interés adicional hasta límites superiores a los preindicados.

- 3º) El interés adicional será reconocido a las cuentas que reúnan las siguientes condiciones:

- 1) Que su saldo no sea inferior a m\$n. 1.000.- durante todo el período en que se compute y liquide el beneficio adicional.
- 2) Que no se registren más de ocho extracciones de fondos durante el mismo período a que se refiere el apartado anterior. No se computará en el cálculo de tales extracciones la operación de retiro de los intereses acreditados en la cuenta. Las extracciones podrán realizarse en cualquier momento y por la suma que desee el titular de la cuenta.

La transgresión de las condiciones indicadas producirá automáticamente la pérdida del derecho a la tasa adicional, pero no a la de interés básico.

- 4º) El reintegro total de las sumas depositadas antes de la expiración del período en que se computen los intereses implicará la pérdida del derecho a la percepción del beneficio adicional, liquidándose solamente el interés básico devengado hasta el día de la cancelación de la cuenta.

CAPITALIZACION DE LOS INTERESES.

La liquidación y capitalización de los intereses se efectuarán anualmente en la época que establezca la Caja y los importes resultantes serán acreditados en las respectivas cuentas, pudiendo los interesados solicitar su retiro.

INVERSION DE LOS DEPOSITOS.

- 1º) Los depósitos que se reciban para estas cuentas serán invertidos en valores mobiliarios de sociedades o empresas privadas que ofrezcan por sus actividades adecuadas condiciones de garantía, seguridad y rentabilidad, y en valores emitidos para el fomento y desarrollo de la industria, comercio, minería, agricultura, ganadería, de las empresas de comunicaciones, de producción, de energía y de otros servicios de utilidad social o de beneficio general.
- 2º) La selección de los valores que integrarán la cartera corre por cuenta de la Caja Nacional de Ahorro Postal, que efectuará las inversiones en la forma y la oportunidad que resulten convenientes para la desenvolvimiento de las operaciones propias de su gestión económico-financiera.

VARIOS.

- 1º) En todos los aspectos no previstos en las normas del servicio serán de aplicación las mismas disposiciones que legal y reglamentariamente se hallan vigentes para las cuentas de ahorro común.
- 2º) La Caja se reserva el derecho de aceptar o denegar los pedidos de cuentas que se interpongan, así como también de modificar las presentes normas del servicio sin previo aviso.

CUADRO DE EVOLUCION DE LOS DEPOSITOS DE AHORRO PARA PARTICIPACION EN LA RENTA DE VALORES MOBILIARIOS

- en miles de m\$. -

Año	Depósitos	Reembolsos	Neto	Intereses capitalizados	Incremento del año	Saldo de los depósitos al 31.12. de cada año con interés capital.
1961	70.214.8	2.483.2	67.731.6	92.4	67.824.0	67.824.0
1962	862.483.1	227.568.3	534.914.8	49.525.0	684.439.8	752.263.8
1963	1.868.666.5	625.238.4	1.243.428.1	202.349.6	1.445.777.7	2.198.041.5

-En los seis primeros meses del año 1965 la Caja Nacional de Ahorro Postal había recibido \$ 2.357 millones para su servicio de ahorro con participación en valores mobiliarios. En igual período de 1964, lo depositado fue de \$ 2.149 millones. Las cuentas en vigor alcanzaron a las 83.768 contra 53.148 del año anterior. Los saldos actuales son por \$ 9.011 millones. En 1964 eran de \$ 4.347 millones.

3.7 - LOS FONDOS COMUNES DE INVERSION.

Ley 15.885:

Art. 1: La soc. gerente y la soc. depositaria deberán ser SA.. la soc. gerente tendrá como objeto exclusivo la promoción y administración de fondos comunes de inversión.

Para que una S.A. pueda actuar como depositario, sino es una institución bancaria, deberá estar expresamente autorizada para ello por sus estatutos.

Art. 2: Para la determinación del capital de la soc. gerente y de la depositaria a los fines de los Arts. 4º, 6º y 7º de la ley se deducirá del capital accionario integrado el saldo final de pérdidas que denuncie el último balance de la sociedad que no se halle cubierto con reservas de utilidades líquidas y realizadas, como asimismo el importe de todo rubro de activo inmaterial o de dudosa posibilidad de realización. El capital mí-

nimo prescripto por la ley deberá preverse y conservarse permanentemente.

El capital de la sociedad-gerente que no se emplea re en el establecimiento de las oficinas de la empresa y atención de los negocios sociales, deberá estar depositado en Bancos de plaza o bien invertirse, a opción de la sociedad de la siguiente manera: inmuebles, títulos públicos emitidos o garantizados por la Nación o las Provincias, préstamos con garantía hipotecaria en primer grado prendaria, cuyo importe no podrá exceder, en cada caso, del cincuenta por ciento del valor del bien que se afecte en garantía, o certificados de copropiedad del fondo o fondos comunes que administre. Toda vez que medien razones justificadas, la Inspección General de Justicia, podrá autorizar otras inversiones que las aquí previstas.

Art. 4º: La Sociedad-Gerente, solo podrá iniciar sus operaciones, luego de estar autorizada al efecto por la Inspección General de Justicia.

Art. 5º: El reglamento de gestión deberá redactarse claramente y en idioma nacional. Su contenido ha de coincidir con los fines y espíritu de la ley y, sin perjuicio de adaptarse a lo dispuesto por el Art. 12 de ella, deberá incluir disposiciones sobre:

- a) Límites que se establecieron a las facultades de administración del patrimonio del fondo.
- b) Procedimiento a seguir para solucionar las divergencias entre ambos órganos activos del fondo.
- c) En caso de que el reglamento prevea consultas a los copropietarios, régimen de celebración de éstas.
- d) Continuidad de la vida del fondo, previéndose la sustitución del órgano que se encontrare inhabilitado para actuar.

Art. 7º: Corresponde a la Sociedad-Gerente la determinación del valor de la cuota parte en la forma y a los fines estableci

dos en el Art. 18 de la ley.

Art. 8º: La Sociedad-Gerente no puede disponer, gravar o comprometer el haber del fondo de inversión en operaciones distintas a las autorizadas legalmente.

Los valores que adquiriera deberán estar totalmente integrados. En caso de suscripciones el pago deberá ser total, de contado y en efectivo. Si la suscripción se hiciera en ejercicio de un derecho de preferencia el pago podrá ajustarse a las condiciones de emisión.

Art. 10º: El comprobante que otorgue el depositario a la sociedad-gerente, será documento suficiente para acreditar la tenencia de acciones que integran el fondo común y la condición de representante de los copropietarios que la sociedad-gerente invierte. Con la presentación de ese comprobante la sociedad-gerente podrá ejercer los derechos inherentes a la calidad de accionistas, inclusive la asistencia a las Asambleas y votación en éstas, cualesquiera que fueran las disposiciones estatutarias de las sociedades emisoras. Si en una Asamblea General de Accionistas, efectuado el cómputo de votos con ajuste a las prescripciones del Art. 350 del Código de Comercio, los que corresponden a acciones que integran el o los fondos administrados por una sociedad-gerente excedieran del 5% del total de votos correspondientes al conjunto de todas las acciones de la sociedad-emisora, se reducirá el derecho de voto a la sociedad-gerente al referido 5%.

La Sociedad-Gerente no podrá integrar el directorio, ni la sindicatura, ni desempeñar la gerencia ni ningún otro cargo remunerado en otra sociedad cuyas acciones integren el fondo común.

Art. 12º: Toda compra o venta de valores mobiliarios deberá quedar documentada y asentada en los libros rubricados de la sociedad-gerente.

Art.14º: Los cargos al fondo común de inversión o a los suscriptores podrán ser:

- a) Por los gastos ordinarios de gestión y comisiones.
- b) Por gastos de adquisición.

Art.17º: A los efectos del balance, los valores mobiliarios que integran la cartera del fondo se estimarán por su valor de cotización bursátil al cierre del día, y si no lo hubiere, por el de la última cotización. En caso de valores con cotización no frecuentes, la sociedad-gerente fijará el valor real del título con acuerdo del depositario y conforme con procedimientos generalmente aceptados; pero la Inspección General de Justicia podrá desaprobafundadamente el criterio de valuación adoptado.

Art.18º: En las épocas o fechas establecidas en el reglamento de gestión se hará inventario del Fondo Común de Inversión a fin de establecer su estado patrimonial, la cuenta de resultados, y la parte que en la distribución de utilidades correspondía a cada propietario.

Art. 21º: Los certificados de copropiedad no podrán ser emitidos sin previa aprobación de la Inspección General de Justicia.

Art.22º: Toda modificación o alteración de los certificados requiere la aprobación de la Inspección General de Justicia.

Art.23º: La Sociedad-Gerente llevará un libro en el que asentará la colocación de certificados y cuando fueren nominativos, su transferencia, gravámenes y demás derechos que se constituyan a favor de terceros...

Art.24º: ...Las cuotas partes y los certificados que los representen, otorgan a sus tenedores legítimos o idénticos derechos.

Queda prohibido a la sociedad-gerente, emitir certificados preferidos o diferidos cualesquiera que sean las consecuencias jurídicas que de ellos emanen.

Art. 25º: Todo pedido de aprobación de reforma del reglamento de gestión deberá ser suscripto por las sociedades gerentes y depositarias y presentarse a la Inspección General de Justicia.

Art. 27º: Toda vez que por expiración del término fijado en el reglamento de gestión, cancelación de la autorización para operar u otras circunstancias, deba procederse a la liquidación del fondo, ésta se efectuará de acuerdo con las normas fijadas en el reglamento de gestión.

Si el reglamento de gestión no precisara fecha o época para la liquidación del fondo, ésta podrá ser resuelta en cualquier momento por ambos órganos del mismo de común acuerdo, siempre que hubiere razones atendibles para ello y la medida contemplare adecuadamente los intereses de los copropietarios. La liquidación no podrá ser practicada hasta tanto dicha decisión no fuere aprobada por la Inspección General de Justicia.

Art. 31º: La fijación del valor de la cartera y cálculo diario del valor de la cuota parte se efectuarán de acuerdo con las bases uniformes que establezca la Inspección General de Justicia.

Art. 32º: En ejercicio de las funciones de fiscalización a que se refiere el Art. 31 de la Ley, la Inspección General de Justicia tiene la facultad de efectuar investigaciones en las sociedades-gerentes y depositarias, sin perjuicio de las demás atribuciones acordadas por el decreto reglamentario 7112/52.-

Art. 36º: Todo fondo común de inversión que se organicelle vará la denominación genérica "Fondo Común de Inversión" y una designación particular cualquiera que complete aquella y que la distinga fácilmente de la que utilice cualquier otro fondo común existente.

CAPITULO IV

LEGISLACION COMPARADA

4.1 - INTRODUCCION:

El capítulo siguiente está dedicado a realizar un somero estudio de la Legislación Nacional en materia de Bolsas y Mercados de Valores como así también de las disposiciones vigentes necesarias para cotizar acciones en las Bolsas Argentinas.

Asimismo se ha hecho un breve resumen de las disposiciones que rigen en el mercado de New York, profundizando un poco más en los detalles de las condiciones que deben reunir las compañías para solicitar su cotización en la Bolsa.

También se han reseñado las disposiciones de la Bolsa Inglesa, Belgas e Italianas, con el objeto de poder realizar una comparación sintética entre los regímenes de las diferentes Bolsas, sobre las cuales el Estado en forma directa ejerce una Superintendencia y dicta las normas necesarias para su funcionamiento. Y por el otro lado, el régimen de la Bolsa Inglesa que no tiene ninguna norma legal específica, sino que se rige por el simple derecho de asociación. Debe destacarse que nuestro régimen es semejante en muchos de sus aspectos al régimen americano, pero adolece de la falta de una publicidad amplia y profunda de la situación de la empresa, de una falta de garantía por parte de los directivos de la Sociedad, y por una deficiente revisión e inspección por las autoridades oficiales de la situación real de la empresa. El régimen de distribución de acciones y de publicidad previo a la cotización no

está contemplado dentro del régimen nacional, habiéndose modificado en los últimos años el régimen vigente para acercarse un poco al concepto americano, pero ello no ha sido posible. En el capítulo final de este trabajo destacamos los puntos que consideramos convenientes para ampliar y modificar la legislación nacional.

4.2 - DEFINICIONES LEGALES.

La Bolsa de Comercio:

Concepto:

Las bolsas o mercados constituyen de acuerdo con el Art. 75° de nuestro Código de Comercio "reunión periódica de los comerciantes y agentes de comercio para facilitar y realizar operaciones mercantiles, darles seguridad y legalidad", ríjese su estructura legal por el Art. IV del Decreto 12.793/49, el cual determina como forma constitutiva la Sociedad Anónima con acciones nominativas.

Objeto:

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires es un organismo privado fundado en 1854 y compuesto por socios con capacidad legal para ejercer el comercio que tiene por objeto:

- a) Facilitar a sus socios la realización de toda clase de negocios lícitos y operaciones mercantiles.
- b) Auspiciar la realización de transacciones en títulos, fondos públicos y en acciones u obligaciones de S.A. declaradas cotizables por la Comisión de Valores, como así también en moneda metálica, metales preciosos, giros telegráficos, h

tras de cambio y papeles de créditos comerciales admitidos a la contratación.

- c) Efectuar el registro y publicación de las operaciones que de terminan los precios oficiales.
- d) Ejercer la representación del comercio y producción en general ante las autoridades del país y empresas particulares, presentando las peticiones que exijan sus intereses.
- e) Promover, de acuerdo con su estatuto, la forma de Cámaras Gre miales y Mercados.

El Mercado de Valores:

Concepto General:

Se denomina mercado de valores al lugar donde se realizan las transacciones diarias de todos los valores negociados en sus ruedas.

Funciones del Mercado de Valores:

Sintetizando podría decirse que las importantes funciones que cumple un mercado eficaz son las siguientes:

- 1) Facilita las negociaciones. Para ello debe ser activo con frecuentes operaciones para cada papel y con rápido enlace en tre la oferta y la demanda, de manera tal que las variaciones en el precio sean mínimas.
- 2) Normaliza las cotizaciones.
- 3) Promueve las industrias del país.
- 4) Brinda una inversión sana al pequeño ahorrista.

4.3 - COMISION DE VALORES Y DISPOSICIONES LEGALES.

Decreto-Ley N° 15.353/46.

Art. 1°: A partir de la fecha las Bolsas o Mercados de Valores del país no podrán autorizar la cotización de nuevas partidas de valores públicos o privados, sin la aprobación previa de la Comisión de Valores, lo que ejercerá esas funciones de acuerdo con lo que se dispone en el presente Decreto-Ley.

Art. 2°: La Comisión estará integrada por representantes ad honoren; uno del Banco Central, quien actuará como Presidente, uno del Banco Nación, uno de los Bancos Oficiales y Mixtos de Provincias, uno del Banco de Crédito Industrial de la República Argentina; uno de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y uno de los Bancos Particulares y Empresas Financieras.

Art. 3°: El quórum se formará con 4 miembros de la Comisión de Valores y las decisiones se tomarán por simple mayoría.

Art. 4°: La Comisión de Valores tendrá su sede en el Banco Central.

Art. 5°: Los miembros de la Comisión de Valores durarán dos años en sus funciones y podrán ser reelegidos indefinidamente.

Art. 6°: Serán funciones de la Comisión de Valores:

- a) Informar periódicamente al Banco Central sobre la probable capacidad de absorción del mercado financiero con respecto a valores públicos.
- b) Coordinar la concurrencia al mercado financiero de las entidades públicas que emiten valores.
- c) Resolver sobre las solicitudes de cotización de valores emitidos por entidades privadas o mixtas para ser colocados pública o privadamente.
- d) Resolver sobre los informes que con respecto a su situación económico-financiera y perspectivas, deberán dar a publicidad los emisores de papeles públicos y privados,

ya sea periódicamente o en ocasión de colocar nuevas par-
tidas de valores.

- e) Adoptar todas las medidas y dictar las normas que consi-
dere necesarias para asegurar el cumplimiento de las dis-
posiciones de este Decreto-Ley, debiendo someter las que
revistan carácter general o normativo a la aprobación del
Banco Central.

Art. 7º: Desde la fecha de este Decreto-Ley es necesaria la
conformidad de la Comisión de Valores para poder efectuar ofre-
cimientos públicos de valores, cualquiera sea su clase o enti-
dad emisora, y que ellos se coticen en una Bolsa del país.

Art. 10º: Desde la fecha del presente Decreto-Ley, el Banco
Central de la República Argentina tendrá Superintendencia so-
bre todas las Bolsas o Mercados de Valores del país.

Art. 11º: Para ser autorizados a funcionar las nuevas Bolsas
o Mercados de Valores que quieran establecerse en el país, debe-
rán someter a la aprobación del Banco Central, el proyecto de
sus estatutos y reglamentos, el cual en dicha oportunidad indi-
cará las reformas que corresponda introducir en los proyectos
de estatutos y reglamentos.

Art. 12º: A pedido del Banco Central el Poder Ejecutivo reti-
rará la autorización para funcionar como Mercado de Valores a
cualquier entidad que cumpla las disposiciones del presente De-
creto-Ley.

Art. 13º: Créase el registro de Comisionistas de Bolsa que es-
tará a cargo del Banco Central.

Art. 15º: El Banco Central, podrá examinar los libros y pape-
les de Comercio de los Comisionistas.

Decreto N° 15.625/47:

.....

Art. 4º: El Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias tiene

por objeto: La realización de toda clase de operaciones en valores mobiliarios, actuando en su propio nombre, en el país o en el extranjero, directa o indirectamente, por cuenta propia o de terceros o en conjunto con terceros, o como intermediarios aceptando y ejerciendo mandatos o sustituyéndolos.

Con ese objeto podrá:

.....

j) Organizar cámaras compensadoras para la liquidación de las operaciones mobiliarias.

Decreto N° 12.793/49: Reglamentación para las Bolsas o Mercados de Valores y Comisionistas de Bolsas.

Art. 2°: Las Bolsas o Mercados de Valores sólo permitirán la cotización y negociación de las partidas de valores mobiliarios autorizados por la Comisión de Valores o los que se deban realizar por orden judicial.

Art. 4°: Las Bolsas o Mercados de Valores se constituirán bajo la forma de S.A. con acciones nominativas y sobre su capital accionario podrán pagar un dividendo máximo del 6% anual.

Art. 6°: Las entidades solicitantes someterán a consideración del Banco Central, sus proyectos de estatutos y reglamentos y aranceles que se propongan establecer.

Art. 7°: En el recinto de las Bolsas o Mercado de Valores podrán operar solamente los comisionistas inscriptos en el registro establecido en el Art. 13 del Decreto 15.353/46 o sus mandatarios.

De los Comisionistas de Bolsa:

Art. 9°: Ninguna persona podrá utilizar la denominación de Comisionista de Bolsa ni actuar como tal, sin estar inscripta en el registro previsto en el art. 13 del Decreto-Ley 13.353/46.

Art.10º: Sin perjuicio de los requisitos que contenga el reglamento interno de cada institución, el solicitante deberá acreditar ante el Banco Central, los siguientes requisitos:

- a) Tener capacidad legal para contratar.
- b) Ser ciudadano argentino.
- c) Ser accionista de la Bolsa o Mercado de Valores en que solicita actuar.
- d) Ser presentado por dos comisionistas de Bolsa o entidades bancarias.
- e) Tener idoneidad en el cargo.
- f) Poseer solvencia moral y material.
- g) Haber constituido una garantía a la orden de la Bolsa o Mercado de Valores donde actuará, cuya naturaleza y monto serán determinados en los estatutos y reglamentos de cada entidad.

Art.12º: No podrán ser inscriptos como comisionistas ni actuar como mandatarios de ellos:

- a) Los directores, médicos o gerentes y demás personal de las Sociedades Anónimas, que coticen sus acciones.
- b) Los funcionarios y empleados rentados de la Administración Pública.

Art.14º: Las sociedades de comisionistas de bolsa, sólo podrán actuar como tales siempre que la totalidad de sus miembros haya cumplido con el requisito de la inscripción. Los socios actuarán en nombre de la sociedad y no podrán operar en valores mobiliarios, entre ellos, ni en nombre propio.

Art.15º: Cada comisionista, podrá conferir mandato para operar en Bolsa a no más de una persona, la cual deberá reunir los requisitos previstos en el Art. 10 incs. a), b) y e).

Las sociedades de comisionistas, podrán otorgar tantos mandatos como socios la integren.

Art.16°: Enumera las normas a que se ajustan las funciones de los comisionistas, sin perjuicio de aquellas que prevé el reglamento interno de cada institución.

Art.17°: Enumera las operaciones que les está prohibido realizar a los comisionistas.

Art.19°: Cuando un comisionista -no mediando caso de fuerza mayor- deje de actuar en el Mercado por un período superior a un año o incurra en notoria inasistencia a las ruedas durante dos ejercicios consecutivos; la Bolsa o Mercado de Valores pedirá al Banco Central que proceda a eliminarlo del registro de comisionistas. Dentro de los seis meses siguientes deberá vender o transferir su acción.

De las operaciones.

Art.20°: En las ruedas de las Bolsas o Mercados de Valores, sólo podrán realizarse operaciones "al contado", "a plazo firme" y de "pase".

De las garantías.

Art.23°: El margen de garantía de las operaciones a plazo, se determinará de acuerdo con las siguientes normas:

- a) El Banco Central mensualmente determinará y hará conocer el precio promedio de cada papel en los últimos 36 meses.
- b) Si la cotización del papel oscilara en una proporción de hasta el 15% en más o menos de dicho precio promedio, la garantía será del 30%.
- c) Si las oscilaciones fuesen superiores al 15%, respecto a dicho promedio, la garantía aumentará con arreglo a la siguiente escala:

<u>Oscilaciones en más</u>	<u>Garantía</u>
Hasta 50%	40%
Hasta 120%	50%
Hasta 200%	60%
Superiores a 200%	80%

Art.24°: Las garantías se constituirán en dinero o papeles públicos con cotización y quedarán depositadas en custodia en las Bolsas o Mercados de Valores. El vendedor podrá optar por entregar la totalidad de los valores objeto de la transacción.

Art.25°: Las Bolsas o Mercado de Valores exigirán a los comisionistas, la reposición de las pérdidas determinadas por la fluctuación en la cotización del respectivo papel -con respecto al precio concertado- antes de que dichas pérdidas alcancen a un 10%.

Del Fondo de garantía:

Art.28°: En cada Bolsa o Mercado de Valores se constituirá un Fondo de garantía que tendrá por objeto hacer frente a los compromisos no cumplidos por los comisionistas, provenientes de su intervención en operaciones bursátiles. Dicho fondo se formará con los siguientes recursos:

- a) La diferencia entre el valor nominal de las acciones de la Bolsa o Mercado de Valores y el que se obtenga en el remate previsto en el Art. 7° del presente decreto y con el 50% como mínimo de las utilidades anuales de la Bolsa o Mercado de Valores.
- b) El comisionista será responsable ante la Bolsa o Mercado de Valores por cualquier suma que dicha entidad hubiese tenido que abonar por su cuenta, y sólo podrá volver a actuar como

comisionista una vez que regularice su situación y pruebe, a juicio del Banco Central, que han mediado contingencias fortuitas o imprevisibles.

De las inspecciones.

Art. 29°: Las funciones de inspección, control y examen de las Bolsas o Mercado de Valores, incluso el requerimiento de balances e informes serán del resorte exclusivo del Banco Central de la República Argentina.

De las sanciones.

Art. 31°: Las transgresiones a la presente reglamentación en que incurran los comisionistas y también los Directores o Síndicos de las Bolsas o Mercado de Valores, serán pasibles de las sanciones fijadas por el Art. 16° del Decreto-Ley 13.353/46 (apercibimiento, suspensión y caducidad de la inscripción). La resolución que previo requerimiento de opinión a la Bolsa o Mercado de Valores y oído el interesado dicte sobre el particular el Presidente del Banco Central será fundada y comunicada de inmediato a la Bolsa o Mercado respectivo.

Art. 32°: Sin perjuicio de las facultades propias del Banco Central, las Bolsas o Mercados de Valores ejercerán el control necesario para asegurar el buen ejercicio de sus funciones por parte de los comisionistas, a quienes podrán aplicar medidas disciplinarias en las condiciones que determinen sus disposiciones reglamentarias. En todos los casos deberán dar cuenta el Banco Central de la República Argentina.

Disposiciones Varias.

Art. 35°: El Banco Central de la República Argentina, prescribirá los libros, registros, documentos, etc. que deberán llevar las Bolsas o Mercados de Valores y los comisionistas.

Art. 36°: Las cámaras compensadoras a que se refiere el artículo 4 inc. j) del decreto 15.625 de creación del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias, se organizarán con la participación de las Bolsas o Mercados de Valores.

Decreto N° 25.120/49 (Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina).

Art. 43°: A los fines de su función de cuidar el regular desenvolvimiento del Mercado de Valores mobiliarios, el Banco ejercerá superintendencia sobre las Bolsas y Mercados del país. En consecuencia le corresponde:

- a) Informar al Poder Ejecutivo acerca de los pedidos de autorización para funcionar como Bolsa o Mercado de Valores y de los respectivos proyectos de estatutos, así como sobre las reformas que se desee introducir en los estatutos de las entidades en funcionamiento.
- b) Aconsejar el retiro de las autorizaciones para funcionar como Bolsa o Mercado de Valores a las entidades que infrinjan las disposiciones que regulan su desenvolvimiento.
- c) Considerar las reglamentaciones y demás normas referentes al funcionamiento de las Bolsas o Mercados de Valores.
- d) Otorgar y cancelar las autorizaciones para actuar como Comisionista de Bolsa, y llevar el registro de dichos comisionistas.

Art. 44°: El Banco podrá examinar los libros y documentos de las Bolsas, Mercados y Comisionistas y requerirles todas las informaciones relacionadas con las operaciones que se hubieren realizado o en las que hubiesen intervenido, a cuyo respecto registrarán las condiciones de confidencialidad establecidas en el artículo 20 de la Ley de Bancos. Asimismo se encuentra facultado para instruir sumarios y aplicar sanciones por infracciones a las normas vigentes en la materia.

4.4 - REGLAMENTACION DE LA COMISION DE VALORES - REQUISITOS PARA LA COTIZACION DE ACCIONES EN LAS BOLSAS DEL PAIS.

Valores argentinos de empresas de capital privado.

Art.14º: Las sociedades privadas que soliciten autorización para cotizar sus valores en las Bolsas o Mercados de Valores del país deben reunir las siguientes condiciones:

- 1) Tener sus Estatutos adaptados a las normas establecidas por la Comisión de Valores e inscripto en el Registro Público de Comercio.
- 2) Las empresas que soliciten la cotización en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires deberán poseer un capital suscrito y realizado no inferior a m\$n. 50 millones.

Al presentar el pedido de cotización deberán acompañar un compromiso de los propietarios de las acciones pertinentes, avalado por el Presidente de la Sociedad, por el que se obligan a iniciar operaciones de cotización dentro de los 12 meses de acordada la inscripción en Bolsa con un mínimo de m\$n. 5 millones en acciones. En el mismo momento especificarán la clase y cantidad de acciones que constituyen el monto mínimo mencionado, lo que será considerado en cada caso por la Comisión de Valores. Asimismo, una vez acordada la inscripción en Bolsa las empresas deberán indicar antes de la apertura de la cotización el nombre del comisionista de Bolsa o entidades autorizadas que iniciarán las operaciones mencionadas.

Cuando las empresas soliciten la inscripción solamente para Bolsas o Mercado de Valores del interior del país, el capital suscrito o realizado no podrá ser inferior a m\$n. 20 millones y deberán realizar la apertura de la cotización con m\$n. 3 millones. Si no se diera cumplimiento al compromiso de iniciar la cotización en la forma expuesta, la autorización para cotizar quedará sin efecto.

- 3) Estar administrativamente organizada.
- 4) Emitir los valores en pesos moneda nacional.

Sin perjuicio del análisis de estos requisitos, que deben ser aprobados ante la Comisión, esta apreciará si la sociedad recurrente está bien constituida desde el punto de vista económico-financiero, y si sus negocios o producción tienen mercado y se informará, además, sobre la capacidad técnica y moral de su administración y directorio.

Para mejor resolver, la Comisión podrá requerir in formes del Banco de la Nación Argentina, del Instituto Mixto de Inversiones Mobiliarias y del Banco Industrial de la República Argentina.

TRAMITE A SEGUIR PARA LA COTIZACION DE VALORES EN LAS BOLSAS O MERCADOS DE VALORES DE LA REPUBLICA ARGENTINA.

La entidad solicitante deberá presentar en el Banco Central de la República Argentina una solicitud para cotizar valores, a la cual se acompañarán:

- 1) Un ejemplar de sus estatutos, y en caso de corresponder las modificaciones sufridas.
- 2) Situación patrimonial financiera y económica:
 - 1.- Una antigüedad mínima de 3 años en la actividad que desarrollan al solicitar la cotización.
 - 2.- Haber evolucionado durante un ejercicio completo con un capital mínimo de \$50 millones o de 20 millones, según el mercado en que decidan cotizar sus valores, cualquiera sea la forma en que este se haya integrado.
- 3) El rendimiento de su capital efectivo promedio no deberá ser inferior al 15%-neto de réditos- en los últimos tres ejercicios.

- 4) Poseer bienes de uso que representen como mínimo el 50% de su capital integrado.
- 5) El análisis de cada uno de los cuatro últimos balances trimestrales deberá reflejar índices estables o ajustados a sus características estacionales, que demuestran que la empresa evoluciona con una buena situación patrimonial financiera.

Aquellas sociedades que no reúnan los requisitos del punto 4, deberán tener una antigüedad no menor de 5 años y haber tenido beneficios -netos de réditos- que representen como mínimo el 20% del capital efectivo promedio.

- 6) Ennumeración de los puntos tratados en las asambleas y reuniones de directorio.
- 7) Dos ejemplares de un balance de saldos, certificados por Contador Público, que sean estrictamente comparables con los generales, referido a una fecha que no exceda de 3 meses a la presentación de la solicitud.
- 8) Discriminación por separado y a la fecha del último balance general, de cada uno de los rubros que involucran créditos a favor o en contra de la sociedad.
- 9) Nómina de los Directores y Síndicos (Titulares y Suplentes) con sus respectivos domicilios y detalle de los cargos que desempeñan.
- 10) Coeficientes básicos anuales para castigar bienes de uso.
- 11) Si las inversiones en otras empresas, representan el 20% o el 10% (en las sociedades financieras) del capital suscrito, se acompañará balance general, cuadro de ganancias y pérdidas, cuadro de distribución de utilidades, estatutos en vigor de dichas firmas.
- 12) Un ejemplar del contrato de emisión de debentures, en caso que se solicite la inscripción en Bolsa de esos valores.

- 13) En caso de existir reservas capitalizadas o que se propongan capitalizar, constancia de la repartición pública competente que la autorizó.

En el caso que la sociedad sea continuadora de los negocios de otras firmas, o haya adquirido una parte sustancial del activo de explotación de otra empresa dentro de los 5 años anteriores a la presentación de la solicitud, deberá acompañar:

- 1.- Nombre y domicilio de las firmas antecesoras.
- 2.- Los dos últimos balances generales y cuentas de ganancias y pérdidas y último balance de sumas y saldos de las firmas antecesoras.
- 3.- Detalle de los activos que tomó a su cargo la sociedad solicitante con indicación del valor de origen, total amortizado, valor de libros en la contabilidad de las empresas antecesoras y valor contabilizado en sus libros.
- 4.- Balance de sumas y saldos de la sociedad, antes y después de hacerse cargo de dichos activos.

Las empresas que soliciten la inscripción en Bolsa de las acciones que constituyen su capital suscrito remitirán, además de los antecedentes antes referidos:

- 1.- La información confidencial mencionada en el punto 8 de las "Normas de la Comisión de Valores", referida a los tres últimos ejercicios cerrados por la Sociedad.
- 2.- Acompañar, en su caso, un ejemplar en castellano, de los contratos de asesoramiento técnico que se hubiesen suscrito con otras sociedades.

4.5 - DISPOSICIONES QUE RIGEN LA BOLSA DE NEW YORK.

Corredores de Bolsa.

La afiliación a la Bolsa es personal (no pueden afiliarse instituciones) y deben realizarse las funciones en forma personal, aunque pueden delegarse temporalmente en otro afiliado.

El número de afiliados es de 1.366, no pudiendo entrar más miembros -a no ser que la Bolsa desee incorporar nuevos afiliados- la afiliación puede ganarse por transferencia (compra, herencia, donación) del escaño.

Clasificación de los afiliados según las funciones.

- 1.- Corredores a Comisión: Este grupo, que es el más numeroso, puesto que cuenta con unos 600 componentes, y está integrado por aquellos afiliados cuya misión consiste en recibir órdenes de compra y de venta de clientes no afiliados a la Bolsa, y ejecutarlos en el "floor".
- 2.- Corredores Delegados: La actividad de estos corredores consiste en ejecutar en el "floor" órdenes que les son delegadas por otros miembros de las Bolsas, principalmente por los corredores a comisión.
- 3.- Floor Traders (Room Traders): Estos miembros de la Bolsa, compran y venden valores en el "floor" por cuenta y para beneficio propio.
- 4.- Especialistas: Son unos 350 afiliados que actúan en una doble misión de corredores y traficantes, respecto de una acción o de un número reducido de acciones. Tienen la responsabilidad de "hacer el mercado" en la emisión o emisiones de su especialidad. En la mayor parte de los casos actúan como corredores de corredores.

- 5.- Traficantes de lotes irregulares: Son los que compran y venden lotes irregulares si el público desea venderlos y viceversa. Para llevar a cabo sus funciones los traficantes utilizan los servicios de corredores en lotes irregulares.
- 6.- Corredores en Bonos: Los integrantes de esta categoría son los que se dedican mayormente a cumplir órdenes relativas a la compra y la venta de bonos.
- 7.- Miembros inactivos: Este grupo comprende los escaños registrados a nombre de personas fallecidas y algunos otros escaños de la propiedad de personas no interesadas en el desempeño de funciones bursátiles, para quienes el pertenecer a la Bolsa es algo tan halagüeño como pertenecer a un club muy exclusivo.

Otros requisitos para ser miembro de la Bolsa, a más de la adquisición del escaño, son los siguientes:

- Solicitar formalmente su admisión al departamento de miembros de la Bolsa.
- Examen físico.
- Ser mayor de edad y ciudadano de los EE.UU.
- Acompañar su solicitud de por lo menos 3 cartas de recomendación de personas de reconocido prestigio, de los cuales al menos dos deben ser miembros de la Bolsa.
- Comparecer ante un Comité de la Junta de Gobernadores de la Bolsa.

La Junta de Gobernadores de Bolsa, es la encargada de mantener la disciplina en la Bolsa y puede castigar a los miembros por razones tales como: observar conducta impropia en el "floor", actos fraudulentos, falsos testimonios, violación a la constitución de la Bolsa, etc.

La Bolsa de New York está administrada por un cuerpo directivo que se llama la Junta de Gobernadores, compuesta por 33 miembros.

De estos 33 miembros, 3 representan al público en general; existe también un Presidente y un Director de la Junta.

Los miembros son electos por los afiliados de la Bolsa, duran 3 años en sus funciones y pueden ser reelectos una sola vez. Los representantes del público son electos por la propia junta por el término de un año, a propuesta del Presidente. Este es electo por la Junta y el Director por la totalidad de los afiliados.

Además de la Junta de Gobernadores la Bolsa tiene una Secretaría, encargada de todas las tramitaciones para la adquisición de escaños y de la publicación del "Directory and Guide".

Otra unidad de importancia es la división de Relaciones Públicas, la cual tiene a su cargo los siguientes departamentos: Publicidad, Programa de Información a Inversionistas, Relaciones con la Prensa y Estadísticas.

La Bolsa de New York para la inscripción de valores requiere de la entidad emisora los siguientes requisitos, detallados sintéticamente que profundizaremos en el capítulo siguiente:

- 1.- Haber demostrado capacidad para ganar limpiamente y a base de ingresos recurrentes al menos un millón de dólares cada año, después de haber descontado todos los cargos y tributos.
- 2.- Poseer activos netos tangibles de un valor no menor de 10 millones de dólares.

- 3.- Tener la emisión de acciones comunes de la corporación, un valor mercantil de al menos 10 millones.
- 4.- Estar las acciones ampliamente distribuidas.
- 5.- Ser la Cía. emisora, una entidad en operaciones, registrada en la SEC.

La Bolsa puede solicitar la eliminación de una emisión de la lista de inscritas en los siguientes casos:

- Insolvencia de la compañía emisora.
- Al no cumplir la entidad emisora con alguno de los requisitos para la continuidad de la inscripción.
- Violar cualquiera de las cláusulas del contrato de inscripción.
- Estimar la Bolsa que, debido a las características del tráfico en la emisión, ésta no debe permanecer inscrita.

Además de las emisiones registradas, en algunos casos a pedido de corredores, se autoriza la negociación en el "floor" de emisiones que no están en las listas, es decir que no están registradas en la Bolsa.

4.6 - INSCRIPCIÓN DE VALORES EN EL MERCADO DE NEW YORK - NEW YORK STOCK EXCHANGE.

Se entiende por inscripción cuando un valor, a instancias del emisor, es incluido en la lista de valores emitidos al tráfico en una Bolsa de Valores.

Si una emisión es admitida al tráfico en una Bolsa de Valores, a instancias de un miembro de la Bolsa, sin intervención del emisor, se dice que a esa emisión se le han extendido privilegios de tráfico fuera de lista.

Ventajas que se obtienen de la inscripción.

a) Para el emisor:

- 1.- Se abre mercado para la colocación de los títulos.
- 2.- Obtienen mejores precios los valores inscriptos que los no inscriptos.
- 3.- La mayor mercantibilidad redunda en mayor cantidad de clientes y de accionistas.
- 4.- Los valores gozan de un mercado continuo.
- 5.- El nombre de la entidad emisora aparece todos los días en la prensa financiera.
- 6.- La inscripción implica por sí misma una cierta solidez financiera.

b) Para el poseedor de valores inscriptos:

- 1.- Se mantiene enterado constantemente del curso de sus valores.
- 2.- No le afecta la distancia de la Bolsa.
- 3.- Le implica que puede hacer efectivo esos valores con relativa rapidez.
- 4.- La Cía. en cuyos valores ha invertido debe regirse por las sanas normas impuestas por la Bolsa.

Requisitos para la inscripción:

Procedimientos para cotizar acciones en el New York Stock Exchange.

Los requisitos para ser autorizados a cotizar emisiones en la Bolsa de New York no son fijos sino que pueden ser descriptos mejor en términos generales que como una fórmula rígida.

La Cía. tiene que ser una empresa en marcha o ser la sucesora de una empresa en marcha, debe tener entradas im -

portantes o haber demostrado capacidad de ganancia o ambos. Mayor atención se pone, sin embargo, en cotizaciones en que el Estado tiene interés en la Cía. Son aspectos a considerar: Su lugar en el campo particular, el carácter del mercado para sus productos; su estabilidad relativa; posición en la industria, y si está o no comprometida en una industria en expansión con posibilidades de mantener su posición.

Para los casos particulares deberán respetarse un mínimo de normas que servirán como guía. Las condiciones mínimas que se deben tener en cuenta son: Demostrar que la compa - nía tiene una capacidad de ganancia en condiciones competi - vas de u\$s.1.000.000 anuales neto de impuestos y gastos. El ta - maño de la empresa debe ser tal que su capital sea de 10.000.000 u\$s. como mínimo. La distribución de las acciones deberá reali - zarse con un mínimo de 500.000 acciones en no menos de 1.500 corredores.

La Bolsa ha tenido especial dedicación en estu - diar los problemas de la votación entre los accionistas y regu - lar las situaciones existentes entre las acciones y acciones con voto o sin voto.

En el caso de que las compañías duden de la acep - tación de la Bolsa de Comercio de la autorización de cotizar sus acciones en el mercado deben presentar un informe prelimi - nar para que se realice un estudio de carácter informal.

El informe preliminar debe comprender una breve descripción de los negocios de la compañía sus productos, fecha de constitución, mercados para sus acciones que van a cotizar y volumen del negocio. Los balances de los últimos diez años, de - talle de la distribución de sus acciones y una copia de los Estatutos de la Sociedad. Previo a la cotización de las acciones en la Bolsa debe registrarse bajo el Securities Exchanges Act

de 1934. Automáticamente a los 30 días de presentado la Comisión aprueba el pedido de la Sociedad, pero la Bolsa puede interceder a fin de acelerar el trámite respectivo. La presentación tiene un doble propósito, el de que la Bolsa tenga la información esencial y necesaria para autorizar la cotización de acciones e igualmente para que los inversionistas pueden juzgar los méritos de la Sociedad. La presentación deberá estar complementada con una declaración del estado financiero de la Cía. Mientras que un cierto grado de uniformidad en la forma es requerida en todo pedido, los datos específicos que deben ser incluidos variarán en las diferentes industrias, y posiblemente entre las diferentes compañías de la misma industria.

INGRESO DE LOS PEDIDOS.

COSTO: Es de práctica que la Bolsa, después que la cotización ha sido autorizada, debe distribuir copias del pedido para cotizar ya en su forma definitiva, a todas las firmas miembros de la Bolsa, y a otros, incluyendo público general, que de see una copia.

La compañía deberá pagar todos los costos de impresos de estos pedidos, incluyendo el impreso de 650 copias requeridas por la Bolsa para la distribución arriba mencionada.

ELECCION DEL IMPRESOR: Si la compañía tiene alguna preferencia por la firma que imprimirá sus explicaciones, esa preferencia deberá ser declarada cuando las copias preliminares en borrador son entregadas al departamento respectivo. Para mayor eficacia es deseable que el trabajo sea hecho por un impresor, razonablemente próximo a la Bolsa. Si la compañía no indica alguna preferencia la Bolsa encargará este trabajo al impresor que habitualmente se los haga.

NUMERO DE COPIAS PRUEBA REQUERIDAS: Durante el curso del pedido, son necesarias veinte copias prueba del pedido, a los efectos del trabajo de los miembros del cuerpo de la Bolsa durante el período del examen preliminar del pedido. Copias prueba adicionales son necesarias para distribuir las entre los miembros del Gobierno de la Bolsa, y después de la autorización, para ser distribuidas a la prensa.

Después que se haya llegado a un acuerdo sobre la forma del pedido se llamará a la compañía a aprobar el pedido para su impresión final y autorizar al Departamento para dar la orden al impresor.

Se desea que la distribución del pedido se haga más pronto posible, después que los arreglos hayan sido hechos y la listación autorizada, y se pide la cooperación de las compañías para que dando ellas una respuesta inmediata al pedido de autorización del impreso, puede lograrse ese objetivo.

NUMERO DE COPIAS FINALES: Como se indicó más arriba se requieren 650 copias para ser distribuidas por la Bolsa. Si la compañía requiere copias para su propio uso el número de ellas deberá ser comunicado al departamento, antes de que éste sea autorizado a dar la orden de impresión.

DECISION DE LA BOLSA SOBRE EL PEDIDO.

La decisión sobre el pedido será tomado por la Bolsa tan pronto como sea posible, después que las revisiones necesarias hayan sido cumplidas y que la documentación esté completa. Si la Cía. ya tiene acciones cotizadas, puede no requerir la decisión del cuerpo de gobernadores de la Bolsa sobre el pedido, pero en todos los otros casos el pedido será sometido a este cuerpo para la autorización final. La Bolsa, tomará la

decisión final sobre los pedidos que no requieran autorización por el Cuerpo de Gobernadores, los martes de cada semana. Las reuniones del Cuerpo se efectúan también los martes, donde se toman las decisiones finales sobre pedidos sometidos a ella.

Antes de ser presentada al Cuerpo de Gobernadores de la Bolsa, ya sea para su autorización final o sólo para la información del cuerpo, la aplicación será considerada en una reunión de miembros superiores de la Bolsa.

Cuando la compañía no tiene todavía acciones cotizadas en la Bolsa, deberá invitarse a directores u otros representantes autorizados de la Compañía a hacerse presente en las reuniones de los miembros de la Bolsa para discutir el pedido y otros asuntos relacionados al mismo. Si la compañía ya tiene acciones cotizadas esto no es necesario, excepto si queda algún asunto pendiente que deba ser discutido.

HONORARIOS PARA COTIZACION: Un cheque a nombre de "Tesorero", Bolsa de N.Y.". con el monto de los honorarios deberá ser sometido al Departamento antes de la fecha en que se tome la decisión final con respecto al pedido.

CLASES, EMISION O SERIES NO COTIZADAS PREVIAMENTE: Si una compañía ya tiene algunas de sus acciones cotizadas en la Bolsa y desea la cotización de otras, que son de una clase, emisión o serie diferente a la ya cotizada, es necesario hacer un pedido para la cotización de esas acciones. El pedido para cotización puede ser sometido antes de la emisión de las acciones, siempre y cuando haya, en el momento en que la Bolsa tome acción sobre el pedido, un plan definido o proposición para la emisión. Si en ese momento falta alguna información sobre la emisión de esas acciones, el pedido puede ser entregado sin ella con la condición de que se entregue tan pronto como sea posible.

En caso de acciones de una clase anteriormente no cotizadas que están por ser distribuídas la Bolsa autorizará la cotización siempre que se cumpla con los requisitos establecidos.

Sin embargo, si la distribución de las acciones no ha sido completada algunos días antes que el registro de las acciones entre en efectividad, según la "Securities Exchange" Act. de 1934, la Bolsa evitará la certificación de la Emisión de Acciones, hasta que la distribución sea substancialmente completada. Con este procedimiento las acciones pueden ser calificadas para admisión o negociación tan pronto como sean distribuídas, mientras que al mismo tiempo la efectividad de su registración, según la Securities Exchange Act. de 1934, será depuesta hasta que la distribución sea completa.

La flexibilidad de este sistema hace que sea fácilmente adaptable a cualquier problema que se le pueda presentar a la Compañía con respecto a la distribución.

MONTO ADICIONAL DE UNA CLASE, EMISION O SERIE COTIZADA:

Si una compañía, que tiene acciones de una clase particular cotizada en la Bolsa propone emitir una cantidad adicional de ellos, el pedido para la cotización de éstos debe ser entregado a la Bolsa con suficiente tiempo para permitir la decisión sobre dicho pedido por la Bolsa, antes de la emisión del monto adicional. Este requerimiento está contenido en el párrafo 17 que dice: "La corporación hará un pedido a la Bolsa para la cotización de los montos adicionales de acciones ya cotizadas en la Bolsa con tiempo suficiente antes de la emisión de las mismas, para permitir la decisión en el lapso debido sobre dicho pedido. El tiempo requerido para efectuar la cotización debe ser tomado en cuenta por cualquier compañía que quiera co

locar una cantidad adicional de acciones de una clase ya cotizada, emisiones o series cotizadas para una fecha específica. Como está indicado más abajo, con el título de "Time Schedule" los borradores del pedido deben ser entregados con dos semanas de anticipación. Cuando la cantidad adicional representa acciones de una clase ya cotizada, la Bolsa, generalmente no autorizará a la Compañía a registrar los certificados que representen acciones adicionales hasta que su cotización haya sido autorizada, previo pedido para su cotización".

En el caso de títulos, éste seguro contra emisión de cantidades adicionales de emisiones o series cotizadas que no han sido debidamente autorizadas no existe, pero el sistema referido más arriba se aplica tanto a bonos del Estado, como a títulos.

ADQUISICION, CONSOLIDACION O FUSION CON UNA COMPAÑIA NO AUTORIZADA: La Bolsa no favorece estas adquisiciones, fusiones o consolidaciones de una Compañía cotizada con una que no lo está. La nueva Compañía resultante deberá cumplir con los requisitos establecidos para cotización como si fuese una nueva Compañía.

Si la Compañía resultante no cumple los requisitos para la cotización, la Bolsa rehusará autorizar acciones adicionales de la Cía. cotizada.

Al aplicar la política arriba mencionada serán tomados en consideración todos los factores aplicables, incluyendo cambios de dueños de la compañía, cambios en la dirección, si el tamaño de la compañía adquirida es mayor que la autorizada y si los dos negocios están relacionados sobre una base horizontal o vertical. Todas estas circunstancias serán consideradas en forma global, teniéndose en cuenta a todos ellos en conjunto.

CAMBIO EN UNA ACCION COTIZADA.

Si se propone hacer un cambio en una acción cotizada, que en efecto crea una nueva acción, según el Acta de 1934, debe hacerse un nuevo pedido para su cotización.

Esto no se aplica a un cambio de designación que no altere derechos, preferencias, privilegios o términos de las acciones, en cuyo caso deberá entregarse un suplemento al pedido de cotización original.

Pedidos de este tipo deben ser hechos a su debido tiempo antes que el cambio entre en vigencia. Además, puede suceder que sea necesario registrar las acciones al sufrir estas un cambio, dependiendo esto de la importancia del mismo (Todo esto según el Acta de 1934).

La autorización de la Bolsa para la cotización de acciones es sólo efectiva si dichas acciones son emitidas para el propósito, y bajo los términos especificados en la solicitud de cotización, y no se extiende a su emisión para algún otro propósito, bajo términos distintos. Si después que la cotización ha sido autorizada para una cantidad determinada de acciones, se desea emitir toda o una parte de dicha cantidad por alguna razón o bajo distintos términos que los especificados, debe hacerse una solicitud a la Bolsa para modificar la autorización previamente concedida.

SUPLEMENTOS DE SOLICITUD PARA COTIZACION.

A veces se requiere un suplemento de la solicitud de cotización aprobada, impresa y distribuída, en la misma forma que la solicitud original.

En general el propósito de este suplemento es dar noticias de un hecho que afecta a la compañía y corregir o en-

mendar la cotización aprobada anteriormente. Aquí se deben incluir sólo los datos que servirán para el propósito, y esto también dependerá de cada caso. El Departamento en cuestión estará encargado de dar la información necesaria.

APROBACION DEL ACCIONISTA. POLITICA DE CAMBIO.

El interés y la participación de los accionistas en los asuntos de las compañías que ellos poseen han aumentado notablemente si esto ha sido acompañado por una tremenda expansión en el número de los mismos.

Se ha respondido a esto proveyendo extensos y frecuentes informes sobre asuntos de interés a los inversores. Es así, que un número cada vez mayor de decisiones de importancia son sometidos a los accionistas para su aprobación.

Esto sucede especialmente cuando se trata de transacciones que implican la emisión de acciones adicionales. La Bolsa decide cuando la aprobación del accionista es esencial, y según ello requiere esta aprobación como condición para la cotización de acciones adicionales.

El Departamento aconsejará en que otros casos particulares será requerida la aprobación del accionista.

HORARIO.

La Bolsa tomará decisión sobre una solicitud dos o tres semanas después que recibe la primera copia de la misma, suponiendo que dicha solicitud haya sido confeccionada en forma correcta y que toda la documentación esté completa. Las compañías que tengan problemas distintos que los descriptos anteriormente deberán calcular el tiempo necesario para sus trámites.

PROYECTOS INCORPORADOS. EN LA SOLICITUD DE COTIZACION.

En general:

Un prospecto emitido no más de 30 días antes de la entrega del borrador inicial de la solicitud de cotización puede ser utilizado como parte del pedido. La solicitud en sí contendrá los datos requeridos que no están incluidos en el prospecto, y deben ser agregados al prospecto como página primera. La solicitud original debe contener en la primera página las informaciones principales.

La declaración del apoderado debe ser incorporada en las solicitudes subsiguientes a las originales.

Datos adicionales:

Donde este procedimiento es seguido, debe agregarse a la declaración del apoderado una página que contenga lo que no aparezca en la detallada guía de: "Direcciones para la preparación de solicitudes subsiguientes a cotización original".

El número de copias de esta declaración -como en los casos anteriores- es fijo.

CERTIFICACION DE ACCIONES. FORMA Y CONTENIDO.

TRANSFERENCIA Y REGISTRO DE ACCIONES.

Las compañías que tienen acciones cotizadas en la Bolsa están obligadas a mantener, en un Banco de Manhattan, Ciudad de New York, las facilidades para la transferencia y registro de acciones, así como para la conversión o cambio de sus acciones cotizadas.

INFORMACION DE DIRECTORES.

Es usual brindar información al público inversor

sobre el total de los asuntos de las compañías que cotizan sus acciones. Muchas compañías encuentran que esto puede hacerse en forma satisfactoria, manteniendo al menos dos directores que se dediquen exclusivamente a ello.

RETIRO DE LA AUTORIZACION DE UNA ACCION.

El Acta de 1934, prevé, entre otras cosas, que en la National Securities Exchange puede ser retirada de lista para la protección de los inversores, de acuerdo con las reglas de cambio y bajo los términos que la comisión crea necesario imponer.

Esto puede ser solicitado por la misma compañía, o por la Exchange Comisión.

Retiro de lista a pedido de la Exchange Comisión:

Puede retirarse de lista a la acción en cualquier momento.

Retiro de lista a pedido de la Compañía:

Es una regla de la Bolsa que en ausencia de circunstancias especiales, una acción, que en la opinión de la Bolsa, está en condiciones de continuar cotizada, no será sacada de lista a pedido de la Compañía, excepto si la propuesta de retiro de lista es aprobada por los accionistas en una reunión en la que un porcentaje substancial de los mismos esté presente; siempre y cuando no haya objeción de un determinado porcentaje de accionistas.

Esta regla prevé además que la Bolsa no se opondrá a retirar acciones de lista si:

- 1) La Bolsa ha negado la cotización de un monto adicional de dicha acción en los 30 días precedentes.
- 2) Si estando aún dicha acción en la Bolsa, el retiro ha sido

aprobado por una mayoría de los directores de la Compañía, y si la Compañía ha notificado a los accionistas en forma satisfactoria a criterio de la Bolsa.

ACCIONES NO EMITIDAS - POLITICA DE COTIZACION DE LA BOLSA.

La Bolsa autorizará cotización de acciones no emitidas sólo si dichas acciones han sido autorizadas a su tiempo para ser emitidas para un propósito específico que puede ser adecuadamente descripto, con término y condiciones relacionados a ello, en la solicitud de cotización.

Una autorización de este tipo es efectiva solo si las acciones son emitidas para el propósito y bajo los términos y condiciones especificados en la solicitud de cotización.

DATOS QUE DEBEN SER INCLUIDOS EN LA SOLICITUD.

Encabezamiento:

La siguiente información debe ser dada en forma de encabezamiento en la parte descriptiva de la solicitud.

- 1.- Dirigirse a N.Y. Stock Exchange.
- 2.- Número de solicitud asignado por la Bolsa.
- 3.- Fecha.
- 4.- Nombre de la Compañía.
- 5.- Cantidad de cada una de las clases de acciones incluídas en la solicitud, títulos formales o designación de las acciones, y los propósitos de emisión de las acciones no emitidas.
- 6.- Cantidad de acciones o principal cantidad de las presentadas.
- 7.- Número de accionistas.

Descripción de la Transacción.

Poner que la solicitud es la original presentada por la compañía para la cotización de acciones en la Bolsa de New York.

Esta referencia debe ser hecha a cualquier prospecto como parte de la solicitud.

El material bajo este título será aplicable sólo donde son incluídas en la solicitud de acciones no emitidas.

La transacción debe ser descripta en detalle suficiente de manera que sirvan para ponder en evidencia los hechos esenciales.

Si es necesario para mayor claridad deberán utilizarse sub-títulos apropiados.

Si las acciones han de ser emitidas para efectivo, indicarán el neto a ser recibido por la compañía y el uso específico que se le dará a dicho efectivo.

Historia de la Compañía.

Debe colocarse cuando y donde fue creada la compañía, su forma jurídica y duración según los estatutos. Debe dar una descripción suscinta y narrativa de su historia y desarrollo.

Si hubo reorganización o fusión debe describirse la historia de la Compañía predecesora.

Describir brevemente el presente negocio de la compañía y las subsidiarias, incluyendo principales mercados, productos o servicios, operaciones y métodos de distribución, etc.

Descripción de las propiedades.

Descripción de las propiedades físicas de la Compañía y de sus subsidiarias, indicando tipo de construcción, área de planta y de edificación, equipos, transportes, etc.

Compañías subsidiarias.

Descripción de todas las compañías controladas o subsidiarias, de las cuales tenga el 50% o más de los votos.

Directores.

Deben darse los nombres completos y domicilios, como así una breve biografía de su actuación.

Capitalización.

Descripción de la evolución del capital.

Acciones.

Deben destacarse las preferencias, privilegios y prioridades de todas las clases de acciones.

Empleados y relaciones laborales.

Indicar número total de personas empleadas y máximo y mínimo de empleados en los últimos dos meses.

Relaciones con los accionistas.

Describir brevemente los procedimientos seguidos por la compañía en el campo de las relaciones con los accionistas, indicando el método por el cual se tiene informado de las declaraciones sobre dividendo y otras informaciones.

Detalle de los Dividendos.

Detalle de todos los dividendos pagados por la compañía o sus predecesoras con el detalle de los últimos 5 años indicando porcentajes.

Opciones.

Debe indicarse si los accionistas han aprobado todas las gratificaciones u otro tipo de planes de remuneración a directores y empleados y la fecha de dicha aprobación.

Juicios.

Deben detallarse todos los juicios pendientes en los cuales pueden estar involucrados los bienes o utilidades de la compañía.

NEGOCIOS, POLITICA FINANCIERA.

Audidores independientes.

Escribir el nombre de los Contadores Públicos externos. Cuanto tiempo han trabajado para la compañía; cuando y por quien han sido propuestos; si informan o no directamente al cuerpo de Directores; si hacen una continua o periódica auditoría; profundidad de su autoridad para examinar todos los informes y evidencias suplementarias; si están o no autorizados o invitados a presenciar las reuniones de los accionistas; si van a dichas reuniones y si están autorizados a responder preguntas hechas por los accionistas.

Valuación de Inventarios.

Indicar que método se utilizó en el ajuste de los inventarios, si es en base a items específicos, grupos o clases, o inventarios completos: Poner si "mercado" se considera como:

- a) Mercado de reemplazo, y en ese caso, si hay permiso para cualquier disminución de precios de la mercadería en proceso o de los bienes terminados.
- b) Mercado de venta, y si en ese caso se permite vender con un margen normal de ganancias.

Método de computar costos de bienes vendidos: Describir el método usado.

DECLARACIONES FINANCIERAS.

Incluir las siguientes declaraciones:

Un sumario de las ganancias sobre una base consolidada para los últimos diez años fiscales, indicando ventas, ganancias antes de los recargos, intereses, impuestos a los réditos y otros, el monto de cada uno de estos recargos, y las ganancias netas.

Declaración de las entradas de los dos últimos años, incluyendo un certificado con la opinión del auditor externo de la compañía.

Todo esto, si es posible, en forma comparativa.

Una hoja de balance "pro forma".

Compañías subsidiarias no incluídas en las declaraciones financieras consolidadas:

Si hay alguna subsidiaria o compañía controlada, no incluída en la declaración, debe hacerse una nota al pie de la declaración, la cual debe incluir las ganancias o pérdidas de dichas compañías.

Forma de las declaraciones financieras:

Aunque no hay una forma definida de hacerlos, se espera que serán razonablemente informativos sin estar recargados de detalles.

Es práctica de la Bolsa pedir a la compañía una declaración financiera en la forma que la han publicado anteriormente en los informes anuales a los accionistas. Estas declaraciones serán examinadas por el Departamento y los cambios que sean necesarios serán discutidos con los representantes de la compañía.

Opinión del Consejero:

Debe darse una declaración sintética de la opinión del consejero, particularmente referida: 1) Legalidad de la organización de la compañía. 2) Autorización de emisión de acciones para los cuales se hace el pedido de cotización. 3) Validez de dichas acciones, etc.

Nombre y dirección del consejero que dio su opinión.

Información general:

Bajo este título debe informarse:

Fecha en que termina el año fiscal.

Dirección principal del negocio.

Fecha y lugar de la reunión anual, % de acciones votantes que constituyen quórum para las reuniones de accionistas.

Nombre y dirección del agente de transferencia e indicando si se pide la cotización de las acciones.

Requisitos para la continuidad de la inscripción:

Sólo merece mantenerse en la lista una acción si se mantienen las condiciones que justificaron su admisión a la misma.

Para controlar este aspecto se supone que la compañía emisora de los valores inscriptos conserva un mínimo de 300 accionistas poseedores de lotes regulares, un mínimo de 100.000 acciones en circulación. El valor mercantil de las acciones ha de ser de un mínimo de u\$s. 1.000.000.- También se supone que las ganancias netas después de descontar tributos, no se mantenga a un nivel menor de u\$s. 200.000 durante ningún período de tres años consecutivos.

El contrato de inscripción:

Por medio de éste se obliga a la Compañía emisora a revelar cualquier dato que pueda afectar el precio de los valores, obligándose a:

- 1°- Informar a la Bolsa de cualquier cambio que se produzca en el carácter o naturaleza de los negocios a que se dedica.
- 2°- Publicar trimestralmente sus balances.
- 3°- Hacer lo posible para proveer acciones para ser prestadas.
- 4°- Mantener un agente de transferencias y un registrador por separado.
- 5°- No tener en la junta directiva miembros que al mismo tiempo lo sean de la junta directiva de la Bolsa.
- 6°- Someter a la aprobación de la Bolsa los planes de futuras emisiones.
- 7°- Velar porque los fondos de los intereses correspondientes a los accionistas se pongan a la disposición de éstos tan pronto sean desembolsados por la empresa.
- 8°- Someter a la Bolsa todo asunto relacionado con la solicitud de cotización.
- 9°- Dar un plazo amplio para que los accionistas ejerzan su preferencia para las nuevas acciones que sean emitidas.
- 10°- Pagar dividendo en acciones, solamente del sobrante ganado.

COSTO DE LA INSCRIPCION.

Se hacen dos tipos de pago que son:

a) de inscripción:

- 1.- \$ 100.- por c/10.000 acciones o fracción de 10.000 acciones, hasta la cantidad de 500.000 acciones.
- 2.- \$ 50.- por cada 10.000 acciones o fracción de 10.000 acciones, por las próximas 1.500.000 acciones.

- 3.- \$ 25.- por cada 10.000 acciones o fracción de 10.000 acciones, por las acciones en exceso de 2.000.000.-
- 4.- El derecho mínimo es de \$ 2.000.-

En resumen, a mayor número de acciones menor es el costo por acción.

b) Cuotas anuales.

- 1.- \$ 100.- por cada 100.000 acciones o fracción de 10.000 por los primeros 2.000.000 de acciones.
- 2.- \$ 50.- por cada 100.000 acciones o fracción de 100.000 en exceso de \$2.000.000.
- 3.- El derecho anual mínimo es de \$500.-

A las compañías que tienen inscritas más de una emisión, se les aplica un mínimo de \$250.- por cada emisión inscrita. Las cuotas anuales se pagan durante 15 años, al cabo de éstos la emisión sigue inscrita gratuitamente, a menos que se aumente su cuantía.

4.7 - REGIMEN DE LAS BOLSAS INGLESAS.

Inglaterra no tiene legislación específica sobre la materia, las Bolsas de Comercio son instituciones libres y autónomas, rigiéndose por las normas comunes del derecho de asociación. El famoso "Stock Exchange" de Londres no tiene carta orgánica ni está registrado, ante la ley es un organismo informal que asume responsabilidades públicas sin ser una empresa pública. Su régimen legal es el de un club creado para beneficio mutuo de sus miembros, y a pesar de la gran importancia que ha cobrado, en ningún momento se modificó su situación jurídica.

Es durante el siglo XVII cuando en Inglaterra comenzaron a tomar importancia las transacciones sobre valores mobiliarios, pues ya en el año 1697 el "Royal Exchange" fue objeto de la primera reglamentación. Por medio de esta reglamentación se limitaba el número de corredores a 100, a los cuales les estaba prohibido reportar sobre contrapartidas y cobrar por los porcentajes un monto superior a 10 chelines por cada 100 libras tratadas.

En 1698 los bolsistas abandonan el "Royal Exchange" y se instala en la calle "Change Alley".

Mientras se hallaba la Bolsa en este lugar se sucedieron las operaciones de especulación y de agio, lo cual motivó que en 1734 por medio del "Sir Jhon Barnard's Act" se prohibieran los mercados a primas y a descubierto, esta medida continuó en vigencia hasta el año 1860.

En 1802 la Bolsa se trasladó a la calle "Capel Court", frente al Banco de Inglaterra, lugar en el cual se encuentra actualmente.

Por medio del "Brokers Relief Act" año 1866, se reconoció que la Bolsa es una institución de carácter privado, libremente organizada.

Un acontecimiento importante de la Bolsa, fue su clausura en Julio de 1914, que duró hasta enero de 1915.

Desde su creación el Stock Exchange fue objeto de varias tentativas de reglamentación, pero sin que ninguna de ellas tuviera real vigencia.

El segundo "Broker's Act" de 1884, reconoció definitivamente la autonomía de la Bolsa y dejó a ésta la libre administración, organización y arreglo de las condiciones de su competencia para fijar las tarifas del corretaje.

Actualmente solo tienen acceso al Stock Exchange los 4.086 miembros y sus dependientes.

Para ser admitido como miembro de la Bolsa, se re quiere:

- Haber sido aceptado por el Comité Director del grupo.
- Ser mayor de 21 años.
- No ejercer otra profesión.
- Ser ciudadano inglés.
- Pagar un derecho de entrada.
- Comprar el lugar de un miembro anterior.
- Obtener la garantía de otros tres miembros por un monto de 500 libras cada uno, y
- suscribir 3 acciones del Stock Exchange.

La administración del socio solo dura un año, pues al cabo de éste (en el mes de marzo) todos los miembros deben solicitar en forma obligatoria su reelección por escrito.

Los miembros de la Bolsa se dividen en:

Brokers: Son los corredores que compran y venden por cuenta de los clientes, cobrando por ello un porcentaje.

Jobbers: Son los negociantes de títulos, compran y venden por su cuenta. Sus beneficios resultan de las diferencias de cotización obtenida en las operaciones.

El Stock Exchange está subdividido en varios compartimentos (markets) en cada uno de los cuales no se tratamás que de un número de valores determinado.

Está prohibido a cualquier miembro de la Bolsa operar en calidad de Broker y de Jobber simultáneamente. También está prohibida la creación de sociedades de responsabilidad limitada entre brokers y jobbers.

Los dependientes o empleados de los miembros de la Bolsa son admitidos en ella bajo las siguientes condiciones: una sociedad puede tener en la Bolsa dos habilitados con poderes, tres dependientes no autorizados, y dos dependientes de liquidación. Un miembro que trabaja en su nombre puede enviar un habilitado, dos dependientes no autorizados, y dos de liquidación.

La Bolsa está dirigida por un comité denominado "Committee for General Purposes" el cual se forma por un presidente, un vicepresidente, un secretario y varios miembros, todos ellos elegidos anualmente.

El Comité tiene una triple función: administrativa, técnica y jurisdiccional.

Para el cumplimiento de sus fines se vale de tres tipos distintos de sanción, que son: la simple censura o apercibimiento, la suspensión y la expulsión.

También corresponde al comité el cuidado de declarar la quiebra de sus miembros.

Esta quiebra denominada "faiture o default", está especificada en el stock exchange y no tiene ningún carácter legal, se refiere estrictamente a las deudas o créditos nacidos del mercado.

NATURALEZA DE LOS VALORES NEGOCIADOS:

Actualmente en el Stock Exchange se negocian todos los valores mobiliarios, ya se refieran a fondos del Estado o títulos de empresas privadas.

Esto no fue siempre así, pues hasta la mitad del siglo XIX los valores públicos ingleses y de estados extranjeros, no se negociaban en el Stock Exchange, sino que los prime

ros se negociaban en la rotonda del Banco de Inglaterra y los segundos en la Bolsa de Comercio (Royal Exchange) por intermedio de corredores especializados que formaban el Foreign Stock Exchange.

En el año 1845, ambas bolsas se unificaron.

Los valores negociados se dividen en dos categorías que son:

Shares: (acciones) representan una parte del activo de la empresa y dan derecho a un dividendo.

Stocks: Consisten en un título de crédito.

Los valores negociados en la Bolsa son siempre -salvo aviso en contrario del dador de la orden- bajo la forma nominativa.

Las operaciones entre brokers y jobbers pueden hacerse al contado o a término.

Las sesiones tienen lugar entre las diez cuarenta y cinco y las dieciseis horas en el local de la Bolsa.

Los valores correspondientes a Fondos Públicos Británicos solamente pueden operarse al contado, esto se hizo con el objeto de que dichas emisiones no fueran motivo de especulación que perjudicaran el crédito público.

Las operaciones a término pueden ser tratadas en firme o con opción. Las operaciones cerradas se arreglan en un plazo determinado, convenido de antemano por las partes, o si se trata de un valor nuevamente introducido, en una fecha especial designada por el Comité Director del Stock Exchange. Los mercados con opción son centros donde se realizan operaciones condicionadas bajo reserva de una facultad de anular a plazo fijo.

En la bolsa de Londres se conocen cinco clases de opciones:

- 1.- El Put: Es la opción de vender.
- 2.- El Call: Es la opción de comprar.
- 3.- El Put and Call: Es la opción de comprar o de vender.
- 4.- El Call of more: Es la opción que permite entregar una cantidad doble del montante de títulos precedentemente fijados.
- 5.- El Put of more: Es la opción inversa del "call of more".

Las opciones deben ser declaradas la víspera del primer día de liquidación, hasta las 3 menos cuarto post meridiano, sino la operación debe quedar para el próximo día de reglamento.

Si un miembro es declarada "en defecto" o en la imposibilidad de cumplir sus compromisos, los créditos que contra él resultasen de la opción caducarían al tercer día del reglamento de la operación después de la declaración de que no eran admitidos.

Los beneficios que pudiesen resultar de esas operaciones en provecho del quebrado ingresan en caja para aumentar su activo.

Los títulos cotizados en el Stock Exchange eran en 1815 treinta, en 1867 mil trescientos sesenta y siete, y actualmente alrededor de veinte mil.

Cuando los contratos de Bolsa a término llegan a su vencimiento, las partes están obligadas a ejecutar sus compromisos entregando los títulos y haciendo efectivo el precio. Pero puede ocurrir, que por motivos especulativos tengan interés en suspender la ejecución de los contratos o en prolongarlos más allá del término de duración. En este caso tienen que recurrir al mecanismo de reporte.

El reporte y el deport son las operaciones gra -

cias a las cuales, mediante una indemnización, los capitales quedan a la disposición del especulador deseoso de prolongar su posición la esperanza de obtener en beneficio. Los encargados de efectuar los reports, son brokers especializados.

Ejecuciones forzosas.

Las ejecuciones oficiales forzosas tienen lugar en caso de retraso en el otorgamiento de los tickets, o en caso de quiebra de un miembro del stock exchange.

Los brokers que están al frente de ese servicio son nombrados por el Comité Director. De acuerdo al reglamento, la responsabilidad de la venta incumbe al comprador si es que no ha entregado su ticket antes del mediodía, si está en regla, recae entonces la responsabilidad sobre el detentador del ticket a las 14 horas.

El rescate de la compra puede ser pedido por el comprador si no ha obtenido la entrega de los títulos o de las transferencias en el tiempo marcado.

New Issue Market:

Al lado de la Bolsa de Valores donde se efectúan las transacciones sobre los títulos clasificados o en vías de clasificación, existe en Londres un mecanismo destinado a asegurar la emisión y la colocación de nuevos valores.

A este mecanismo se le ha dado el nombre del mercado de nuevas emisiones "New Issue Market".

Ese mercado no está localizado ni dispone de una administración ni de una organización formalmente centralizada. Es un mercado abstracto por excelencia, fruto de la íntima cooperación entre los grandes bancos de depósitos, las compañías de Seguros, las casas especializadas en la emisión, los brokers, los jobbers y los bancos privados.

4.8 - REGIMEN DE LAS BOLSAS BELGAS.

En Bélgica, las Bolsas están fiscalizadas por el Estado, su régimen tiene las siguientes características:

- Las Bolsas son instituciones públicas, cuya creación y reglamentación emana del Rey.
- Los agentes inscriptos en una Bolsa, constituyen una asociación civil con personería reconocida.
- El Ministerio de Finanzas supervisa las Bolsas por medio de un funcionario designado en cada una de ellas.
- Cada Bolsa tiene autonomía de gobierno, pero existe un organismo de apelación con jurisdicción sobre todas las Bolsas.
- La autorización para cotizar papeles está a cargo de organismos especiales, creados por el Ministerio de Finanzas.
- Está reglamentada la profesión, la profesión de Agente de Cambio y Bolsa, sus obligaciones, derechos y sanciones.

La legislación establece que funcionarán Bolsas en cuatro ciudades, especificando cuales son (Amberes, Bruselas, Gante y Lieja); pero el régimen puede crear otras en distintas localidades, siendo él también quien decreta el primer reglamento y nombra la comisión para el primer período.

Corresponde a la Comuna dentro de la cual se establece una Bolsa de Valores y Cambio darle a ésta un local adecuado y mobiliario; como así también ejercer el poder de policía sobre la institución, pero solo el Rey puede cerrar definitivamente una Bolsa.

La Superintendencia sobre las Bolsas la ejerce el Ministerio de Finanzas, por medio de un Comisario de Gobierno, el cual está encargado de hacer cumplir las leyes y reglamentos, pudiendo asistir a todas las reuniones de la Comisión de la Bolsa con voto consultivo, y pudiendo apelar de todas las decisiones de la Comisión.

Cada Bolsa tiene el carácter de una asociación con personería civil, constituida por los Agentes de Cambio inscriptos en ella.

Las modificaciones necesarias a los reglamentos deben ser aprobados por el Rey.

La administración de la Bolsa está a cargo de una comisión constituida con agentes y corredores inscriptos en número que oscila entre 6 a 15. Para poder elegir los miembros de la comisión hay que tener derecho a operar en la Bolsa desde 6 años antes corridos (o desde la creación de la Bolsa si el plazo fuese menor). Para ser miembro de la comisión, hay que haber tenido derecho a operar durante los últimos diez años en forma corrida (o desde la creación de la Bolsa, si el tiempo transcurrido fuese menor).

La Comisión de la Bolsa tiene poderes disciplina rios sobre cualquier persona admitida o que frecuente la Bolsa, con excepción del comisario del Gobierno; las secciones que puede aplicar van desde una advertencia hasta la expulsión definitiva.

Las sanciones son de carácter general con efecto en todas las Bolsas del Reino y son apelables ante la Comisión de Apelaciones, con asiento en Bruselas.

La Comisión de Apelaciones, está formada por un Presidente y seis miembros efectivos (Nombrados por el Ministro de Finanzas, 4 de los miembros, a propuesta de cada una de las Bolsas) y por un Presidente y 4 miembros suplentes (nombrados también por el Ministro de Finanzas a propuesta, los 4 miembros suplentes, de cada una de las Bolsas). Para ser Agente de Cambio se requiere:

- Ser Belga y gozar de los derechos civiles.
- Tener más de 25 años de edad.

- Acreditar haber trabajado por lo menos 6 años consecutivos con un Agente de Cambio, 3 de ellos como delegado.
- Rendir un examen científico y otro profesional ante jurados nombrados por el Ministro de Finanzas.
- Ser presentado por dos Agentes de Cambio inscriptos en la Bolsa, con una antigüedad no menor de 5 años.
- Ser admitido por la Comisión de la Bolsa.
- Pagar la inscripción y efectuar una caución en efectivo o en títulos públicos.
- Estar inscripto en el cuadro de agentes de una Bolsa.
- Ejercer su profesión personalmente, salvo en caso de que se constituyan en sociedad en cuyo caso ésta deberá adoptar la forma colectiva o en comandita simple, siendo los socios solidarios e ilimitadamente responsables.

4.9 - REGIMEN DE LAS BOLSAS ITALIANAS.

En Italia las bolsas están fiscalizadas por el Estado. El régimen al cual deberán ajustarse está regulado por la Ley N° 272, la cual en su artículo 1° dispone: "Las Bolsas de Comercio se instituyen por decreto real a propuesta de las cámaras de comercio competentes".

Con la creación de las bolsas, se prohíbe a los corredores prestar su colaboración para el funcionamiento de mercados no autorizados.

Las Cámaras de Comercio tienen a su cargo la gestió n financiera y los gastos administrativos de las bolsas cuya creación propusieron. Estas erogaciones las solventan con su patrimonio y con lo obtenido de diversas tasas que pueden percibir.

Las autoridades que vigilan al funcionamiento de las bolsas de valores italianas son el Ministerio de Finanzas, las Cámaras de Comercio y las Delegaciones de Bolsa. El Ministerio de Finanzas es la autoridad máxima y tiene la facultad de determinar que papeles pueden cotizarse, ordenar inspecciones, proponer los Agentes que en ellas actuarán, dictar las normas que aseguren el regular funcionamiento de los mercados, y enviar a cada una de las bolsas un funcionario que lo represente el cual interviene en las reuniones de la bolsa, puede indagar y verificar en las empresas que cotizan sus acciones, etc.

Las Cámaras de Comercio tienen funciones administrativas y de control. Supervisan a los Agentes, pueden exigir la presentación de sus libros, llevan un registro de los mismos; autorizan la cotización de los títulos y acciones, y pueden limitar por tiempo determinado la cotización de determinados títulos.

La Delegación de Bolsa está formada por 3, 5 ó 7 miembros titulares, y 2 ó 3 suplentes. Esta Delegación de Bolsa es presidida por un Presidente, el cual es nombrado de su seno.

Sus miembros son nombrados cada año por Decreto Ministerial, uno representa el Gobierno, otro a las entidades emisoras, y los restantes son propuestos por la Cámara de Comercio.

Todos sus miembros deben ser ciudadanos italianos.

Son funciones de la Delegación de Bolsa:

- Velar por el buen funcionamiento del mercado.
- Vigilar la observación de las leyes y reglamentos que lo rigen.
- Vigilar la aplicación de las leyes fiscales.

-Actuar como componedor en las cuestiones que se susciten como consecuencia de negocios concluídos en la Bolsa.

-Intervenir en los casos de liquidación coactiva como consecuencia del incumplimiento de los contratos de Bolsa.

Contra las decisiones de la Delegación de Bolsa que signifiquen una pena disciplinaria, se puede apelar ante las autoridades judiciales, y si esas decisiones fueran de carácter administrativo se puede apelar ante la Cámara de Comercio.

Todas las medidas que adopte la Cámara de Comercio deben ser consultadas a la Delegación de Bolsa.

En cada Cámara de Comercio, además de la Delegación de Bolsa, existe una Delegación Directiva de los Agentes de Cambio.

El número de sus componentes oscila entre 4 y 8, duran 2 años en sus funciones y pueden ser reelegidos. Son nombrados por la Asamblea General de los Agentes de Cambio.

La Delegación cumple funciones de policía administrativa, sus actividades están regladas por los reglamentos de cada Bolsa pero asignándole las siguientes atribuciones.

- a) Vigilar que los agentes inscriptos no violen las leyes o reglamentos en el ejercicio de sus funciones.
- b) En caso de ausencia de la Delegación de Bolsa sustituirla en las funciones de policía en las reuniones de Bolsa y asegurando el mantenimiento del orden.
- c) Establecer los precios medios de los Títulos y de otros valores admitidos a la cotización oficial. Proceder a la ejecución forzosa de los contratos de Bolsa cuando uno de los contratantes falte a sus obligaciones.
- d) Intervenir -a pedido de uno de los acreedores- en los casos de insolvencia de un operador de Bolsa.

La Delegación es solidariamente responsable de las obligaciones de los Agentes que la componen y a tal efecto tiene un fondo al cual cada Agente ingresa un aporte inicial de 1.000 liras y el 10% de todos los honorarios que perciba.

Cuando sea necesario retirar parte del fondo común para hacer frente a la insolvencia de un Agente, todos los agentes están obligados a reponer la suma retirada en un plazo de 15 días y por partes iguales. El agente insolvente no podrá reingresar a la Bolsa sin antes haber pagado lo que adeudaba a sus acreedores y al fondo común.

El corretaje de Bolsa está desempeñado por Agentes con carácter de oficiales públicos que son nombrados por decreto del Ministerio de Finanzas a propuesta de la Cámara de Comercio y de la Delegación de Bolsa.

Estos Agentes no pueden hacer por cuenta propia ninguna operación de Bolsa, ni realizar ninguna actividad comercial, ni actuar como consejeros, directores, administradores de entes que realicen actividades comerciales, industriales o crediticias.

Los requisitos para ser Agente de Bolsa son los siguientes:

- Tener 25 años por lo menos.
- Ser ciudadano italiano.
- Poseer certificado de buena conducta.
- Haber cursado estudios de segunda enseñanza y haber trabajado en un banco que opere en Bolsa o con un Agente de Cambio, durante no menos de 2 años.
- Rendir un examen práctico.

Deberán prestar una caución en la Cámara de Comercio de 500.000 a 1.000.000 de liras.

El Ministerio por medio de un Decreto puede -a pesar de haber cumplido con todos los requisitos- negarle la admisión sin aclaración del motivo.

Cada Agente de Cambio puede tener no más de dos representantes que reúnan iguales requisitos en cuanto a la edad, moralidad y honor que los titulares y que sean aprobados por la Delegación Directiva de los Agentes de Cambio para que reemplacen a los Agentes en el ejercicio de todas las funciones que la Ley les reserva.

Los Agentes pueden formar sociedades colectivas, siempre que no sean más de tres y que en la razón social figuren sus nombres únicamente.

La ventaja de formar una sociedad es que no deben efectuar cauciones individuales sino únicamente la requerida a un solo corredor. Las sociedades no tienen derecho a nombrar representantes y en el recinto de la Bolsa podrá operar solamente uno de sus miembros.

CAPITULO V

MERCADOS ABIERTOS

MERCADOS DE VALORES "NO OFICIALMENTE COTIZADOS".

Este tipo de mercados existe en las más importantes plazas comerciales y adopta distintas denominaciones según el país de que se trate.

5.1 - FRANCIA:

Ya desde 1572, año en que se reglamentó la profesión de los agentes de cambio, empezaron a existir agentes clandestinos los cuales competían con los agentes "oficiales". A pesar de las severas penas que se les impuso, tanto corporales como pecuniarias, no se pudo acabar con ellos. La Revolución Francesa, abolió el régimen de monopolio que detentaban los agentes de cambio. Al poco tiempo se reimplantó el régimen de privilegios de que gozaban y aparecieron nuevamente los corredores clandestinos.

En 1807, se dictó el Código de Comercio Francés el cual implantó el principio de la libertad de contratar, y es así que se formó un nuevo mercado libre al margen de la bolsa oficial. Este mercado libre denominado "coulisee" tenía también sus agentes, los cuales se denominaban "coulissiers". Tan grande fue la importancia que llegó a tener, en sus manos, la mayor parte del Mercado a Terminó.

A fines del siglo XIX el coulisee, fue reconocida oficialmente y luego de una serie de leyes por medio de las

cuales se reglamentó su funcionamiento, se dictó en 1898 una ley que limitó su campo de acción a los valores no cotizados en la bolsa oficial.

Estos mercados libres se organizaron en forma paralela con las bolsas oficiales, tal es así que los grupos de banqueros o de coulissiers que se formaron, modelaron sus reglamentos de acuerdo con los de las bolsas, fijando tarifas de comisiones, poderes disciplinarios, etc.

La Ley del 1 .2.1942, sometió a estos mercados al control de un Comité de Bolsas y Mercados de Valores.

Las operaciones en valores mobiliarios no cotizados en el mercado oficial, quedan reservados a los "corredores en valores mobiliarios", los cuales si bien no requieren los requisitos de los agentes de cambio, deben integrar una lista formada por el Comité de Bolsas y Mercado de Valores y reunir ciertos requisitos de idoneidad y responsabilidad.

5.2 - OTROS PAISES DE EUROPA:

En casi todos los países europeos funcionan mercados con características similares a los coulisse de Francia.

Por lo general tienen lugares y horas fijas de reunión, pudiendo ser éstas en algún gran establecimiento de crédito o en la misma bolsa, pero fuera del horario oficial. En Alemania, estos mercados toman el nombre de Winkeboersen.

5.3 - URUGUAY:

En el Uruguay funciona el mercado de "valores no inscriptos", los cuales se cotizan en plazas que se realizan en la misma Bolsa de Valores de Montevideo, pero fuera de las ruedas oficiales.

En 1959, se dictó una reglamentación que establece los requisitos que deben reunir las entidades emisoras para la introducción de dichos valores no inscriptos en el Registro Oficial.

La reglamentación también establece que las operaciones sobre valores no inscriptos deben realizarse al contado o hacerse efectiva el día hábil siguiente, y que éstas se regirán por las disposiciones estatutarias y reglamentarias para las operaciones oficiales. Asimismo, establece que las publicacaciones de las cotizaciones deben hacerse aclarando que se trata de valores no inscriptos, y que los corredores que realicen estas operaciones deben ajustar su desempeño a las mismas obligigaciones que rigen las actividades de los agentes que se desempeñan en el Mercado Oficial.

5.4 - OVER THE COUNTER EN NEW YORK.

Concepto:

Las Bolsas son entidades exclusivas en cuanto a los valores que se pueden traficar en ellas, y en cuanto a las personas que tienen acceso a ellas.

En la Bolsa de New York se trafica únicamente con

valores inscriptos, aunque en algunas otras Bolsas se puede operar con valores fuera de lista.

Pero además del tráfico de valores que se realiza en los recintos de las Bolsas existen operaciones en valores que se realizan fuera de éstas; a este tráfico realizado fuera de las Bolsas es lo que se denomina "Over the counter". Esta denominación proviene del siglo pasado, pues en esa época toda valor que se quisiese negociar y que no se hiciese por intermedio de la Bolsa debía negociarse a un traficante, realizándose la operación en el establecimiento de éste y "sobre el mostrador", de allí proviene el término "over the counter". El "over the counter" no tiene un lugar determinado como lo tiene una Bolsa, puede decirse que existe "over the counter" siempre que un individuo le venda a otros valores. Otra característica es que no puede haber varios "over the counter", como podría haber varias Bolsas, esto se debe a que el término "over the counter" representa a las operaciones realizadas fuera de la Bolsa.

Un error importante que se comete en cuanto al concepto del "over the counter", consiste en considerarlo como un Mercado de Valores no inscripto, cuando en realidad las operaciones "over the counter" muchas veces se realizan con valores inscriptos, y asimismo en las Bolsas a veces se opera con valores no inscriptos (fuera de lista). Otros nombres que se le dá son: "fuera de Bolsa", "Mercado informal", "por teléfono", etc.

ACTIVIDADES:

- 1.- Tráfico de acciones, ya sea de aquellas que se trafican únicamente "over the counter" y de las que también se trafican en Bolsas.

- 2.- La distribución de gran cantidad de valores mediante el proceso de "UNDERWRITING".
- 3.- La distribución secundaria de grandes cantidades de valores para posibilitar que el interesado haga una liquidación rápida, no siendo el proceso bursátil habitual adecuado.

Se trafica "over the counter" gran cantidad de emisiones, y son sumamente heterogéneas en cuanto a precios, emisoras, calidad, etc.

Número de emisiones:

Dadas las características de las operaciones "o-ver the counter" es imposible saber con exactitud el número de acciones que se trafican bajo esta forma, ni el monto de las operaciones.

Se calcula que hay más de 80.000 emisiones que pueden traficarse over the counter, de las cuales en realidad se trafican aproximadamente 32.000.-

De dichas 80.000 emisiones, 75.000 corresponden a sociedades y 5.000 son emisiones gubernamentales.

Diariamente se realizan alrededor de 25.000 transacciones en las cuales participan unas 3.000 emisiones distintas.

Es interesante destacar que el monto de las transacciones realizadas "over the counter" que corresponden a emisiones inscriptas, es mayor que el monto de operaciones de valores que son puramente "over the counter".

En 1949 las operaciones "over the counter" representaban el 68.8% del total del dinero involucrado en la reventa de valores, mostrando especial importancia las transacciones en bonos corporativos, obligaciones Federales, Estatales y locales, y una importancia menor en cuanto a la compra-venta de acciones.

Calidad de los valores:

La calidad de los valores operados "over the counter" es de lo más heterogénea, a continuación se da una lista de ellos (el orden en ésta, viene dado por la calidad de los papeles y no por la importancia del volumen operado).

- 1.- Obligaciones gubernamentales, incluyendo las del Gobierno Federal y las de los 50 gobiernos locales.
- 2.- Obligaciones de corporaciones poco conocidas.
- 3.- Obligaciones de equipos emitidas por Compañías Ferroviarias.
- 4.- Obligaciones de gobiernos y corporaciones extranjeras.
- 5.- Bonos corporativos, algunos de los cuales se trafican también en Bolsas.
- 6.- Acciones preferidas y comunes. Según un cálculo de la SEG., había unas 4.043 emisiones traficadas exclusivamente "over the counter". El valor mercantil de estas emisiones representaban el 20% del valor mercantil de todas las acciones inscriptas en Bolsas. Las acciones preferidas tienen poco movimiento "over the counter".

Las acciones comunes son el sector de menor uniformidad en cuanto a calidad, mencionaremos los siguientes grupos:

- a) Acciones de Bancos Comerciales. No hay una sola de estas conservadoras emisiones que esté inscripta en alguna Bolsa.
- b) Acciones de compañías de seguros de vida, éstas se trafican también todas fuera de Bolsa.
- c) Acciones de compañías de seguros, contra incendio y accidentes. Salvo contadas excepciones, se trafican todas "over the counter".
- d) Acciones de compañías de inversión, se trafican solo "over the counter".

e) Acciones de compañías misceláneas de gran renombre.

Se trafican exclusivamente "over the counter", algunas acciones de compañías de gran prestigio en sus respectivos campos. Por ejemplo: De Beers, Mcmillan, Time, etc.

f) Acciones de compañías de servicio público, se trafican casi todo "over the counter".

g) Acciones de compañías extranjeras, de estas algunas tienen acciones inscriptas en las Bolsas.

h) Acciones expulsadas de las Bolsas; entre ellas algunas son de prestigio, por ejemplo: las de Cannon Mills.

Razones para preferir el "over the counter".

Por el hecho que una emisión se encuentre solamente en el "over the counter", no se puede presumir que la calidad de ésta no sea buena, por el contrario hay acciones de gran prestigio que se trafican exclusivamente "over the counter".

Una emisión si bien es de gran calidad, puede no haber ganado el acceso a una Bolsa por los siguientes motivos:

- 1.- Estar la emisión distribuída entre pocos poseedores.
- 2.- Ser pequeña la emisión.
- 3.- Ser una emisión de escaso tráfico y que no convenga incurrir en los costos que representa la inscripción.
- 4.- Haber poco interés especulativo en la acción, en consecuencia si se inscribiera su movimiento será escaso.

Funcionamiento del mercado "over the counter".

En las Bolsas los vendedores y compradores por intermedio de los corredores, se encuentran en el "floor" para realizar las operaciones. En el "over the counter" el método seguido es la negociación entre corredores-trafficantes o entre una persona y el corredor trafficante.

El corredor traficante: El corredor traficante es la figura principal del "over the counter".

Asumen grandes riesgos en el desempeño de su función, es por esto que algunas casas de corredores traficantes se capitalizan en menos de u\$s. 50.000; pero también hay grandes casas de corredores traficantes con capitalizaciones de más de u\$s. 5.000.000.

Las principales casas dedicadas a este negocio se encuentran en New York.

Algunas casas negocian solo con otros traficantes mientras que otras lo hacen con el público.

Los corredores traficantes pueden dividirse en los siguientes grupos:

- 1.- La casa "over the counter"; trafica solamente con emisiones de tráfico extra-bursátil.
- 2.- El banco de inversión; se dedica a la distribución de emisiones nuevas y a hacer el mercado a emisiones ya distribuidas.
- 3.- El banco traficante; se dedica en forma exclusiva a hacer el mercado en Obligaciones Federales, Estatales y Locales.
- 4.- La casa especializada en obligaciones municipales; generalmente se dedica solamente a este ramo.
- 5.- La casa especializada en obligaciones federales; se dedica, por lo general, en forma exclusiva a este tipo de obligaciones.
- 6.- El corredor de Bolsa; cuando la firma de corretaje es afiliada a una o más bolsas, además de sus actividades fuera de Bolsa.

Información sobre precios y cotizaciones.

Las informaciones que se pueden ofrecer al público sobre el mercado "over the counter" son, por las caracterís-

ticas del mismo, fragmentarias, escasas y no muy confiables.

La Asociación Nacional de Traficantes de Valores (NASD), provee a los principales periódicos informes diarios respecto a cotizaciones de corredores traficantes, y es por vía de estos periódicos que llega la información al público.

Los datos se refieren a cotizaciones y no a precios de transacciones consumadas.

Las cotizaciones que se publican suelen ser promedios de las ofrecidas por distintos traficantes. De esta manera el público tiene una idea, aunque no exacta, de los precios a que pudo haber comprado o vendido algún valor en el día anterior.

Estas informaciones publicadas por los periódicos, se refieren al mercado externo, es decir que son precios para la venta al público. Además del mercado externo (venta al público), existe el mercado interno, que son las operaciones que se realizan entre corredores traficantes.

Lógicamente el precio de los papeles en el mercado interno será distinto que en el mercado externo. En el mercado interno los precios de compra son mayores y los precios de venta son menores que en el mercado externo.

Transacciones.

Un individuo o institución, que desee adquirir o vender un valor "over the counter" puede hacer contacto directo con un traficante, o puede comunicarse con su corredor quien diligencia la transacción con un traficante. Esta segunda alternativa es la más frecuente.

Costo:

Para el cliente suele ser más costosa una transac

ción hecha "over the counter" que una transacción de igual valor mercantil hecha en la Bolsa.

Esto se debe a que las comisiones cobradas por las operaciones "over the counter" oscilan entre un mínimo que es igual al cobrado en concepto de comisiones en las Bolsas, y un máximo que es igual a dos veces las comisiones cobradas en las Bolsas.

Los intentos hechos para uniformar estas comisiones, como así también las diferencias entre el precio de compra y el de venta que se quedan los traficantes, se han estrellado en la fuerte oposición ejercida por ellos.

La Asociación Nacional de Traficantes en Valores (NASD).

La Ley Maloney de 1938, autoriza a las firmas de corredores traficantes del "over the counter" a organizarse para fijar reglas de conducta para sus asociados.

Haciendo uso de esta autorización, se ha formado la NASD, que tiene por objeto unificar algunas de las prácticas del "over the counter". A estos efectos ha establecido un código a través del cual se fijan sanas reglas en cuanto a entregas de valores vendidos, confirmaciones, transferencias, cálculos de intereses, etc.

Asimismo, la NASD, ha establecido un código de ética que no constituye un cuerpo de leyes. Algunos de estos principios son los siguientes:

- 1.- Los recargos han de ser razonables y no se discriminará entre un cliente y otro.
- 2.- Los miembros no harán cotizaciones si no están de acuerdo en negociar conforme con ellas.
- 3.- Los miembros han de comprar y vender por cuenta propia a precios justos y razonables, teniendo en cuenta: costo, riesgo,

condiciones del mercado y ganancia.

- 4.- No han de inducir los miembros a nadie para que inflencie los precios de los valores.
- 5.- Se prohíbe el uso de todo ardid o artificio de naturaleza fraudulenta para lograr una operación.
- 6.- Todo cliente tiene derecho a que el miembro con quien trata le informe si actúa en calidad de corredor o de traficante.
- 7.- Todo miembro queda obligado a revelar su situación financiera a solicitud del cliente.
- 8.- Los miembros al tratar con corredores o traficantes no afiliados a la NASD, han de ofrecer estos últimos iguales términos que al público en general.

La regla del 5%.

En 1943 la NASD, como consecuencia de un estudio, declaró que los recargos de más del 5% debían ser considerados como excesivos. Si bien esto no era una regla sino más bien una expresión de deseos, no por ello los miembros de la NASD, dejaron de mostrar su disgusto por lo que dio en llamarse la regla del 5%.

No se ha insistido mucho en su cumplimiento, y es por ello que aún hoy en día no hay una norma fija sobre los recargos en el "over the counter". Específicamente, se ha establecido que el recargo puede ser mayor del 5% en los siguientes casos:

- Cuando el traficante vende un valor que ha poseído por mucho tiempo.
- Cuando se trata de acciones cuyos precios son inferiores a \$10.-

En aquellos casos en que el cliente compre un valor con el producido de la venta de otro y ambas operaciones las realice por intermedio del mismo traficante, la NASD ha insistido en que para la aplicación del 5% se considere la compra y la venta como una sola operación.

A pesar de lo indefinido de la regla, la NASD, suele imponer sanciones cuando uno de sus miembros se extralimita en sus recargos.

Acción disciplinaria.

La Ley Maloney da amplias atribuciones a la NASD para aplicar sanciones con el objeto de hacer cumplir sus reglas.

Estas sanciones pueden tomar la forma de una reprimenda, multa, suspensión, e incluso la expulsión del miembro de la NASD.

La acusación puede ser hecha por otro miembro de la NASD, por la NASD misma o por una persona extraña a ella.

Luego se realiza una vista ante un comité de la NASD que puede absolver o inculpar al acusado. Si el veredicto le es adverso, el acusado puede apelar en primer instancia ante la Junta de Gobernadores y luego ante la SEC. Finalmente puede llevar la apelación ante las cortes federales.

La SEC puede revisar todas las acciones disciplinarias de la NASD a petición de la parte declarada culpable o bien por iniciativa propia.

A los efectos de determinar las violaciones a las reglas establecidas, la NASD practica exámenes sorpresivos y frecuentes en los libros de sus miembros.

5.5 - DECLARACION DE LA "REUNION DE BOLSAS Y MERCADOS DE VALORES DE AMERICA" REALIZADA EN EL AÑO 1961, EN LA BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES.

Recomienda:

- a) Que las Bolsas y Mercados de Valores de América apoyen la creación de sociedades colocadoras de acciones para distribuciones primarias, como instrumentos complementarios para la mejor adecuación, entre la oferta y la demanda de capitales que se cumplen en el ámbito bursátil.
- b) Que las Bolsas o Mercados de Valores de América apoyen la sanción de normas legales que hagan posible las ofertas públicas de valores no cotizados oficialmente en la Bolsa, con los debidos recaudos de garantía.
- c) Que las Bolsas o Mercados de Valores de América sugieran la fijación de normas que reglamenten la publicidad sobre emisiones de valores mobiliarios que van a ser colocados entre el público mediante ofrecimientos públicos.

También se consideró que en la negociación de valores mobiliarios sin cotización, se tenga en cuenta el establecimiento de disposiciones que garanticen al público inversor la corrección de la intermediación y de las negociaciones, y la necesidad de que las entidades emisoras de estos valores soliciten, una vez cumplidos los requisitos necesarios para su admisión en el Mercado Oficial, su cotización en la Bolsa.

5.6 - LOS MERCADOS ABIERTOS EN LA ARGENTINA.

En la Argentina solo el 4% del total de S.A., se cotizan en el Mercado de Valores de Buenos Aires, y es el único en el país que puede decirse que desarrolla una actividad apreciable.

Del resto de las S.A. (las que no cotizan oficialmente) hay algunas que son realmente grandes empresas y otras que si bien no han alcanzado aún una gran expansión, cuentan con sólidas bases y excelentes perspectivas. Estas S.A., no cotizan sus acciones en el Mercado de Valores por la serie de requisitos que deberían cumplir y que muchas veces no están en condiciones de hacerlo (dividendo satisfactorio durante determinado número de ejercicios, información permanente y periódica a la Bolsa y a los órganos de contralor oficial, etc.)

Esto ha determinado la creación de un mercado que funciona al margen del oficial. En el país existen varias sociedades que por intermedio de corredores o de sociedades colocadoras de acciones, ofrecen sus valores al público.

Por este sistema se han vendido grandes cantidades de acciones, de S.A. prestigiosas en algunos casos, pero también de S.A. improvisadas y desconocidas.

Esto demuestra una vez más las necesidades de reformar la legislación en este aspecto, brindándole al público inversor una protección de sus cuantiosos intereses y que impida el fraude.

El problema principal que se opone al establecimiento de una legislación de los mercados no oficiales es la confusión existente sobre lo que es un Mercado de Valores no oficialmente cotizados.

Se ha afirmado que el Mercado de Valores no oficialmente cotizados tiene por objeto operar con acciones que no

han sido autorizadas a cotizarse oficialmente, siendo en consecuencia una incontrolada actividad que consiste en colocar acciones de cualquier clase y origen entre el público inversor.

Quienes afirman esto se equivocan, pues el "Mercado de Valores no oficialmente cotizados" en los países más adelantados, está sometido a una prolija reglamentación que abarca sus más importantes aspectos, desde los requisitos de fondo y de forma que deben llenar las sociedades que desean cotizar sus papeles y las condiciones que deben reunir indispensablemente quienes actúan como intermediarios, hasta la determinación del género de transacciones que pueden realizarse, el tiempo, el modo y lugar de su realización, la publicidad de las cotizaciones, la fiscalización que ejercen las entidades privadas y oficiales, etc.

Por todo esto, dicho Mercado presenta grandes analogías con el Mercado Oficial, pero con la salvedad de que las exigencias legales y reglamentarias son, en general menos rigurosas que las establecidas para la negociación de los papeles inscriptos en la Bolsa para su cotización oficial.

CAPITULO VI

C O N C L U S I O N E S

6.1 - CRITICAS AL SISTEMA ACTUAL DE LA BOLSA ARGENTINA.

La Bolsa no es el gran centro financiero que el país necesita, pués de las 20.000 sociedades anónimas que existen en nuestro medio, sólo poco más de 650 cotizan sus papeles en su ámbito.

En general, no es realmente efectiva como canalizadora del ahorro, puesto que existen decenas de miles de millones de pesos en cajas de ahorro que podrían orientarse hacia inversiones industriales o comerciales.

Con respecto a este problema es necesario destacar la falta de divulgación acerca de lo que es la Bolsa de Valores y la función que desempeña. En el interior las operaciones bursátiles son prácticamente desconocidas y una encuesta especializada indicó que el 90% de los clientes de los comisionistas residen en Buenos Aires y sus alrededores. Por otra parte, los fondos comunes de inversión creados en 1961 por la ley número 15.888, si bien podrían ser de gran ayuda para el encauzamiento del ahorro hacia las inversiones bursátiles, no recibieron aún el apoyo necesario por parte de los organismos oficiales como para que puedan cumplir adecuadamente con su cometido.

Panorámicamente el Mercado de Valores tiene una importancia muy limitada y su actual capital es exiguo para garantizar el volumen de las transacciones que en él se realizan.

El Mercado podría extender sus funciones, actuar

como banquero de los comisionistas, efectuar tareas de financiación, como ser el otorgamiento de préstamos con caución de valores para garantías de operaciones a plazos, si adecuara su capital al movimiento intrínseco de su ámbito.

En otras plazas, existen comisionistas especializados en diversos tipos de operaciones, con lo cual se consigue una distribución racional del trabajo y una mayor eficiencia operativa, estableciendo una forma de actividad total mucho mas equilibrada y clara. En la Bolsa de Buenos Aires el comisionista realiza todo tipo de operaciones; opera por cuenta del cliente y por sí mismo, al contado y a plazo, en títulos públicos y en valores privados, interviene en operaciones de financiación, etc.

Este proceso se hace cada vez más difícil debido a que la ampliación lógica de la plaza va creando una estructura multifacética casi imposible de abarcar por una sola persona.

Por ejemplo, tenemos el caso de las operaciones a plazos que, en general, son poco ágiles y el régimen de garantía que las rodea muy estricto.

Con una institución de mayor respaldo patrimonial y comisionistas de solvencia más sólida, podrían dejarse de lado parte de los recaudos que rodean actualmente este tipo de operaciones. Por otra parte, debería eliminarse de las disposiciones vigentes la enumeración taxativa de las clases de operaciones que se pueden realizar en la Bolsa, y dejar su determinación por los reglamentos del mercado.

Para la cotización de un determinado papel en el Mercado de Valores, se exige que reúna diversos requisitos conectados con la importancia del emisor, seguridad del papel y actividad bursátil. Sería conveniente la creación de otro Mercado de Valores en el cual podrían cotizarse los valores sin la necesidad de tantos requisitos.

Una crítica que se le hace al actual régimen vigente, es que con el pretexto de garantizar el interés de los inversores y emisores el Banco Central impone su voluntad absoluta en la vida interna del Mercado de Valores, perdiendo éste las atribuciones y facultades que le son propias. Esta crítica carece completamente de fundamento, pues con ese mismo criterio también sería natural que los bancos pudieran disponer a su arbitrio de los depósitos, efectuar las inversiones que más les agradaran, de manejar sus encajes mínimos, de fijar su tasa de interés, etc.; también sería natural que las compañías de seguros exigieran liberarse de la tutela de la Superintendencia de Seguros.

Y así infinidad de actividades que están reglamentadas por el Estado en ejercicio de su poder policía y en beneficio a los intereses comunes de la Nación, podrían levantarse contra esas reglamentaciones invocando principios de libertad y responsabilidad.

En cuanto a la libertad de los comisionistas para actuar, ella no está limitada en lo más mínimo, siempre que se refiera a operaciones correctas y que no perjudiquen a terceros.

El Mercado de Valores tiene una misión muy importante que cumplir en el desarrollo económico, pues él es el instrumento más adecuado y natural para proveer los capitales que precisan las empresas.

Interesa por lo tanto al país que ese instrumento funcione en la forma más eficiente posible; que sirva de elemento de promoción y no de obstáculo en su desenvolvimiento industrial; que su mecanismo sea adaptable a las distintas modalidades de la realidad económica nacional, y que las normas que reglamentan sus actividades sean elásticas para que permitan la

... en el movimiento de capitales.

6.2 - ANTEPROYECTO DE LEY DE OFERTA PUBLICA.

El presente trabajo se hizo con la idea de presentar una imagen de la evolución de las Bolsas y Mercados de Valores, incluyendo dentro de ese panorama nuestro país, para luego pasar a una comparación de los regímenes legales en los distintos medios en que se desenvuelven. El trabajo finalizará con una crítica del régimen legal Argentino y con las conclusiones que pudieran extraerse de éste.

Al llegar a este punto creemos conveniente incluir el estudio de un anteproyecto de "ley de oferta pública de valores, bolsas o mercados de comercio y mercados de valores mobiliarios"; presentado a la H.Cámara de Diputados de la Nación el 23.2.65.-

El referido anteproyecto está firmado por las Bolsas de Comercio de: Buenos Aires, Córdoba, Santa Fé, Tucumán, Mendoza, San Juan. Mercado de Valores de: Buenos Aires, Córdoba, Mar del Plata, Mendoza. Nada mejor sobre el tema que nos atañe que lo expresado por estos conocedores de la materia, quienes, en la declaración de motivos del mencionado anteproyecto, entre otras cosas, mencionan: ...La legislación vigente en la materia es anacrónica, carece de una adecuada formulación legislativa, y está contenida en numerosas disposiciones dispersas, dictadas en épocas distintas y que responden a concepciones jurídicas diferentes.

El Código de Comercio de 1889, basado en el Código Francés no pudo prever la expansión que tuvieron en el siglo XX, tanto las S.A. como las Bolsas de Comercio y los Mercados de Valores.

Las modificaciones parciales operadas en el Código de Comercio por medio de los decretos de 1946 y 1949, fueron

hechas tomando como base la legislación de los Estados Unidos de Norteamérica, pero solo en apariencia, pues el sentido de ésta se vé desvirtuado. Una pauta de ello es la incorrecta estructura dada a la comisión de valores, su dependencia práctica del Banco Central, imprecisiones terminológicas y otras omisiones notorias. Cabe recordar la concepción del gobierno al tiempo de dictarse los citados decretos.

...El auge de las S.A. cuyo principio de la limitación de la responsabilidad de las personas, a las sumas cuyo aporte prometieron y la división del capital en títulos de fácil circulación, impulsaron la movilización del ahorro privado. Es necesario, en consecuencia una legislación que proteja el ahorro y que facilite el desarrollo de la iniciativa individual y el espíritu de empresa.

Un índice de la importancia de las negociaciones de valores mobiliarios es la siguiente:

En 1937 existían 1.146 S.A., actualmente hay alrededor de 20.000.-

En la Bolsa de Comercio había en 1950, 266 sociedades admitidas y en 1964 había 644 sociedades que cotizaban sus acciones en la Bolsa con un capital nominal superior a los 141 mil millones de pesos.

Entre el 1.7.1963 y el 30.6.1964 se negociaron en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 292.650.088 acciones por un monto de \$ 36.687.361.270. Las Bolsas de Comercio y los Mercados de Valores Mobiliarios argentinos consideran que el proyecto elaborado, cuya redacción se ha orientado en los principios básicos de la legislación de EE.UU. con las modificaciones exigidas por la valoración de elementos nacionales permite un acertado equilibrio de la acción estatal y de las instituciones bursátiles en vista a la protección del público inversor y la

creación de condiciones de seguridad y confianza que impulsen la difusión de la propiedad de valores mobiliarios, con los controles jurídicos necesarios, pero sin ingerencias estatales obstrectoras de los negocios.

Análisis del Anteproyecto
(Declaración de Motivos)

CAPITULO 1:

Se considera necesaria la existencia de una dependencia estatal que ejerza el poder de policía con relación a las instituciones bursátiles, a la oferta pública y a la negociacion de los valores mobiliarios emitidos por las sociedades privadas y de economía mixta, y que actúe como asesor de los entes estatales en cuanto a la emisión de valores públicos se refiere.

Se estructura para ello la Comisión Nacional de Valores como una entidad autárquica nacional, con jurisdicción en todo el país, y con carácter de organismo exclusivamente técnico.

El proyecto, al precisar el concepto y régimen de la oferta pública de valores mobiliarios, incluyendo las operaciones realizadas fuera de las bolsas de comercio y sin la fiscalización y garantía de los Mercados de Valores mobiliarios -lo cual es una innovación muy importante en el régimen jurídico Argentino- satisface de esta forma la necesidad de proteger a grandes núcleos de pequeños y medianos inversores que adquieren valores mobiliarios no cotizados en entidades bursátiles o cuyanegociación se realiza fuera de los recintos de dichas instituciones pese a estar autorizados a cotizar.

Según el régimen proyectado no se podrán efectuar ofertas públicas de valores sin la autorización de la Comisión

Nacional de Valores, la cual será otorgada cuando se compruebe el cumplimiento de los requisitos establecidos por la Ley. En consecuencia se deroga la facultad discrecional que actualmente ejerce, en consideración a la capacidad de absorción del mercado financiero. Asimismo, por este anteproyecto, se amplían las atribuciones del ente estatal, extendiéndolo no sólo a las instituciones bursátiles, empresas emisoras y agentes de bolsa, si no a todas las instituciones (unipersonales y sociedades) que intervengan directa o indirectamente en la oferta y negociación pública de valores, cualquiera sea la forma o medio utilizado.

En definitiva, el proyecto organiza un control estable y continuado de la oferta pública en salvaguarda, primordialmente, de los inversores.

El proyecto modifica el régimen vigente en dos aspectos substanciales: a) Verifica las facultades de fiscalización del Estado en una sola entidad. b) Suprime las ingerencias del Banco Central al otorgar todas las facultades a la Comisión Nacional de Valores.

El funcionamiento de la Comisión de Valores actual en estrecha dependencia con el Banco Central ha demostrado los vicios del sistema. Alguno de los principales son: Sus miembros carecen de especialidad técnica y de la dedicación necesaria. La actividad permanente de la Comisión de Valores se ejerce a través de los funcionarios del Banco Central, diluyéndose así la responsabilidad y la estructura orgánica que deben caracterizar a las reparticiones del Estado. Además, las facultades en materia bursátil otorgadas al Banco Central, en desmedro de la Comisión de Valores restan jerarquía a esta última, y atentan contra la eficacia y la unidad de las decisiones que deben primar en la fiscalización del mercado mobiliario nacional.

Con el objeto de garantizar los derechos de las personas y entidades sometidas a la fiscalización de la Comisión Nacional de Valores, por este Decreto, se crea un recurso judicial contra sus decisiones a ser interpuesto por ante los Tribunales de Segunda instancia en lo Federal.

CAPITULO II.

El capítulo II del proyecto está dedicado a la oferta pública de valores mobiliarios. El carácter público de la oferta se dirige al público en general o a grupos determinados; b) Por el sujeto ofertante, ya sea la sociedad emisora u organizaciones dedicadas al comercio de los valores mobiliarios. Ello significa que el proyecto considera oferta pública la realizada en una Bolsa de Comercio, ya que reúne los requisitos enumerados y también la oferta cuando se realice fuera de los recintos bursátiles y cuando reúna las condiciones exigidas.

Dado el carácter de las funciones de la Comisión Nacional de Valores en materia de oferta pública de valores, no resulta procedente la inclusión, en este aspecto, de los títulos emitidos por el Estado, limitándose en estos casos a actuar como asesora de los entes estatales y a fiscalizar su negociación.

El proyecto establece que la reglamentación deberá contener tres clases de disposiciones:

- a) requisitos y formalidades que deberán cumplir los emisores para que sus valores pueden ser ofrecidos públicamente.
- b) Normas que han de regir la actuación de cualquier ofertante de los mencionados valores una vez que la oferta pública de los mismos haya sido autorizada.
- c) Plazos dentro de los cuales deberá comenzar a ofertar públicamente los valores autorizados.

El proyecto también establece el plazo dentro del cual la Comisión Nacional de Valores deberá expedirse sobre las solicitudes de cotización pública de valores, con el propósito de evitar que dilaciones motivadas en los trámites administrativos ocasionen perjuicios a las empresas emisoras.

El requisito de inscripción en un registro y de más recaudos previstos son de cumplimiento previo e ineludible para quienes deseen realizar ofertas públicas de valores mobiliarios. Cuando los Agentes de Bolsa actúen en la negociación de valores mobiliarios fuera de los recintos bursátiles, deberán cumplir con todos los recaudos exigidos a todo ofertante de valores públicamente ofrecidos.

CAPITULO III:

Este capítulo trata sobre Bolsas o Mercados de Comercio en general, fue incluido en el proyecto con el objeto de lograr una mayor precisión en el ámbito de aplicación de la ley y poner término a las confusiones terminológicas existentes.

Las disposiciones de este capítulo se aplicarán a cualquier clase de Bolsa o Mercado de Comercio, puesto que son disposiciones generales, debiendo estas regirse por las leyes o reglamentos específicos que correspondan según su objeto.

CAPITULO IV:

Este capítulo del proyecto legisla sobre la oferta pública realizada en las Bolsas de Comercio.

La Comisión Nacional de Valores ejerce el control respecto de la negociación de valores, sobre las instituciones pertinentes y los operadores, pero a su vez son las mismas entidades las que tienen a su cargo la fiscalización de las operaciones realizadas por sus miembros.

El proyecto exige la autorización del Poder Ejecutivo Nacional, para que las Bolsas de Comercio -de todo el país- puedan cotizar valores mobiliarios siendo el retiro de dicha autorización causal de disolución. El proyecto estructura en materia de oferta de valores en el ámbito bursátil una concepción especial basada en la representatividad de la Bolsa de Comercio, que agrupa en su seno a los diversos sectores interesados en la negociación de dichos valores.

La oferta pública de valores puede hacerse en una Bolsa de Comercio, en cuyo caso deberá tener la aprobación de la Comisión Nacional de Valores y de la Comisión de Títulos de dicha Bolsa de Comercio. En caso de que la oferta pública sea hecha en una Bolsa de Comercio, sólo requerirá la aprobación de la Comisión Nacional de Valores.

Las decisiones de las Bolsas de Comercio podrán ser apeladas en igual forma que las decisiones de la Comisión Nacional de Valores, pero el Tribunal competente será el ordinario de la jurisdicción que corresponda, puesto que las partes intervinientes, son personas de derecho privado.

Los mercados de valores mobiliarios, organismos técnicos de fiscalización y liquidación de las operaciones sobre valores mobiliarios, integran o adhieren a una Bolsa de Comercio autorizada a cotizar valores mobiliarios, incorporándose a la misma como socios o asociados, según se halle constituida la Bolsa correspondiente como Sociedad Anónima, o asociación civil con personería jurídica.

CAPITULO V:

Tiene por objeto: a) Subsanan los errores de calificación jurídica incurridos por el legislador en 1889 y leyes posteriores. b) Incorporar al texto legal disposiciones de

fondo dispersas actualmente en decretos y reglamentaciones administrativas, en algunos casos inconstitucionales. c) Otorgar una mayor responsabilidad a los Mercados de Valores Mobiliarios, acorde con la importancia que han adquirido en la actualidad, la naturaleza de sus funciones y los principios de autorregulación que orientan la moderna legislación. d) Dar una mayor elasticidad a las actividades que se reglamentan en consideración al permanente estado evolutivo que caracteriza el derecho bursátil.

El proyecto denomina Agentes de Bolsa a los sujetos que el Código de Comercio denomina Corredores de Bolsa. El corredor de Bolsa no es meramente un intermediario que acerca las partes intervinientes sino que, normalmente, perfecciona el negocio jurídico actuando en nombre propio por cuenta ajena; empero este concepto ha ido evolucionando y actualmente el comisionista de Bolsa no se limita a actuar de esa forma, sino que, en muchos casos realiza funciones de agente financiero reuniendo capitales para la formación de empresas privadas.

Por ello el proyecto adopta la denominación de "Agentes de Bolsa" comprensiva de las diversas modalidades de actuar mencionadas.

Conforme con el proyecto los Agentes de Bolsa se rigen por los siguientes principios:

- a) Cuando realicen operaciones con valores mobiliarios autorizados a cotizar por una Bolsa de Comercio en el recinto de la misma, se hallarán sujetos a las disposiciones de esta ley, al control de la Comisión Nacional de Valores y obligados a inscribirse en el registro previsto por el Art. 32°.
- b) Cuando además efectúen ofertas públicas de valores mobiliarios fuera de los recintos bursátiles deberán inscribirse en el registro creado por el Art. 17°, serán fiscalizados por la

Comisión Nacional de Valores y deberán cumplir con las leyes de fondo y disposiciones administrativas.

- c) Cuando actúen como agentes financieros deberán adecuar su actuación a las disposiciones vigentes en materia financiera.

El proyecto de este capítulo establece también que:

- Es obligación de los Mercados de Valores Mobiliarios reglamentar las formalidades y requisitos que deberán cumplir las sociedades de Agentes de Bolsa y las constituídas entre éstos y otras personas.
- Por medio del Art.40º, se delega en los Mercados de Valores Mobiliarios, la reglamentación del ejercicio de las funciones de Agente de Bolsa.
- Modifica el régimen actual por cuanto la fiscalización estatal sobre la actuación de los Agentes de Cambio, se realiza por medio de la Comisión Nacional de Valores en lugar del Banco Central.

CAPITULO VI:

Este capítulo del proyecto trata sobre operaciones y garantías.

El proyecto en lugar de enumerar en forma taxativa los tipos de operaciones que pueden realizarse en los Mercados de Valores Mobiliarios (como se hizo por medio del decreto 12.793/49, que trajo innumerables problemas y que obligó al Banco Central a dictar normas complementarias) deja liberada a cada institución, por medio de sus estatutos y reglamentaciones, la determinación de las modalidades en que se podrá operar y de los casos y condiciones en que se garantizará dicho cumplimiento. El fundamento de la modificación radica en la conveniencia

de otorgar una mayor elasticidad al mercado financiero bursátil, sin afectar el patrimonio de los Mercados de Valores Mobiliarios que constituye la garantía normal de las operaciones que ellos registran y fiscalizan.

Con relación al fondo de garantía el proyecto autoriza la capitalización de las sumas acumuladas al mismo que excedan el monto del capital suscrito del respectivo Mercado de Valores Mobiliarios, y exime de todo gravamen a las sumas destinadas a dicho fondo, atento el carácter de obligatorio del mismo y su finalidad de protección a los inversores.

CAPITULO VII:

En este capítulo el proyecto faculta a los Mercados de Valores Mobiliarios a aplicar medidas disciplinarias a los Agentes de Bolsa que hayan transgredido las disposiciones que regulan su actuación en dichos mercados.

Asimismo, la Comisión Nacional de Valores, podrá requerir a los Mercados de Valores Mobiliarios, la aplicación de las medidas disciplinarias que considere oportunas.

También se establecen los recusos que le cabe al Agente de Cambio en contra de las medidas disciplinarias adoptadas por los Mercados de Valores Mobiliarios en perjuicio suyo, como así también respecto de quienes soliciten inscripción para poder actuar como Agentes de Bolsa.

El proyecto deja establecido que la Comisión Nacional de Valores, podrá recurrir judicialmente de cualquier decisión adoptada por los Mercados de Valores Mobiliarios respecto de medidas disciplinarias aplicadas a los Agentes de Bolsa, cuando las mismas no signifiquen, a su criterio, el restablecimiento del orden legal vulnerado.

6.3 - PROYECTO DEL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.

Con fecha 24.6.65, se dio a conocer a la opinión pública, un anteproyecto de ley del Banco Central sobre Bolsas y Mercados de Valores, que fue remitido a la consideración de las Bolsas de Comercio y de las demás instituciones vinculadas con las operaciones bursátiles.

Analizando el mencionado anteproyecto puede apreciarse que no existe una gran diferencia con el decreto-ley N° 15.353/46 (Ley 13.894) y la reglamentación de la Comisión de Valores, e inclusive que no se aportan elementos nuevos que impliquen una sustancial modificación del régimen legal vigente.

Las modificaciones y elementos nuevos que incluye el anteproyecto pueden resumirse en lo siguiente:

-Definición de los términos de "oferta pública", lo cual será el elemento condicionante para que las operaciones se ajusten a las normas del anteproyecto.

La definición precisa del término oferta pública es una necesidad que se hace notar día a día y que no ha sido contemplada en ninguno de los textos legales vigentes.

-En cuanto a la integración de la Comisión Nacional de Valores se agrega entre sus miembros: un representante del Consejo Federal de Inversores, uno de las entidades Gestoras de Fondos Comunes de Inversión, uno de las empresas que coticen sus acciones en la Bolsa y uno de los inversores.

Aquí, como en todo el anteproyecto puede notarse que en su preparación se ha puesto especial énfasis en la protección del inversor, el cual actualmente se halla sin las garantías necesarias para el riesgo que corre; lo cual en última instancia determina que un gran número de posibles accio -

nistas se abstengan de invertir sus capitales en el mercado hrsátil por los peligros enunciados.

Se consideran como infracciones; la propaganda desleal, la usura, la competencia desleal, y toda práctica contraria a la ética comercial.

Respecto de las sanciones: establécese que las transgresiones a esta ley en que incurran las Sociedades Anónimas autorizadas para cotizar sus acciones en Bolsa, como así también sus dirigentes, podrán ser sancionados con; apercibimientos, inhabilitación temporal o permanente para integrar de rectorios de entidades comprendidas en esta ley, y multas de hasta un 5% del capital de la empresa o del monto total de la operación que motivó la sanción.

-Establece que la Comisión de Valores será el órgano de primera instancia para la aplicación de las sanciones y que sus resoluciones podrán ser apelables ante la Sala en lo contencioso-administrativo de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Federal. Actualmente las resoluciones de la Comisión de Valores son apelables ante el Banco Central de la República Argentina.

-La decisión del Banco Central de no autorizar la constitución de nuevas Bolsas o Mercados de Valores no gozará de recurso alguno por considerarse un acto de la política económica del gobierno.

-El Banco Central podrá exigir el aumento del número de comi -sionistas (el cual lo fija cada Bolsa), cuando la cantidad de operaciones de un mercado exceda del término medio de años anteriores y los comisionistas no puedan atender con eficiencia y sin demora los pedidos de sus clientes.

-Se prohíbe a los comisionistas cualquier acto que directa o indirectamente pueda perturbar la libre formación de los precios.

Un índice de la importancia que se le da a este aspecto es que a los comisionistas hasta se les prohíbe hacer circular rumores tendientes a presionar sobre el precio de determinado papel.

- El comisionista que por un año no actuare, o que durante dos ejercicios incurriera en notoria inasistencia a las ruedas, deberá ser eliminado del registro de comisionistas.
- El aspecto más importante del anteproyecto, es la creación de un fondo de garantía (similar al de las Bolsas Italianas), con el cual se garantizarán las operaciones. Asimismo, los reglamentos de las Bolsas deberán determinar en que casos y bajo que condiciones las entidades garantizarán con su patrimonio las operaciones.

Las Bolsas también fijarán los márgenes de garantía para operaciones a plazos; los cuales podrán ser modificados por el Banco Central.

El fondo de garantía con el cual la Bolsa hará frente a los compromisos no cumplidos por los comisionistas en aquellas operaciones cuya garantía haya tomado a su cargo la entidad, se formará con por lo menos el 50% de las utilidades, las cuales se acumularán hasta una suma igual al capital suscrito. Este fondo deberá mantenerse disponible, pero puede invertirse en valores públicos con cotización. Asimismo el comisionista será responsable por cualquier suma que deba abonarse por su cuenta y quedará suspendido mientras sea deudor de la institución.

Es en este punto donde más se destaca la nueva concepción del Banco Central en cuanto a la seguridad que le corresponde al inversionistas como tal, frente a las operaciones que realiza en la Bolsa.

- Las Bolsas deberán comunicar al Banco Central cualquier dispo

sición de orden general adoptada, el cual podrá dejarla sin efecto.

- Toda Bolsa o Mercado de Valores que no cumpla con su función será intimado para que reanude su normal funcionamiento y, en caso de que así no lo haga, podrá ser recurrida judicialmente.
- Las Bolsas podrán percibir derechos por la cotización de acciones, de acuerdo con el arancel que establezca cada entidad, previa aprobación del Banco Central.
- Por esta ley queda sujeta a la facultad reglamentaria del Banco Central la negociación de títulos fuera de la Bolsa. El Banco Central, podrá prescribir las garantías que deberán constituir quienes se dediquen a este tipo de actividad.

Además llevará un registro en el que se inscribirán las personas o entidades que se dediquen a realizar operaciones fuera de la Bolsa.

Esto representa un gran adelanto en la materia, pues de esta forma, si el Banco Central hace uso de su facultad reglamentaria podrá lograrse un verdadero mercado abierto al cual podrá concurrir el ahorrista con sus capitales sin el riesgo que existe hoy día, en que la compra de acciones no cotizadas en Bolsa representa una verdadera aventura con resultados imprevisibles. En esto se pretende seguir -esperamos que sea en la forma adecuada- el ejemplo de las legislaciones más avanzadas en materia bursátil, en las cuales los mercados abiertos juegan un papel preponderante en el desarrollo económico de los países. Para confirmar este juicio, basta recordar que en el "over the counter market de EE.UU." se trafican más de 80.000 emisiones de valores distintos, y sus operaciones representan el 68,8% del total del dinero envuelto en la reventa de valores.

6.4 - DIFERENCIAS:

Entre el anteproyecto de ley de oferta pública de valores presentado por las distintas bolsas del país a la Cámara de Diputados de la Nación con fecha 23.2.65 y el proyecto de ley sobre bolsas y mercados de valores presentado por el Banco Central a la consideración de las Bolsas de Comercio el 24.6.65, existen algunas diferencias que pueden calificarse de sustanciales.

Entre ellas cabe mencionar:

- El proyecto de las bolsas es más ambicioso que el del Banco Central, pues efectúa a lo largo de sus ocho capítulos toda una revisión de la legislación vigente, mientras que el segundo se limita a solucionar algunos de los problemas que actualmente se presentan poniendo especial énfasis en la protección del accionista.
- Según las Bolsas, la Comisión Nacional de Valores debería ser un ente autárquico dependiente del Ministerio de Economía, mientras que el Banco Central mantiene el actual ordenamiento.
- En cuanto a la integración de la Comisión Nacional de Valores, las bolsas del país aconsejan que esté formada por cinco miembros nombrados por el Poder Ejecutivo con acuerdo del Senado, de los cuales por lo menos dos deben provenir del interior del país. El Banco Central mantiene la actual formación de la Comisión Nacional de Valores agregándole un representante del Consejo Federal de Inversores, una de las entidades gestoras de los Fondos Comunes de Inversión, una de las empresas que cotizan sus acciones en la bolsa, y uno de los inversores.
- En cuanto al pedido de autorización para constituir nuevas bolsas, el proyecto presentado por las bolsas de comercio no indica si en el caso en que fuera negada autorización le cabe a

la bolsa perjudicada algún recurso, mientras que el proyecto del Banco Central aclara expresamente que dicha negación no gozará de recurso alguno por considerarse un acto de la política económica del gobierno.

-El proyecto de ley del Banco Central traba un aspecto que no es considerado por las Bolsas, y que radica en la posibilidad que el mismo se otorga de exigir a las bolsas el aumento del número de accionistas, cuando la cantidad de operaciones lo haga necesario.

-Un aspecto que merece destacarse en el proyecto del Banco Central es que se sienta las bases para una futura reglamentación de los mercados abiertos.

-Estas son las diferencias que se destacan entre uno y otro proyecto, pero además de ellas hay temas que se consideran en uno de los proyectos y en el otro no; especialmente temas que se tratan en el proyecto de las bolsas de comercio y no en el Banco Central pues, como ya se dijo anteriormente, el primero de ellos hace una revisión general de toda legislación nacional, mientras que el segundo de los proyectos se limita a solucionar las deficiencias principales de la legislación vigente.

6.5 - CONCLUSIONES GENERALES.

En el capítulo de críticas al régimen vigente (algunas de las cuales corresponden a la legislación actual) es necesario destacar con fundamental importancia que en el ordenamiento y en las propuestas realizadas por organismos oficia -

les para modificar dicho régimen no se observan detalles que ofrezcan garantía completas para los inversores.

Hemos señalado, que el inversor privado, o los que actúan por los medios de los fondos de inversión, representan una de las fuentes más importantes de la canalización del ahorro productivo, y al no ofrecer la Bolsa seguridad para sus inversiones perdería uno de los factores seguros e importantes para su desarrollo, pues estos buscarían otros sectores de la economía donde realizar sus operaciones inversoras; algunas especulativas y otras de mayor seguridad que las que les ofrece un mercado bursátil no cabalmente definido.

Estas consideraciones han sido apuntaladas por hechos concretos como el que ofrece el cuadro de sociedades que han sido retiradas de la cotización de la Bolsa de Comercio en virtud de quebrantos muy serios. Algunas de ellas tuvieron un mercado bursátil tan reducido, que el inversor que adquirió sus acciones, no tuvo la posibilidad de obtener la liquidez necesaria de los títulos.

Por ese motivo la Bolsa de Comercio de Buenos Aires debería dictar una reglamentación mucho más amplia y profunda que la actual en el orden de revisión del estado económico y financiero de las empresas. Para ello, es necesario que la bolsa supervise y efectúe inspecciones definitivas y periódicas en todas las empresas y, en especial en aquellas que no brindan las garantías suficientes para el inversor. Muchas empresas actuaban y actúan con estructuras en sus activos de escasas garantías y el ramo en el cual intervienen determinaba que no podían ser admitidos en la comercialización del mercado bursátil. Las instituciones responsables deberían llamar la atención a las empresas y al público inversor sobre esas anomalías, no permitiendo que se realice en su ámbito una forma de

defraudación económica elegante y no penada por la ley.

Este proceso adquiere síntomas muy serios al observar que los directores de las sociedades no se responsabilizan por la veracidad de las operaciones que indican en sus balances y deben verse con beneplácito las medidas dictadas por la Bolsa de Comercio ante la gravedad de la situación planteada por varias empresas en tal sentido. Sin embargo esto no es todo, pues no existe un plan concreto basado en estudios profundos y un análisis económico patrimonial y financiero continuo de los entes responsables que determinen la posibilidad de solucionar el problema en forma adecuada y lógica.

Para tener una idea de este panorama negativo, es necesario observar detenidamente la forma como el público confiando en la responsabilidad de la Bolsa, invierte su dinero en títulos que se cotizan en su seno, en la creencia de que su admisión en ella representa una garantía absoluta de seguridad y que los resultados que se declaran periódicamente son reales. Sin embargo, las empresas que se presentaron en convocatoria arrastraron miles de millones de pesos de inversionistas, quienes de buena fe colocaron su dinero en operaciones de ese tipo y no tienen ningún derecho a reclamar ni pretender recuperar parte de sus inversiones.

Además de estos problemas de orden jurídico y legislativo, existen otros conectados directamente con la bolsa y la situación real de la economía del país. No puede pretenderse que el desarrollo del mercado bursátil sea ágil, flúido y seguro cuando se encuentra inmerso dentro del marco de una economía sustentada sobre bases endebles. Un ejemplo de esta afirmación surge del análisis de la devaluación monetaria que ha sufrido nuestro país en los últimos diez años. Si tomamos el pe-

so argentino otorgándole una base de cien en el año 1954, vemos que el índice del valor de la moneda es de un 8% referido a ese año, lo cual indica un porcentaje de devaluación anual del 22,4%. Este proceso es de una magnitud tan importante que en el orden mundial ha sido solamente superada por Chile, Bolivia, y Brasil, lo cual representa para el inversor un riesgo muy grande. Y si tiene posibilidad de ponerse en contacto con estas cifras resultará muy difícil hacerlo operar en un mercado tan poco seguro, en el cual existe un panorama operativo teñido por la impronta de la especulación y el excepticismo. Un ejemplo de ello lo ofrecen los valores de diez acciones importantes cotizadas en la bolsa al precio promedio del año 1961 con referencia a los mismos índices de 1965, lo cual dá un promedio de disminución de los valores de 95%.

Sociedad	Precio promedio			
	1 9 6 1		1 9 6 5	
	En m\$n,	En u\$s.(¹)	En m\$n.	En u\$s.(¹)
Acindar	381.65	4.59	96.76	0.28
Alpargatas	263.02	3.16	117.93	0.42
Astra	700.77	8.44	115.82	0.41
Banco de Italia y Río de la Plata ..	787.31	9.48	521.05	1.86
Celulosa Argentina.	216.21	2.60	93.16	0.33
Fabril Financiera.:	201.73	2.43	66.06	0.24
I.Kaiser Arg.	201.28	2.42	138.72	0.50
S.A.L.Magnasco	393.23	4.73	151.81	0.54
Ledesma	403.62	4.86	198.56	0.71
Santa Rosa	606.23	7.30	218.39	0.78

(¹) - Cotización del dólar en el Mercado de Montevideo.

Tomando en consideración lo que se ha expresado anteriormente es muy poco lo que se puede esperar respecto de un cambio fundamental acerca de los negocios bursátiles sino se produce una modificación amplia y profunda en la estructura económica del país. Pero dejando de lado las consideraciones de índole trascendente que todo esto representa, y ubicándonos en el plano específico de la bolsa, surge un hecho irrefutable: La Bolsa ya no es el ente canalizador de inversiones por excelencia, debido a que el público ha perdido confianza en las operaciones que se llevan a cabo en su ámbito. Esta especie de psicología bursátil surgió de las deficiencias internas que llevaron a la bolsa a un nivel de postración alarmante. Estado que requiere soluciones inmediatas en un futuro cercano, lo cual, unido a una actividad económica fecunda en el orden general permitirá el advenimiento de un tiempo propicio en el orden bursátil y por consecuencia lógica en el orden nacional.

Entre los aspectos negativos en que se desenvolvió la Bolsa en los últimos años se destacan, la desgravación efectuada sobre los dividendos pensando que ello detendría la caída de las cotizaciones, sin tener en cuenta que la baja de las cotizaciones bursátiles representa un aspecto del deterioro económico general y la mencionada medida sólo ocasionaría alzas circunstanciales de los papeles sin resolver el problema de fondo.

La Bolsa llegó a esta situación precaria como consecuencia de un proceso iniciado en el año 1956 consistente en una inflación desmesurada en los activos de las empresas. En 1959, al producirse el receso económico, las empresas vieron bajar sus utilidades, pero para no quedar mal con sus accionistas comenzaron a distribuir los dividendos en acciones. Estos dividendos eran, generalmente ficticios, de manera tal, que di-

chas acciones se incorporaban nuevamente al capital de las empresas.

Como todos los hechos de este tipo sus consecuencias comenzaron a notarse bastante más tarde. En 1962, aparecieron firmemente los primeros síntomas del resquebrajamiento de las bases financieras del capital nacional. La devaluación monetaria ajustó el poder de adquisición del peso deteriorándolo substancialmente pues, como el caudal monetario es la expresión de la riqueza del país, lógicamente dicha devaluación afectó la producción de la riqueza contrayendo la producción de las empresas. Y como las acciones representan la capacidad productiva de esas empresas, pero sus valores no representa - ban su índice real pues habían soportado una seria inflación de activos como consecuencia de la repartición de dividendos ficticios, se produjo un reajuste en el valor de las acciones, tanto por la devaluación monetaria como por el exceso de precio que tenían debido a la inflación de los activos.

Esta involución de la bolsa resultaba irreversible e implicaba la adecuación del precio de las acciones a su valor real, relacionada con la verdadera capacidad productiva.

De todo esto se deduce que la recuperación de la bolsa solo es posible a través de un auténtico incremento de los activos de las empresas, los cuales serán (naturalmente) consecuencia del crecimiento económico del país y no de simples medidas que podrán servir como paliativo a los efectos generales y no tienen las características necesarias para que las causas que ocasionan la baja de las cotizaciones en el mercado bursátil puedan ser superadas lógicamente.

Cuando se produzca un real crecimiento en los activos de las empresas, la Bolsa. actuando como barómetro de

la economía, registrará inmediatamente este fecundo proceso y los papeles aumentarán de la manera correspondiente.

6.6 - RESUMEN.

El presente trabajo tiene por objeto llevar a cabo un estudio somero de todos los factores que tienen conexión directa con las Bolsas y los mercados de dinero. Con tal fin hemos creído necesario dividir el estudio en capítulos de distinto carácter, para poder compendiar los aspectos históricos, económicos y jurídicos, además de las experiencias en otros países y los nuevos proyectos que aparecen constantemente en el panorama universal, y otros temas afines con la Bolsa de Valores.

Para este tipo de ensayos la faz histórica posee especial importancia, pues ofrece los antecedentes de las disímiles formas de negociar e intercambiar acciones o bienes, que son la fuente del comercio y han creado la estructura de las formas actuales, ya que en muchos aspectos la tradición de los actos de comercio ha sido fuente de la ley, y hay países, como por ejemplo Gran Bretaña, donde a pesar de no existir una Ley escrita en materia de transacciones bursátiles, la tradición histórica y las experiencias anteriores son las que rigen los trámites de las negociaciones actuales.

Se ha destacado en la parte histórica un capítulo destinado exclusivamente al proceso de creación de las bolsas en el orden mundial, comenzando por los antecedentes primigenios de los griegos y romanos, pasando por las sucesivas etapas de la Edad Media que tuvieron como corolario el gran impul

so adquirido a raíz de la revolución industrial del siglo XVIII, conjuntamente con las transformaciones políticas y sociales de la Revolución Francesa. No podía omitirse la influencia para el desarrollo moderno de las Bolsas, de las experiencias de los centros comerciales y financieros de los países bajos; la expansión de su metodología en los nuevos y sucesivos meridianos económicos, para desembocar en la reseña de los antecedentes nacionales que culminan con la creación definitiva de la Bolsa de Comercio en el año 1854, y los antecedentes más contemporáneos.

Es necesario destacar con especial importancia las funciones de carácter económico, que ha tenido como centro del mundo financiero y como base del desarrollo de las empresas cumplen las Bolsas, fuente casi fundamental de la economía del mundo occidental, considerados en ese terreno como uno de los barómetros esenciales que ponen en evidencia los ciclos de prosperidad y depresión de la economía mundial.

El capital conectado con la canalización del ahorro en sus diversos destinos, y en especial con su ingreso dentro del mercado de capitales, debe considerarse como aspecto esencial de estudio y gravita en forma substancial en el desarrollo de la economía. Debido a ello, resulta importante investigar e indicar cuales son los motivos por los cuales no todo el ahorro creador está destinado a ingresar en el ámbito bursátil.

En este capítulo destácase el tema de la política de los gobiernos para desviar los ahorros y convertirlos en factor decisivo del desarrollo económico. Es esta, una arista de la economía tratada actualmente con especial interés, pues en las legislaciones vigentes imperan normas determinadas que rigen el funcionamiento de nuevos tipos de instituciones, cuya finalidad fundamental es la de transferir los abonos a una actividad económica, productiva y, en términos generales seguros.

Los capítulos dedicados a la legislación nacional y legislación comparada resultan imprescindibles para efectuar un estudio completo en materia bursátil, ya que ellos pueden brindar los elementos y tipo de modalidades jurídico-económicas que podrían aplicarse en nuestro medio con el fin de obtener una mayor fluidez bursátil y una seguridad para los inversores asentada en valores que podrían considerarse permanentes.

A través de los distintos procesos de este estudio se han destacado especialmente las condiciones de inscripción en el New York Exchange, por ser considerado en estos momentos el centro financiero mundial de mayor significación, en el cual los requisitos de inscripción son más estrictos y severos.

En el capítulo dedicado a los mercados abiertos, se describen panorámicamente las principales experiencias mundiales y destácase la importancia del "over the counter" de New York, en virtud de la importancia que tiene este mercado en el total de las negociaciones bursátiles, y además por ser una forma de negociación que contiene todas las garantías para el inversor quien no cuenta con una reglamentación muy estricta, aspecto éste que en nuestro país, todavía no ha tenido suficiente repercusión.

En la última parte del trabajo se han reseñado sintéticamente los nuevos proyectos presentados por la Bolsa de Comercio y por el Banco Central, destinados a adoptar la legislación correspondiente a las nuevas necesidades que determinan las direcciones vigentes en el orden económico actual. Además, formúlanse críticas diversas al régimen vigente, señalándose las dificultades y los defectos de las disposiciones en materia de seguridad para el inversor. La reseña de la brusca rece

sión del año 1962, cuyos efectos aún persisten no solamente en los aspectos monetarios, sino en sus consecuencias psicológicas que actúan sobre el inversor, y cuya repercusión es muy lenta, incidiendo negativamente en la estabilización económica. Los índices comparativos que se mencionan son altamente significativos y desalentadores. Por otra parte, y con el objeto de poner de manifiesto la contemporaneidad del trabajo, destacan-se los problemas económicos actuales que influyen de manera radical en el proceso bursátil y que, entendemos, no pueden sortearse totalmente con disposiciones de índole jurídica, sino que es necesario establecer un cambio arquitectónico en el panorama económico, para que, unidas a las modificaciones lógicas de orden jurídico se consiga la expansión bursátil anhelada por medio de la canalización del ahorro general hacia ese campo, acorde con la importancia nacional en el marco de la economía de todo el mundo.

6.7 - TESIS FINAL.

La riqueza del tema tratado de ninguna manera puede considerarse agotado con el presente trabajo. Dentro de su síntesis, podemos resumir las siguientes conclusiones:

- 1.- Nuestra Bolsa cotiza apenas un 3% del total de las acciones de las sociedades anónimas del país.
- 2.- No es la canalizadora efectiva del ahorro creador.
- 3.- No ofrece ninguna seguridad a los accionistas respecto a las sociedades que cotizan en su seno.

- 4.- Su divulgación en el interior del país es muy exigua, representando la Capital Federal y alrededores arriba del 90% de su volumen.
- 5.- La desvalorización monetaria y el receso general de los negocios han sido factores negativos para la inversión, pues el público ha buscado inversiones más redituables.
- 6.- No existe legislación adecuada para la creación de Mercados Abiertos, fondos comunes de Inversión y oferta pública de Valores.

Como consecuencia nuestros puntos de tesis podrían basarse en:

- 1.- Se deberá buscar una profunda enseñanza y divulgación de los objetivos y de la importancia de las Bolsas de Comercio a fin de obtener:
 - 1.1 - Que en su seno se coticen una mayor cantidad de empresas que sean un real exponente de seguridad y eficiencia.
 - 1.2 - Que de todos los puntos del país haya facilidades en la inversión de fondos y que los canales para la obtención de los mismos, sean los más ágiles y adecuados.
 - 1.3 - La Bolsa deberá mantener un cuerpo de personal especializado que continuamente controle y verifique la verdadera situación económica y financiera de las empresas, tanto previo a su cotización y a posteriori.
 - 1.4 - Los directores de las Sociedades Anónimas, deberán ser en forma personal responsables de la veracidad de los Estados Contables y de los resultados que periódicamente publican en sus balances y deberán infor -

mar a los accionistas de cualquier modificación que ha
ga variar la estructura de sus establecimientos y que
puedan significar un cambio en la responsabilidad y
en la seguridad de los accionistas.

2.- Deberá dictarse una legislación para:

- 2.1 - La creación de mercados de acciones no oficialmente cotizadas.
- 2.2 - Las seguridades necesarias para este tipo de inversiones de las personas interesadas.
- 2.3 - Ampliar el campo inversionista en los fondos comunes de inversión.
- 2.4 - Que agilice la oferta pública de los valores.
- 2.5 - Dictar desgravaciones impositivas tanto a los inversores como a las sociedades a fin de alentar canalizar los ahorros en los mercados bursátiles.

3.- No debe pretenderse solucionar integralmente los problemas de nuestros mercados, si no se obtiene:

- 3.1 - Un desarrollo efectivo de las empresas, a través del incremento de sus activos, como consecuencia del real crecimiento económico del país.
- 3.2 - Una estabilización monetaria que se logrará dando bases firmes a la economía nacional con la creación y real desarrollo de industrias bases: Petroquímica, Siderurgia, Astilleros, etc. que con su sólo desarrollo generarán nuevas fuentes de inversión.
- 3.3 - La inversión del ahorro del pequeño ahorrista (como se da en todos los países), quien en definitiva es el que sustenta con su aporte la aplicación efectiva del dinero al desarrollo industrial.

BIBLIOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA

LIBROS.

- Boccardo, Jerónimo. "Historia del comercio, de la industria y de la economía política". Editorial La España Moderna. Madrid.
- Meunier, Dauphin A. "La City de Londres y los grandes mercados internacionales". Editorial Fomento de Cultura. Valencia, 1958.
- Halm, George N. "Economía del dinero y de la banca". Editorial Bosch, Barcelona, 1959.
- Obeid, Anward. "Bolsas y mercados de valores". Editorial Bolsa de Comercio de Buenos Aires 1964.
- Peña, Bautista Juan. "Mercado de Valores, sus características técnicas y de las operaciones que se realizan en él". Editorial Bolsa de Comercio de Buenos Aires. 1960.
- Quintero Ramos, Angel M. "Mercado de Valores". Editorial Universitaria. Universidad de Puerto Rico. Río Pueblo. 1960.
- Sherer, H. "Historia del Comercio de todas las Naciones". Editorial Bailly-Bailliere. Londres 1878.
- Vedia, Agustín de. "El Banco Nacional. Historia Financiera de la República Argentina". Editorial Félix Lajouane. Buenos Aires 1890.

PUBLICACIONES.

- Anteproyecto de Ley de Oferta Pública de Valores. Imprenta de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Año 1965.
- La Bolsa de Comercio de Buenos Aires, en su centenario. Imprenta Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Año 1954.
- El Mercado de Valores en sus Bodas de Plata. Imprenta.
- Proyecto de Ley sobre Bolsas y Mercados de Valores. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Año 1965.
- Boletín Estadístico de la Bolsa de Comercio. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Año 1965.

- Bolsa de Comercio, Reglamento General. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Año 1964.
- Boletín Oficial del 16.11.1962. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Año 1962.
- Memorias y Balances de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Años: 1956-1958-1960-1962-1964.
- Comisión de Valores, disposiciones legales y normativas. Imprenta Banco Central de la República Argentina. Año 1961.
- Listing procedure and directions for the preparation of application for original listing. New York Stock Exchange, 1964.

REVISTAS DE CIENCIAS ECONOMICAS.

- Ariza, Rafael L. "Los Mercados de Valores". Enero de 1957. página 3.-
- Ariza, Rafael L. "Función de los Mercados de Valores en una Política de Desarrollo Económico". Enero de 1961. Página 3.
- Romier, Luciano. "La Previsión en las Cuestiones Bursátiles" Abril de 1931. Página 255.

CONFERENCIAS Y PONENCIAS:

- La Inversión Bursátil colectiva. "Javier Gazón Torró" (Vice Síndico de la Bolsa de Barcelona).
 - Instrumentos del Mercado de Capitales, Bogotá, V reunión de técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano (T. B.C.C.A.).
 - Fomento del ahorro y desarrollo económico "Frank M. Tamagna" Río de Janeiro VII reunión de T.B.C.C.A.
 - Desarrollo económico y Mercado de Capitales "Dr. J.M. Saenz" La Habana, III reunión de T.B.C.C.A.
-

I N D I C E

I N D I C E

	<u>Página</u>
<u>CAPITULO I</u> - HISTORIA DE LAS BOLSAS Y MERCADOS DE VALORES.	2
1.1 - Introducción	2
1.2 - Evolución del Comercio	3
1.3 - Creación de las Bolsas	15
1.4 - El Mercado de Valores de Buenos Aires ...	21
<u>CAPITULO II</u> - FUNCION DE LAS BOLSAS.	30
2.1 - Introducción	30
2.2 - Concepto y clasificación	31
2.3 - Importancia económica	33
2.4 - Funciones	35
2.5 - La Bolsa: Centro del mercado financiero .	36
2.6 - Funciones de la Bolsa	39
2.7 - Similitud entre el crédito y las acciones	41
2.8 - La especulación en acciones	43
<u>CAPITULO III</u> - LAS FUENTES, LA CANALIZACION Y EL DESTINO DEL AHORRO NACIONAL Y DE LOS CAPITALS.	48
3.1 - Introducción	48
3.2 - La acción recolectora del ahorro creador.	50
3.3 - La canalización del ahorro en el Mercado Bursátil	61
3.4 - Medidas que se han adoptado para desarrollar mercados de valores en América Latina.	63

3.5 - Normas que rigen los depósitos en cuentas especiales para participación en valores mobiliarios en el Banco Industrial de la República Argentina	65
3.6 - La Caja Nacional de Ahorro Postal	70
3.7 - Los Fondos Comunes de Inversión	74
<u>CAPITULO IV - LEGISLACION COMPARADA.</u>	79
4.1 - Introducción	79
4.2 - Definiciones legales	80
4.3 - Comisión de Valores y Disposiciones Legales	82
4.4 - Requisitos para la cotización de acciones en las Bolsas del país	90
4.5 - Disposiciones que rigen la Bolsa de Nueva York.....	94
4.6 - Inscripción de valores en el mercado de New York - New York Exchange	97
4.7 - Régimen de las Bolsas Inglesas	116
4.8 - Régimen de las Bolsas Belgas	123
4.9 - Régimen de las Bolsas Italianas	125
<u>CAPITULO V - MERCADOS ABIERTOS.</u>	130
5.1 - En Francia	130
5.2 - En otros países de Europa	131
5.3 - En el Uruguay	132
5.4 - Over the counter - New York	132
5.5 - Declaración de la "Reunión de Bolsas y Mercados de Valores de América" Realizada en el año 1961, en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.....	142
5.6 - Los mercados abiertos en Argentina	143

	<u>Página</u>
<u>CAPITULO VI - CONCLUSIONES.</u>	145
6.1 - Críticas al sistema actual de la Bolsa Argentina.....	145
6.2 - Anteproyecto de ley de oferta pública	148
6.3 - Proyecto del Banco Central de la República Argentina	158
6.4 - Diferencias	162
6.5 - Conclusiones generales	163
6.6 - Resumen	169
6.7 - Tesis final	172
 <u>BIBLIOGRAFIA.</u>	 176

