

TESINA

**LOS CAMBIOS EN EL
MERCADO DE CAPITALES
ARGENTINO A PARTIR DE
LA SANCIÓN DE LA LEY N° 26.831**

Alumna: Sabrina Silvia Hermida Lafarga

Tutora: Graciela Angélica Nuñez

Octubre 2016

INDICE DE CONTENIDOS

1. Introducción	3
2. Ley N° 17.811	5
2.1. Contexto económico, político y mundial al momento de la sanción de la Ley N° 17.811	5
2.2. Características de la Ley N° 17.811	6
2.3. Instituciones	8
3. Ley N° 26.831	11
3.1. Contexto económico, político y mundial al momento de la sanción de la Ley N° 26.831	11
3.2. Características de la Ley N° 26.831	12
3.3. Oferta pública	13
3.4. Comisión Nacional de Valores (C.N.V.)	14
3.5. Mercados autorizados	18
3.6. Agentes registrados	19
4. Análisis cuantitativo del Mercado de Capitales Argentino	21
5. Conclusiones	26
6. Lo que viene...	28
7. Consideraciones finales	29
8. Bibliografía	30

1. Introducción

El objetivo principal del presente trabajo es indagar y detallar los cambios introducidos en el Mercado de Capitales Argentino a partir de la sanción de la Ley N° 26.831.

La intención es poder colaborar con el campo teórico ya que se encuentra escaso material escrito sobre el tema y es de importancia para aquellas personas interesadas en la materia.

Al respecto, cabe señalar que un mercado se puede definir como un ámbito o lugar en donde se encuentran compradores (o demandantes) y vendedores (u oferentes) de determinados productos, que pueden ser bienes o servicios.

Por otra parte, se aclara que los activos financieros son los servicios que se negocian en el mercado financiero y otorgan a sus tenedores el derecho a percibir flujos futuros de dinero.

En una economía moderna existen distintos agentes económicos, como las familias, las empresas y el sector público. Algunos de ellos, no consumen la totalidad de su ingreso y generan un ahorro (unidades superavitarias).

Al mismo tiempo, existen agentes económicos que desean gastar más que su nivel de ingresos y que, por lo tanto necesitan financiamiento (unidades deficitarias).

En ese sentido, cabe agregar que en los mercados financieros modernos las operaciones se realizan en dos ámbitos que actúan como intermediarios: el mercado bancario y el mercado de capitales.

En el primero, las entidades financieras realizan una actividad de intermediación, recibiendo depósitos de las unidades superavitarias y otorgando créditos a las unidades deficitarias que requieren financiamiento. La diferencia (spread) entre la tasa pasiva (aquella que pagan a los depositantes) y la tasa activa (la que cobran por los préstamos que otorgan) es la compensación que reciben por el servicio que prestan.

Por otra parte, el mercado de capitales tiene como función principal la de canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, y está compuesto por dos segmentos con funciones bien diferenciadas.

En primer lugar, el mercado primario está relacionado con la emisión y la colocación de los activos financieros, denominados valores negociables. En él, los intermediarios ofrecen sus servicios de asesoramiento para que las unidades deficitarias puedan emitir y colocar los valores negociables entre las unidades superavitarias. En segundo lugar, el mercado secundario está relacionado con la cotización y negociación de los valores negociables. En él, diferentes unidades superavitarias realizan transacciones de compra y venta, a través de los intermediarios autorizados.

En resumen, en el mercado de capitales se concentran las principales alternativas de inversión a distintos grados de riesgo y rendimientos.

Un mercado de capitales consolidado es fundamental para el desarrollo económico de un país, porque es allí donde las empresas y el gobierno podrán encontrar el mecanismo de financiación más eficiente y económico, y los inversores podrán colocar su capital en variadas alternativas.

2. Ley N° 17.811

2.1. Contexto económico, político y mundial al momento de la sanción de la Ley N° 17.811

El 28 de junio de 1966 inició el quinto golpe militar de la historia argentina, el cual disolvió el Congreso, separó a los miembros de la Corte Suprema, intervino las provincias, disolvió los partidos políticos, intervino la Universidad y expulsó a decenas de profesores, aplicando la censura en forma sistemática. En ese contexto, la Constitución fue dejada de lado y se antepuso a ella el “Acta de la Revolución”. Este proceso, que ejerció la acción represiva en todos los ámbitos de la sociedad, dirigió los destinos de la nación durante siete años, durante los cuales fueron presidentes los generales Juan Carlos Onganía (1966-1970), Roberto M. Levingston (1970-1971) y Alejandro Lanusse (1971-1973).

Los comandantes en jefe de las tres armas, teniente general Pascual Pistarini, almirante Benigno Varela y brigadier mayor Adolfo Teodoro Álvarez, se dirigieron al pueblo de la República en nombre del ejército, la armada nacional y la fuerza aérea, para informar que “en cumplimiento de su misión de salvaguardar los más altos intereses de la Nación” habían resuelto ofrecer el cargo de presidente de la Nación al teniente general Juan Carlos Onganía, de 52 años, quien aceptó la presidencia con la condición que las fuerzas armadas no cogobernarían.

A partir de ese día, la Constitución Nacional había quedado supeditada al Estatuto de la Revolución Argentina. El presidente no sería provisional y ejercía en plenitud los poderes Ejecutivo y Legislativo. En el Poder Judicial había sido reemplazada la Corte Suprema de Justicia y los gobernadores provinciales quedaron autorizados para remover, por única vez a los jueces del Tribunal Superior de cada provincia, ajustándose a las garantías de inamovilidad que resulten de cada constitución (Artículo 9° del Estatuto de la Revolución Argentina).

Tampoco habrían interventores provinciales, sino gobernadores, ni las normas legales serían “decretos-leyes”, sino leyes.

El nuevo gobierno reclutó sus integrantes entre veteranos del *establishment*. La presencia de estos sectores influiría sobre los aspectos político institucionales de la Revolución Argentina, mientras los economistas del gran capital se hacían cargo, a partir del 31 de diciembre de 1966, del Ministerio de Economía. Esto dio origen a los planes de instrumentar un sistema corporativo.

El 03 de enero de 1967 asume como ministro de economía Adalberto Krieger Vasena. Con esta designación, el gobierno estaba privilegiando la estabilidad al desarrollo.

Dos meses después, el 7 de marzo el Banco Central cerró el mercado cambiario. El 13, Krieger lanzaba su plan económico al anunciar una devaluación del 40% del peso respecto al dólar, elevando la equivalencia a \$350 por cada billete estadounidense.

Dicho plan partía del supuesto de que el crecimiento de la Argentina estaba prácticamente estancado a raíz de la política social originada en el peronismo. El alto grado de sindicalización, la jubilación generalizada y el salario, alto en relación a las condiciones de explotación de los trabajadores del resto de América Latina, impedía acelerar el crecimiento industrial. Tenían como objetivo disminuir las protecciones sociales y modernizar la economía, buscando el ingreso de capitales extranjeros. De ese modo, se permitiría el reequipamiento industrial y la acumulación de capital. Así se reingresaría al mercado mundial como proveedores de productos agroindustriales.

Junto con la devaluación, el Plan incluyó una rebaja del 25% de los aranceles sobre exportaciones industriales y una del 50% sobre los derechos de importación. Los salarios quedarían congelados por 20 meses.

Se obtendría también un crédito stand-by de 125 millones de dólares del Fondo Monetario Internacional (FMI) y otros créditos que alcanzaban los 400 millones, mientras que existía una reserva de 256 millones. Su intención era combatir el déficit fiscal reduciendo el empleo público e incrementando los impuestos. Esto último, fue una fuente de ingresos para el Estado, que en general los destinó a la inversión en obras públicas, otro de los frentes que el gobierno militar tuvo como prioritario, y efectivamente el gasto público fue mejor distribuido.

Los resultados fueron una disminución de la inflación, que pasó de un 40% en 1965 a menos de 8% en 1969, una reducción del déficit fiscal, en buena medida por el aumento de la recaudación, aunque nunca se llegara a equilibrar las cuentas, y un aumento de la inversión de capitales. Junto a ello, se observó una creciente desocupación y la caída del salario.

La fuerte transferencia de empresas productivas a capitales extranjeros permitió la desnacionalización de la industria existente, antes que la creación de industrias nuevas. Esto ocurrió en rubros como el tabaco o la automotriz.

La designación de Krieger y su Plan hicieron reaparecer la confianza de los inversores financieros. Anteriormente, no llegaban capitales de riesgo.

En cuanto a la política de obras públicas, existía una preferencia por las inversiones extranjeras.

2.2. Características de la Ley N° 17.811

La Ley de Oferta Pública de Títulos Valores (N° 17.811), vigente desde el 1° de enero de 1969, fue promulgada con el objetivo de permitir un equilibrio de la acción estatal y las instituciones bursátiles, en vista a la

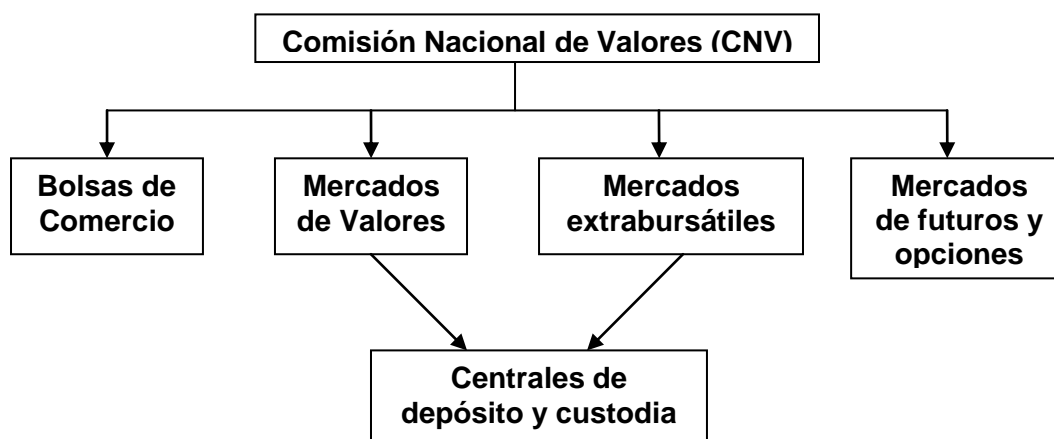
protección del público inversor y la creación de condiciones de seguridad y confianza que impulsen la difusión de la propiedad de títulos valores, con los controles jurídicos necesarios pero sin injerencias estatales obstructoras de los negocios.

En ese sentido, servía de marco a las instituciones del sistema bursátil y sus actividades, estructurando una repartición estatal que ejerciera el poder de policía con relación a las instituciones bursátiles, a la oferta pública y a la negociación de los títulos valores emitidos por las sociedades privadas y de economía mixta, que es la Comisión Nacional de Valores (CNV).

La mencionada ley tenía por objeto sustituir la antigua legislación vigente contenida en el Código de Comercio y en las leyes y decretos modificatorios, por un sistema actualizado que permitiera regular en forma integral todo lo relacionado con la oferta pública de títulos valores, la organización y funcionamiento de las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores y la actualización de las personas dedicadas al comercio de aquellos.

Además, dicha intención se combinó con el propósito de proteger a los inversores, especialmente a aquellos que forman el medio común de los habitantes y que por carecer de la información necesaria, han padecido en mayor grado las consecuencias de la actividad de empresas improvisadas o carentes de la solidez necesaria para garantizar un seguro y productivo destino al ahorro público.

Asimismo, según se desprende de la exposición de motivos que originaron la ley, la Comisión de analistas que elevaron el proyecto consideraba que la legislación vigente en la materia, a esa época, era anacrónica, carecía de una adecuada formulación legislativa y se encontraba contenida en numerosas disposiciones dispersas, dictadas en épocas distintas y que sin embargo, adoptaron solo en la apariencia los principios que fundamentan esta legislación, desvirtuada por la incorrecta estructura dada a la Comisión de Valores y su dependencia en la práctica del Banco Central de la República Argentina (BCRA), omisiones notorias, imprecisiones terminológicas y defectuosa redacción.



2.3. Instituciones

- Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA): es una asociación civil sin fines de lucro fundada en el año 1854 con el objetivo de formar y administrar un centro de cotización de productos, monedas, acciones y bonos. A partir de la ley 17.811, la BCBA es controlada (al igual que las demás instituciones del sistema) por la CNV. Es la bolsa más importante del país, concentrando la mayor parte del volumen negociado a nivel mundial.

Son sus funciones: establecer los requisitos para la cotización de títulos valores, controlar su cumplimiento y registrar y difundir las cotizaciones. Las principales funciones de la Bolsa son las referidas a la autorización, seguimiento y control de las sociedades cotizantes, el registro de las operaciones y la difusión de la información societaria y de negociación.

Una de sus principales misiones es facilitar el acceso al financiamiento de las empresas argentinas. Pero además debe proteger a los inversores mediante la difusión total de la información, de manera que estos puedan tomar las mejores decisiones de inversión con toda la información disponible.

En efecto, dicta los reglamentos para la cotización de los títulos valores. Es la institución que autoriza, suspende y cancela la cotización de los distintos instrumentos de financiación de las empresas, de acuerdo al cumplimiento de dichos reglamentos y de las disposiciones legales vigentes.

La Bolsa dicta normas y trabaja sobre los reglamentos para asegurar que la información presentada por las empresas refleje con veracidad el real estado de las sociedades cotizantes. También realiza inspecciones en las empresas y asiste a las asambleas.

Para asegurar la transparencia y el acceso igualitario por parte de los inversores a la información, las sociedades cotizantes deben presentar a la BCBA sus estados contables anuales y trimestrales, e informar todo hecho relevante o información que pueda incidir en las cotizaciones, para su publicación y divulgación.

En cuanto a las operaciones que se realizan en el mercado local, la Bolsa es la encargada del registro y difusión de todas las operaciones concretadas en los distintos sistemas de negociación.

- Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL): conceptualmente, los mercados de valores son sociedades anónimas adheridas a una Bolsa de Comercio, que surgieron ante la necesidad de liquidar y garantizar las transacciones que se realizaban entre sus socios, sin comprometer el patrimonio de la Bolsa.

El Merval es una sociedad anónima autorregulada, creada en 1929, que cuenta con autorización de cotización y su capital social está compuesto por acciones, que habilitan a sus tenedores a ejercer como Agente o Sociedad de Bolsa en nombre propio o por cuenta de terceros.

Son sus funciones: establecer los requisitos para la negociación de títulos valores, bajo el régimen de oferta pública; liquidar y garantizar

las operaciones de títulos valores, pudiendo además establecer que operatorias gozan de la garantía de cumplimiento y cuáles no; y determinar y reglamentar las operaciones que realizan los Agentes y Sociedades de Bolsa, así como también dictar las normas a que éstos están sujetos y fiscalizar su cumplimiento.

Los agentes y sociedades de bolsa habilitados a operar en el mercado local deben ser accionistas del Merval y deben cumplir otros requisitos como ser socios de la Bolsa, poseer una garantía patrimonial que respalde sus operaciones, rendir un examen de idoneidad para desempeñarse como agente de bolsa y acreditar solvencia moral.

El Merval tiene como funciones principales las de liquidación, vigilancia y garantía de las transacciones.

A través del sistema de liquidación se asegura la entrega de los títulos contra el pago de la operación, dentro del plazo establecido en las condiciones de negociación.

En cuanto a las garantías de las transacciones, el Merval garantiza a los participantes la recepción de los valores negociados a través de su intervención en la operatoria. El Merval es la contraparte de todas las operaciones garantizadas a través del método de compensación por balance multilateral. Esto significa que el vendedor le vende los títulos al Merval y el comprador les compra esos mismos títulos.

Para garantizar las operaciones, le exige a los agentes que intervienen en la negociación que respondan por las operaciones realizadas, en caso contrario acude a las garantías conformadas por estos para asegurar el cumplimiento de las obligaciones contraídas.

Esta institución está facultada para supervisar y tomar medidas disciplinarias sobre los agentes y sociedades de bolsa en caso de falta de cumplimiento de los reglamentos operativos.

Por otra parte, regula e implementa los aspectos referidos a la negociación de los títulos, como los tipos de operatorias aceptadas, los plazos de liquidación, los horarios de negociación, condiciones de pago, etc.

- Caja de Valores: es una sociedad anónima de capital integrado por Bolsas y Mercados del país, creada por la Ley N° 20.643. Fue fundada en 1974, bajo la figura del depósito colectivo y efectúa la custodia de valores negociables, públicos y privados, facilitando las transacciones de los mismos en el marco de seguridad y privacidad exigido por la legislación vigente a la época.

Sus accionistas controlantes son la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A., en tanto que las bolsas y mercados del interior poseen una participación minoritaria de capital. Es depositaria y custodia de títulos valores públicos y privados bajo el régimen de la Ley N° 20.643 y sus decretos reglamentarios. Liquida dividendos, revalúos, rentas y amortizaciones. Es agente de registro de accionistas de las sociedades emisoras y de títulos públicos.

Entre sus principales funciones figuran la de custodia y registro de los títulos escriturales y la compensación de los títulos de acuerdo a las operaciones efectuadas.

Los valores negociables son depositados a la orden de los depositantes y a nombre de los inversores (comitentes). Se utiliza un sistema de subcuentas que separa el patrimonio de la Caja de Valores respecto del de los depositantes.

Por otra parte, cumple el rol de agente de registro y numeración, agente de pago y agente fiduciario. Además, gestiona la liquidación de acreencias relacionadas con el pago de dividendos, rentas y amortizaciones de los valores negociables en custodia.

En forma trimestral, cumpliendo con las disposiciones de la CNV, elabora y envía un resumen de los movimientos y saldos de cuenta a todos los comitentes. Adicionalmente, provee un mecanismo para obtener esta información vía internet.

- Comisión Nacional de Valores (CNV): es una entidad autárquica con jurisdicción en toda la República, dependiente del Ministerio de Economía. Fue creada por la Ley de Oferta Pública (N° 17.811).

Son sus funciones: autorizar la oferta pública de valores (convenio CNV-BCBA); asesorar al Poder Ejecutivo Nacional sobre pedidos de autorización para funcionar de las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores; llevar un índice general de los Agentes de Bolsa inscriptos en el Mercado de Valores y de los agentes extrabursátiles (MAE); llevar el registro de personas físicas y jurídicas autorizadas para la oferta pública y fijar las normas a las que deben ajustarse; y regular y fiscalizar el cumplimiento de normas en relación a la ley.

Esta institución cumple un papel central, ya que autoriza la oferta pública y fija los requisitos que los emisores deben cumplir para que esa autorización sea mantenida en el tiempo.

3. Ley N° 26.831

3.1. Contexto económico, político y mundial al momento de la sanción de la Ley N° 26.831

Luego de la gran expansión que registró la economía argentina en 2011, el crecimiento se desaceleró en 2012, debido al escaso dinamismo de la economía brasilera (que impactó sobre las exportaciones de manufacturas) y una sequía importante en la zona de La Pampa, que incidió en la producción agrícola.

Además, las tensiones asociadas a la evolución del mercado cambiario afectaron el normal abastecimiento de algunos insumos para la producción y condicionaron decisiones relacionadas con la inversión, la cual disminuyó un 4,9%.

Al mismo tiempo, la tasa de inflación se mantuvo sobre la media regional, observándose una aceleración.

Durante el año 2012 el gobierno sostuvo una política fiscal expansiva, produciendo un aumento anual de los gastos primarios superior al de los ingresos totales. En consecuencia, el déficit global del sector público nacional aumentó. Para financiarlo, el gobierno optó por usar recursos propios, fundamentalmente del Banco Central de la República Argentina (BCRA), la Administración Nacional de Seguridad Social (ANSES) y el Banco de la Nación Argentina (BNA).

En materia de política económica, desde finales de 2011 y a lo largo del año siguiente el gobierno tomó una serie de medidas con la intención de contener la caída de las reservas internacionales: la introducción de regulaciones en el mercado cambiario (incluidas restricciones para la compra de divisas para atesoramiento y limitaciones a la remisión de utilidades de las empresas extranjeras), la administración de las importaciones de bienes y la reestatización de una parte mayoritaria de la empresa petrolera Repsol YPF.

Con las nuevas regulaciones del mercado cambiario, inicialmente se logró revertir la disminución de las reservas pero favoreció la aparición de un mercado ilegal como una vía alternativa para satisfacer la demanda de divisas, incidiendo en algunas decisiones de inversión. Se mantuvo un régimen cambiario de flotación administrada, lo que provocó una devaluación nominal progresiva del peso.

Otra decisión relevante fue la promulgación de la ley de reforma de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina en marzo del 2012, que habilitó la implementación de políticas de regulación y direccionamiento del crédito, y aumentó el margen legal para financiar el Tesoro Nacional. De la mano de esta reforma, se puso en marcha la línea de créditos para la inversión productiva, que contribuyó a que el nivel de

créditos al sector privado aumentara notablemente durante ese año y fuera el factor más importante de expansión monetaria, superando las operaciones del sector público y las compras de divisas del BCRA.

Con relación al sector externo, se observó una caída en las exportaciones producto del desempeño de Brasil y otros socios comerciales que redujeron su demanda, y por la merma de la cosecha agrícola que disminuyó los saldos exportables de semillas y frutos oleaginosos. En cuanto a las importaciones, se produjeron bajas en general, aunque las más afectadas fueron las adquisiciones de bienes de capital.

Por otra parte, la inversión extranjera directa aumentó un 27% en el año por la gran reinversión de utilidades (representando dos tercios de la inversión extranjera directa), que a su vez se debió en gran medida a las restricciones que enfrentaron las empresas extranjeras para girar dividendos a sus casas matrices.

A finales del año 2012 se publicó la existencia de un proyecto de ley elaborado entre el Ministerio de Economía y la Comisión Nacional de Valores para reemplazar la Ley N° 17.811.

Las entidades del sistema se vieron imposibilitadas de realizar algún aporte, dado que a escasos días de conocerse la existencia del proyecto, el Poder Ejecutivo lo envió al Congreso para su tratamiento.

En ambas Cámaras, con mayoría del oficialismo, se aprobó el proyecto sin cambios. De ese modo, en forma express el Poder Ejecutivo promulgó la nueva ley el 27.12.2012, la que luego fue complementada con el Decreto Reglamentario N° 1023/2013 y la Resolución General N° 622 del 9.9.2013.

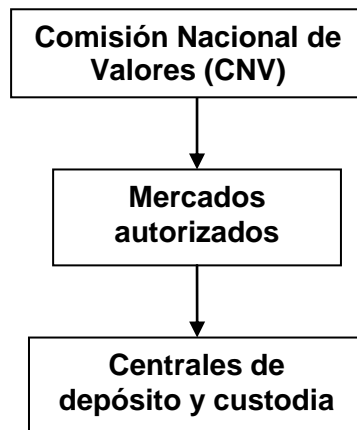
3.2. Características de la Ley N° 26.831

Con la sanción de la Ley N° 26.831 entró en vigencia en la Argentina un nuevo régimen legal para el mercado de capitales, el que luego fue complementado por resoluciones de la Comisión Nacional de Valores (CNV).

La nueva normativa derogó la Ley N° 17.811, el decreto 677/2001 sobre transparencia y el decreto 652/1992 sobre calificadoras de riesgo.

En resumen, se ampliaron las facultades de la CNV, se buscó la creación de mercados regionales y el acceso a los mismos de las PyMEs, como también el acceso al mercado de nuevos operadores. A la par de la ampliación de las facultades de la CNV, se trasladaron competencias que antes tenían las Bolsas de Comercio a los Mercados de Valores.

El principal objetivo de los cambios es la necesidad de una mayor transparencia y protección de los pequeños inversores y de los consumidores financieros.



3.3. Oferta pública

Se trasladó la definición de oferta pública del artículo 16 de la Ley N° 17.811 al artículo 2° de la Ley N° 26.831, quedando de la siguiente manera:

“~~Se considera e~~ **Oferta pública:** ~~la i~~ Invitación que se hace a personas en general o a sectores o ~~a~~ grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con **valores negociables** ~~títulos valores~~, efectuada por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas, **telefónicas** o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, **medios electrónicos**, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión.”

Al respecto, se aclara que el tachado representa aquello que fue eliminado y la negrita es lo que fue incorporado con la nueva norma.

Por otra parte, cabe señalar que la CNV es la autoridad de aplicación y autorización de la oferta pública de valores negociables en la República Argentina.

Pueden ser objeto de oferta pública los valores negociables emitidos o agrupados en serie que por tener las mismas características y otorgar los mismos derechos dentro de su clase se ofrecen en forma genérica y se individualizan en el momento de cumplirse el contrato respectivo y todos aquellos instrumentos financieros que autorice la CNV.

Quienes pueden realizar oferta pública de valores negociables u otros instrumentos financieros son las entidades que los emitan y los agentes registrados.

3.4. Comisión Nacional de Valores (C.N.V.)

El Título I de la Ley N° 26.831 se refiere exclusivamente a la Comisión Nacional de Valores, y cuenta con cinco capítulos que regulan los siguientes temas:

- Capítulo I: Organización y funcionamiento (artículos 6° al 13)
- Capítulo II: Recursos (artículos 14 al 16)
- Capítulo III: Régimen de empleo e incompatibilidades (artículos 17 y 18)
- Capítulo IV: Competencia y facultades (artículos 19 al 24)
- Capítulo V: Secreto (artículos 25 al 27)

A continuación, se sintetizan las principales características de esta entidad, de acuerdo con la normativa vigente:

- Conserva su autarquía del Estado Nacional. Sus relaciones siguen manteniéndose por intermedio del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, y se incorpora que dicho Ministerio entenderá en los recursos de alzada que se interpongan contra sus decisiones, sin perjuicio de las acciones y recursos judiciales regulados en la ley.
- Se establece como sede la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, pero podrá sesionar y establecer delegaciones regionales en cualquier lugar del país.
- Continúa vigente la misma composición de su Directorio, el cual estará integrado por cinco vocales designados por el Poder Ejecutivo Nacional. Deben contar con reconocida idoneidad y experiencia profesional en la materia. Además, dicho Poder Ejecutivo designa al presidente y vicepresidente del directorio.
- Se definió que no podrán ser miembros del directorio los accionistas o quienes hubieran formado parte de los órganos de dirección, administración o fiscalización o de cualquier modo prestaren servicios a entidades sometidas a la regulación y fiscalización de la CNV al momento de su designación y durante los dos años anteriores; y a los que se encuentren alcanzados por las inhabilidades previstas en los incisos 1°, 2° y 3° del artículo 264 de la Ley N° 19.550 de Sociedades comerciales y sus modificaciones.
- El mandato de los directores es de cinco años, y puede ser renovado por períodos sucesivos. Podrán ser removidos por el Poder Ejecutivo Nacional únicamente por las siguientes causas: comisión de delitos dolosos de cualquier naturaleza en el ejercicio o por sus funciones, mala conducta o negligencia en el cumplimiento de sus funciones o

incumplimientos de las disposiciones de la ley y otras normativas e inhabilidad sobreviniente para ejercer el cargo.

- En el caso que alguno de los directores debiera hacer uso de licencia por un período prolongado, el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas podrá nombrar un reemplazante interino entre los gerentes del organismo, hasta que cesen las causas que originaron la designación.
- Para poder sesionar, el directorio deberá contar con la mayoría de sus miembros, sin ser necesario que se encuentren en el mismo recinto si estuvieren comunicados por medios de transmisión simultánea de sonido, imágenes y palabras.
- La CNV cuenta con los recursos que le asigna la Ley de Presupuesto General de la Administración Nacional para el ejercicio vigente, y además los ingresos por multas que imponga, los percibidos en concepto de tasas de fiscalización y control, aranceles de autorización y las donaciones o legados que se le confieran y las rentas de sus bienes.
- La CNV es la autoridad de aplicación y contralor de la Ley N° 26.831, y tiene las siguientes funciones:
 - En forma directa e inmediata, supervisar, regular, inspeccionar, fiscalizar y sancionar a todas las personas físicas y/o jurídicas que desarrollen actividades relacionadas con la oferta pública de valores negociables, otros instrumentos, operaciones y actividades, que por su actuación queden bajo competencia de la CNV.
 - Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización de oferta pública de valores negociables y otros instrumentos y operaciones.
 - Llevar el registro de todos los sujetos autorizados para ofertar y negociar públicamente valores negociables, y establecer las normas a las que deban ajustarse los mismos y quienes actúen por cuenta de ellos.
 - Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización para funcionar de los mercados, los agentes registrados y las demás personas físicas y/o jurídicas que por sus actividades vinculadas al mercado de capitales, y a criterio de la CNV queden comprendidas bajo su competencia.
 - Aprobar los estatutos, reglamentos y toda otra normativa de carácter general dictada por los mercados y revisar sus decisiones, de oficio o a petición de parte, en cuanto se tratare de medidas vinculadas a la actividad regulada que prestan o que pudieren afectar su prestación.
 - Cumplir con las funciones delegadas por la Ley N° 22.169 y sus modificaciones respecto de las sociedades por acciones, desde su

inscripción y hasta la baja en el registro respectivo, cuenten o no con autorización de oferta pública de sus acciones otorgada por la CNV.

- Dictar las reglamentaciones que deberán cumplir las personas físicas y/o jurídicas y las entidades autorizadas, desde su inscripción y hasta la baja del registro respectivo.
- Dictar las reglamentaciones que se deberán cumplir para la autorización de los valores negociables, instrumentos y operaciones del mercado de capitales, y hasta su baja del registro, contando con facultades para establecer las disposiciones que fueren necesarias para complementar las que surgen de las diferentes leyes y decretos aplicables a éstos, así como resolver casos no previstos e interpretar las normas allí incluidas dentro del contexto económico imperante, para el desarrollo del mercado de capitales.
- Declarar irregulares e ineficaces a los efectos administrativos los actos sometidos a su fiscalización, sin sumario previo, cuando sean contrarios a esta ley, a las demás leyes aplicables, a las reglamentaciones dictadas por la CNV, a los estatutos, a las disposiciones dictadas por entidades y aprobadas por el organismo.
- Promover la defensa de los intereses de los pequeños inversores, sin perjuicio de las atribuciones concurrentes de las autoridades de aplicación nacional y locales de la Ley N° 25.156 de defensa de la competencia.
- Establecer normas mínimas de capacitación, acreditación y registro para el personal de los agentes registrados o para personas físicas y/o jurídicas que desempeñen tareas vinculadas con el asesoramiento al público inversor.
- Determinar los requisitos mínimos a los que deberán ajustarse quienes presten servicios de auditoría a las personas sujetas a su supervisión.
- Propender al desarrollo y fortalecimiento del mercado de capitales creando o, en su caso, propiciando la creación de productos que se consideren necesarios a ese fin.
- Organizar y administrar archivos y antecedentes relativos a la actividad de la propia CNV o datos obtenidos en el ejercicio de sus funciones para la recuperación de la información relativa a su misión, pudiendo celebrar acuerdos y contratos con organismos nacionales, internacionales y extranjeros a fin de integrarse en redes informativas de tal carácter, para lo que deberá tenerse en cuenta como condición necesaria y efectiva la reciprocidad.
- Fijar los requerimientos patrimoniales que deberán acreditar las personas físicas y jurídicas sometidas a su fiscalización.

- Dictar normas complementarias en materia de prevención del lavado de dinero y de la financiación del terrorismo, siguiendo la normativa dictada por la Unidad de Información Financiera. Ello, sin perjuicio del deber de dar a la citada unidad la debida intervención que le compete en materia sancionatoria y de proporcionar a ésta la colaboración exigida por la Ley N° 25.246 y sus modificatorias.
 - Regular la forma en que se efectivizará la información y fiscalización exigidas, pudiendo requerir a los entes sujetos a su jurisdicción la implementación de aquellos mecanismos que estime convenientes para un control más efectivo de las conductas descriptas.
 - Establecer regímenes de información y requisitos para la oferta pública diferenciados.
 - Determinar las condiciones bajo las cuales los agentes registrados, que revisten el carácter de personas jurídicas, podrán estar habilitados para llevar a cabo más de una actividad bajo competencia de la CNV.
 - Fiscalizar el cumplimiento de las normas legales, estatutarias y reglamentarias.
 - Ejercer todas las demás funciones que le otorguen las leyes, decretos y los reglamentos aplicables.
- Además, la CNV puede:
 - Solicitar informes y documentos, realizar investigaciones e inspecciones en las personas físicas y jurídicas sometidas a su fiscalización, citar a declarar, tomar declaración informativa y testimonial. En el caso que, como resultado de los relevamientos efectuados, fueren vulnerados los intereses de los accionistas minoritarios y/o tenedores de títulos valores sujetos a oferta pública, podrá designar veedores con facultad de veto de las resoluciones adoptadas por los órganos de administración de la entidad, cuyas disposiciones serán recurribles en única instancia ante el presidente de la comisión y separar a los órganos de administración de la entidad por un plazo máximo de ciento ochenta días hasta regularizar las deficiencias encontradas. Esta última medida será recurrible en única instancia ante el Ministro de Economía y Finanzas Públicas.
 - Recabar directamente el auxilio de la fuerza pública.
 - Requerir al juez competente el allanamiento de lugares privados con el fin de obtener los antecedentes e informaciones necesarios para el cumplimiento de sus labores de fiscalización e investigación.
 - Iniciar acciones judiciales y reclamar judicialmente el cumplimiento de sus decisiones.

- Denunciar delitos o constituirse en parte querellante.
- Solicitar todo tipo de información a organismos públicos y a cualquier persona física o jurídica que considere necesaria para el cumplimiento de sus funciones, quienes estarán obligados a proporcionarlos dentro del término que se les fije bajo apercibimiento de ley. Esta disposición no regirá respecto de la Unidad de Información Financiera.
- Por otra parte, las informaciones recogidas en ejercicio de sus facultades de inspección e investigación tienen carácter secreto, con excepción de la información requerida por autoridades similares del extranjero con las cuales la CNV haya celebrado convenios de cooperación y de requerimientos formales efectuados por la máxima autoridad de ciertas entidades, como son el Banco Central de la República Argentina, la Superintendencia de Seguros de la Nación, entre otras.

3.5. Mercados autorizados

La CNV es el único organismo facultado para autorizar a los mercados (bolsa de valores, mercado de valores, bolsa de futuros, bolsa de opciones, mercado de futuros, mercado de opciones y otros similares).

Para su inscripción en el registro, los mercados autorizados deberán cumplir la totalidad de los requisitos establecidos por la CNV.

Funcionarán como sociedades anónimas comprendidas en el régimen de oferta pública de acciones.

Todas sus reglamentaciones que emitan deberán ser presentadas antes la CNV para su aprobación.

Los mercados tienen las siguientes funciones principales:

- Dictar las reglamentaciones para habilitar la actuación en su ámbito de agentes autorizados por la CNV, no pudiendo exigir que sean accionistas del mercado (requisito exigido en el régimen de la Ley N° 17.811).
- Autorizar, suspender y cancelar el listado y/o negociación de valores negociables, de acuerdo a lo que disponga su reglamento.
- Dictar normas reglamentarias para asegurar la veracidad en el registro de los precios así como de las negociaciones.
- Dictar normas y medidas que aseguren la realidad de las operaciones que efectúen sus agentes.
- Fijar márgenes de garantía que exijan a sus agentes para cada tipo de operación que garanticen.

- Constituir tribunales arbitrales.
- Emitir boletines informativos.

Estas funciones pueden ser delegadas parcial o totalmente a otra entidad calificada para realizarlas.

Por otra parte, las decisiones de los mercados que denieguen, suspendan o cancelen el listado y/o negociación de valores negociables pueden ser recurridas ante la CNV, por violación de sus reglamentos dentro del plazo de los quince días hábiles.

Además, la ley aclara que en los estatutos y reglamentos de los mercados deberá establecerse en qué casos y bajo qué condiciones van a garantizar el cumplimiento de las operaciones que en ellos se registran o realizan.

En razón de ello, los mercados autorizados deberán constituir un fondo de garantía, organizado bajo la forma fiduciaria u otra modalidad, destinado a hacer frente a los compromisos no cumplidos por sus agentes, originados en operaciones garantizadas. Dicho fondo deberán formarlo con el 50% como mínimo de las utilidades anuales líquidas y realizadas.

En aquellos casos en que los mercados no garanticen el cumplimiento de las operaciones, deberán expedir un certificado donde conste la suma a que asciende el incumplimiento de la obligación por parte del otro contratante, a favor del agente que hubiese sido afectado por dicho incumplimiento. Ese certificado constituye título contra el agente deudor.

Finalmente, la ley obliga a los mercados a formar un tribunal arbitral, al que quedarán sometidas en forma obligatoria las entidades cuyos valores negociables sean negociados en su ámbito, en sus relaciones con los accionistas e inversores.

3.6. Agentes registrados

Los sujetos que quieran actuar como agentes deberán tramitar la autorización y registro ante la Comisión Nacional de Valores, y deberán cumplir con las formalidades y requisitos que establezca dicho organismo.

Existen ciertas prohibiciones e incompatibilidades que no permiten la autorización para operar como agentes, las cuales son:

- Los condenados por los delitos previstos en los artículos 176 a 180 del Código Penal o cometidos con ánimo de lucro o contra la fe pública o que tengan pena principal, conjunta o alternativa de inhabilitación para ejercer cargos públicos, hasta diez años después de cumplida la condena.

- Los fallidos y los concursados, hasta cinco años después de su rehabilitación.
- Las personas en relación de dependencia con las sociedades que listen y/o negocien sus valores negociables, conforme sus categorías.
- Los funcionarios y empleados rentados de la Nación, las provincias, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y los municipios, con exclusión de los que desempeñen actividades docentes o integren comisiones de estudio.
- Aquellos a quienes se les hubiere cancelado o revocado una inscripción anterior como agentes, hasta cinco años después de quedar firme la cancelación.
- Las sociedades entre cuyos accionistas controlantes, administradores o síndicos hubiere una o más personas a quienes se les hubiere cancelado una inscripción anterior como agentes, hasta cinco años después de quedar firme la cancelación.
- Las personas que ejercen tareas que las reglamentaciones dictadas por la Comisión Nacional de Valores declaren incompatibles con esa función.
- Los miembros de los órganos de administración o fiscalización de agentes de depósito de valores negociables.

Cuando la incompatibilidad ocurra luego de la inscripción, el agente quedará suspendido en sus funciones hasta tanto aquélla desaparezca.

La autorización para ser agente registrado deberá tramitarse ante la Comisión Nacional de Valores, la cual se expedirá dentro de los veinte días hábiles de recibir la petición.

En caso que la CNV deniegue la autorización, el solicitante puede interponer recursos.

Luego, una vez que se encuentren autorizados e inscriptos como agentes, deberán cumplir con la totalidad de las regulaciones que establezca dicho organismo, debiendo abstenerse de funcionar cuando por alguna razón incurran en incumplimiento de alguna de dichas disposiciones.

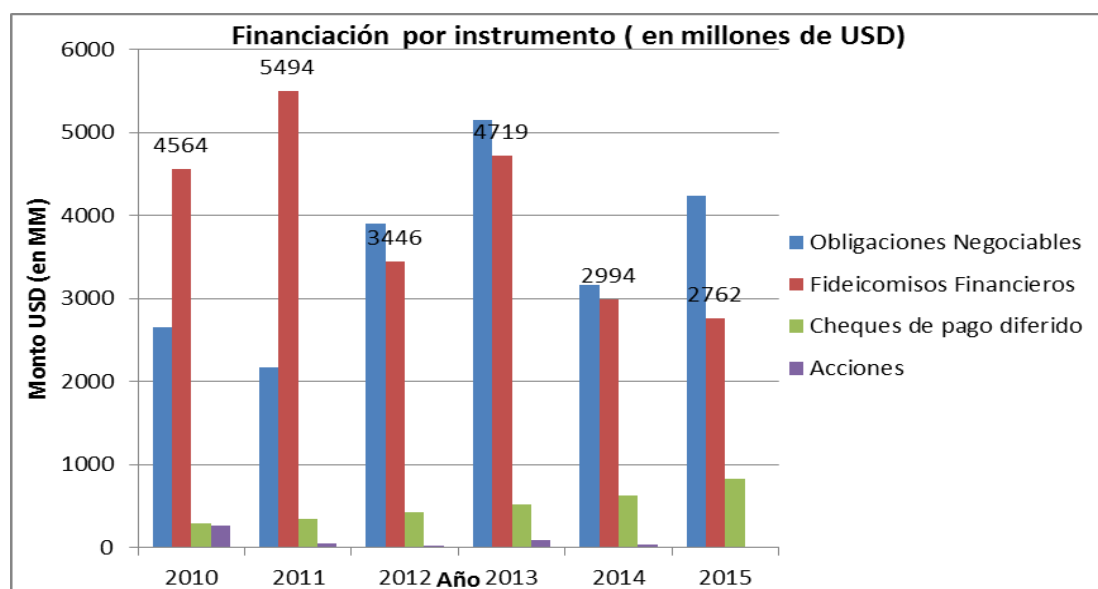
Todos los agentes registrados se encuentran sometidos a la competencia disciplinaria exclusiva de la CNV, a la cual los mercados elevarán todas las faltas en las que incurran dichos agentes.

4. Análisis cuantitativo del Mercado de Capitales Argentino

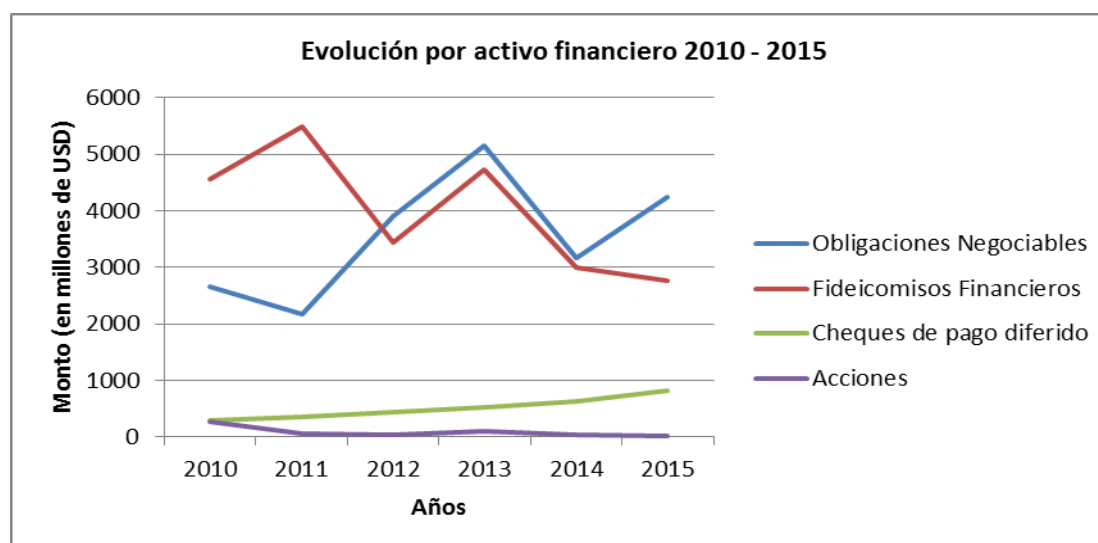
A continuación, se procederá a realizar un análisis de los cambios que introdujo la Ley N° 26.831, para poder medir el impacto, de forma cuantitativa y cualitativa, que ha tenido sobre los principales activos financieros del mercado de capitales argentino.

Para tal fin, se ha tomado como muestra datos numéricos de la *performance* de los valores negociables en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires para el período comprendido entre los años 2010 a 2015.

En primer lugar, los gráficos que figuran a continuación muestran tanto la evolución como el stock de volúmenes operados (en moneda dura) en el mercado primario de algunos títulos valores para los últimos cinco años.



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos en Instituto Argentino de Mercado de Capitales



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos en Instituto Argentino de Mercado de Capitales

Tomando en consideración los datos expuestos anteriormente, se puede arribar a ciertas conclusiones:

- *Cambio en la composición del mercado*

A fines del año 2010 el volumen operado de los fideicomisos financieros superaba en más del doble a las obligaciones negociables. Cinco años más tarde, las obligaciones negociables tomaron ventaja sobre los fideicomisos financieros, representando estos últimos sólo el 60% con respecto al año 2010.

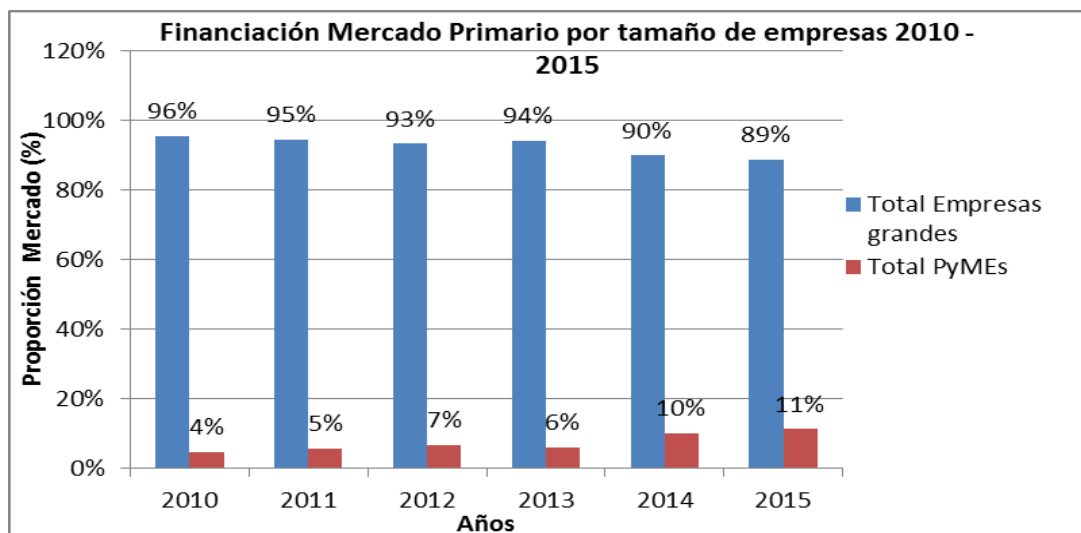
Si bien por sus características técnicas, la financiación vía fideicomiso financiero siempre es más barata que a través de la colocación de obligaciones negociables, durante estos últimos años ha crecido notablemente la participación de las últimas.

La explicación radica no en el valor negociable mismo, sino en dos puntos: la coyuntura económica y el alcance de la presente Ley. En primer lugar, la coexistencia de tasas capeadas conviviendo con un régimen de alta inflación, invita al apalancamiento de las empresas, por la licuación de pasivos. Y, por otra parte, la Ley 26.831 introdujo ciertas modificaciones con el objetivo de facilitar el acceso al mercado de pequeñas y medianas empresas.

Entre las medidas que se observan que tendían a favorecer el acceso al mercado a las PyMEs es el inciso K del punto 35.8.1. del Reglamento General de la Actividad Aseguradora (*Resolución SSN 37.163/12*), el cual promueve el financiamiento a las empresas, estipulando la inversión en proyectos productivos (focalizado al sector industrial). A tal fin, las compañías de seguros generales debían destinar inversiones en un rango de 18-30%, las de retiro 14-30% y las ART 8-20% a títulos de deuda, fideicomisos financieros, cheques de pago diferido avalados por Sociedades de Garantías Recíprocas y fondos comunes de inversión PyME. No obstante, a partir de enero de este año, la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) ha dispuesto que las entidades de seguros «podrán invertir» hasta un máximo del 30% de sus inversiones, mientras que las aseguradoras de riesgo de trabajo, 20%. Ese «podrán» diluyó la obligación impuesta por la ley.

El siguiente gráfico expone la evolución de la participación de las PyMEs dentro del mercado primario.

Como bien se puede apreciar, con el correr de los años, su proporción respecto del total negociado fue aumentando.



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos en Instituto Argentino de Mercado de Capitales

- *La financiación vía colocación de acciones tendió al decrecimiento*

Para estos últimos cinco años, se ha observado una brutal caída de financiación a través de la colocación de acciones por parte de las empresas, marcando una merma del 79,62% con respecto al año 2010.

El mercado de financiación no es ajeno a la marcha de la actividad económica, y, en sintonía con el estancamiento de la economía de los últimos tres años, la tendencia de las empresas ha sido más bien hacia el retiro más que al ingreso al mercado de capitales. Es decir, a pesar de todas las modificaciones tendientes a impulsar el desarrollo del mercado de capitales argentino, paradójicamente, el mercado de acciones tendió a achicarse.

Si bien la sanción de la ley bajo análisis tiene como objetivo principal, en sus orígenes, el acercamiento de las empresas al mercado para su potenciación, una posible explicación del retiro de las compañías del mercado de acciones radica en la presencia del inciso a) del artículo 20 de la Ley 26.831, el cual establece que la CNV podrá designar veedores con facultad de veto de las resoluciones adoptadas por los órganos de administración de la entidad y/o separar a los órganos de administración de la entidad por un plazo máximo de ciento ochenta días hasta regularizar las deficiencias encontradas. En ese contexto, resulta entendible la inconveniencia para las empresas de realizar apertura de capital, ante la posibilidad de pérdida parcial del control de la compañía.

- *La financiación vía emisión de cheques de pago diferido aumentó en este último lustro un 285%*

Durante la última década, su brillante desempeño se justifica por la existencia de Sociedades de Garantía Recíproca (en adelante SGR), las cuales son sociedades comerciales caracterizadas por su composición en 50-50% por socios protectores (empresas de mayor envergadura) y socios partícipes (PyMes). Los incentivos a formar parte de una SGR para

las grandes empresas radica en beneficios tributarios (aportes exentos de tributación por ganancias) y beneficios económicos (retornos procedentes de recursos destinados al fondo de garantía). Mientras que, en el otro extremo, para los socios partícipes, en este caso las pequeñas empresas, la existencia de una suerte de “respaldo” para sus emisiones, funcionó como una oportunidad para el acceso a la financiación a una tasa mucho menor.

Este tipo de sociedades comerciales se manifiesta bajo el estereotipo “ganan todos”, donde se ven beneficiados tanto los socios protectores como los socios partícipes.

Por excelencia, los cheques de pago diferido avalados (por SGRs) otorgaron amplias facilidades a las PyMes para participar del mercado de capitales argentino.

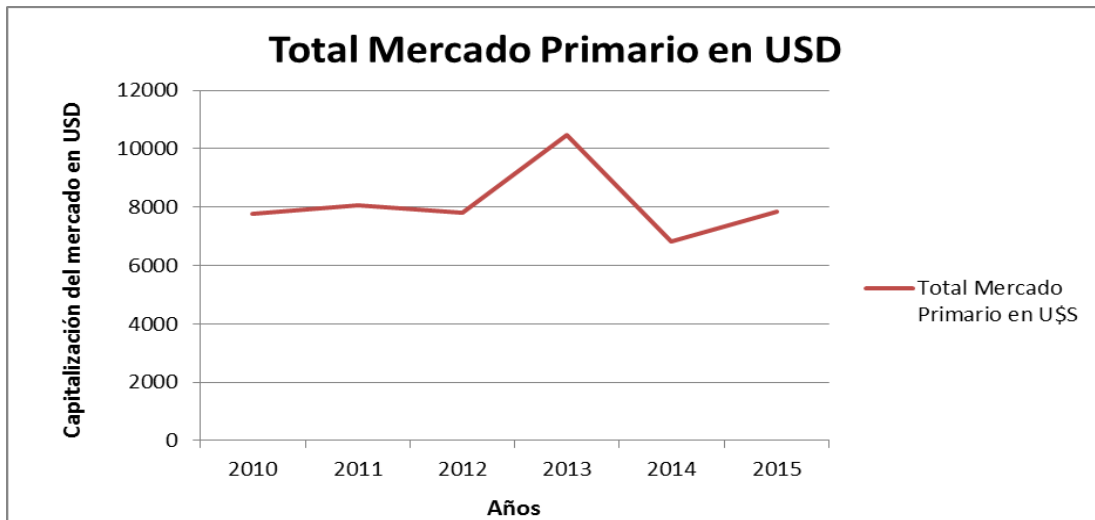
Por último, uno de los puntos que se desprenden de los gráficos analizados, es que el único valor negociable que logró mantener su tendencia alcista durante estos últimos cinco años han sido los cheques de pago diferido, en comparación con el resto de los activos financieros, por ejemplo obligaciones negociables o fideicomisos financieros, cuyas tendencias han sido más bien oscilantes.

Evolución global del mercado primario

Para concluir el presente análisis, uno de los interrogantes que se plantean es la evolución del mercado de capitales en su conjunto durante estos últimos cinco años.

Es decir, de los comentarios realizados anteriormente se deduce que la implementación de artículos destinados a otorgar facilidades a las PyMEs han tenido impacto dentro del mercado. Esta situación se pudo verificar a través de un cambio en la composición de la demanda de valores negociables (obligaciones negociables preferidas contra fideicomisos financieros) y, adicionalmente, el crecimiento sostenido en la financiación a través de cheques de pago diferidos.

En el siguiente cuadro se aprecia la evolución del volumen operado, a nivel integral, del mercado primario.



Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos en Instituto Argentino de Mercado de Capitales

Del gráfico anterior puede observarse que el mercado primario tendió más bien a reducirse durante este último período. Medido en dólares, el financiamiento primario atravesó una fase de estancamiento. La explicación de este fenómeno radica, gran parte, en la coyuntura económica: control de cambios conviviendo con un alto déficit fiscal acompañado de escasez de reservas, derivando en un régimen de alta inflación. La existencia de altos niveles de inflación invita a los agentes a achicar el horizonte temporal de contratos y a sumergirse en un escenario de incertidumbre, lo cual impacta de lleno en la toma de decisiones: se acorta el plazo de financiación y desaparece la inversión, impactando de lleno en mercado de capitales.

El paradigma económico que acompañó el surgimiento de la nueva Ley de Mercado de Capitales no ha sido precisamente de los mejores, pero, a pesar de ello, se ha podido evidenciar como impacto por su implementación, un cambio en la composición de la oferta prestable, oferta que se destinaba a otros fines -básicamente por cuestiones de rentabilidad- y que el Gobierno intentó canalizar vía imposición legal.

5. Conclusiones

A modo de resumen se transcriben los principales cambios introducidos por la Ley N° 26.831:

- Constituyó un avance en la estructura institucional del mercado, asemejándolo a otros mercados del mundo, como por ejemplo Brasil.
- La CNV se convirtió en la autoridad máxima del mercado de capitales, adquiriendo las facultades de supervisar, regular, inspeccionar, fiscalizar y sancionar a los agentes autorizados y a las empresas cotizantes. Ello también se acompañó por la prescindencia de las bolsas de comercio en la estructura del mercado, las cuales perdieron funciones que hasta el momento realizaban, como es la autorización de la cotización de las empresas y llevar el registro de los precios de referencia.
- La “desmutualización” de los mercados: es la posibilidad de participar en el mercado a aquellos nuevos agentes que deseen hacerlo, previa autorización de la CNV, sin necesidad de que estos tengan entre sus activos una acción de bolsa, algo que fue requisito esencial para poder intermediar en el mercado hasta la sanción de la ley, es decir que para ser agente de bolsa ya no es necesario ser accionista del mercado de valores ni socio de la bolsa de comercio.
Un ejemplo se da con la posibilidad que tienen las universidades nacionales para actuar como calificadoras de riesgo.
- La eliminación de la “autorregulación bursátil”: La autorregulación permite a los mercados dictar normas aplicables y ejercer un poder disciplinario y sancionatorio sobre los intermediarios bursátiles, lo que responde al principio bursátil de aplicación de los usos y costumbres.
Cabe aclarar, que la autorregulación normativa se mantiene en los mercados de valores, aunque sigue sujeta a la aprobación de la CNV. En cambio, la autorregulación jurisdiccional es readquirida por la CNV, que tiene la facultad de sancionar a los operadores.
- Obligación de los mercados de ser sociedades anónimas: Los mercados deben ser sociedades anónimas con régimen de oferta pública de sus acciones y se prohíbe que un solo accionista tenga el control de hecho o derecho de la entidad, fijando la CNV las tenencias máximas por accionista.
- Se dispuso la creación de delegaciones regionales de la CNV en cualquier lugar del país, debiendo establecer dicho organismo sus facultades.
- La interconexión de plataformas operativas es la facultad que tiene la CNV para solicitar que se arbitren las medidas necesarias para interconectar sistemas entre los diversos mercados a los efectos de que la formación de precios sea integrada.

- La reducción del secreto bursátil: Se permite que los entes de supervisión del sistema financiero y asegurador crucen información sin consentimiento alguno, disminuyendo de esta forma el secreto bursátil.
- La nueva ley faculta a la CNV a designar veedores con facultad de veto cuando a su solo entendimiento se vulneren intereses de los accionistas minoritarios. Además, el mencionado organismo podrá separar los órganos de administración por un plazo de 180 días, hasta tanto se regularicen las deficiencias detectadas.
- Respecto del total del mercado, la proporción de participación de las PyMEs fue aumentando.
- Se produjo una mutación en la composición del mercado presentándose un aumento de las obligaciones negociables y a una disminución de los fideicomisos financieros.
- El único valor negociable que logró mantener su tendencia alcista, entre los años 2010 a 2015, han sido los cheques de pago diferido.

6. Lo que viene...

El ministro de Hacienda y Finanzas Alfonso Prat-Gay se presentó en el XI Foro Económico de Thomson Reuters, en el mes de agosto del 2016, y allí expresó que el Gobierno planea enviar un proyecto de ley al Congreso para modificar el mercados de capitales en las siguientes semanas, cuya liquidez y atractivo ha estado limitado por años de restricciones.

El ministro no ofreció detalles sobre la reforma, que permitiría agilizar las transacciones de inversores extranjeros y restringir la injerencia del Estado en empresas privadas en que tiene una participación minoritaria tras la privatización de la seguridad social hace casi una década.

"Nosotros no entendemos el desarrollo que estamos diseñando para Argentina en los próximos años en ausencia de un mercado de capitales local fuerte", dijo Prat-Gay.

Un mes antes, en la celebración del 162° aniversario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), su titular, Adelmo Gabbi le reclamó al presidente de la Nación, Mauricio Macri, la necesidad de reformar la Ley de Mercado de Capitales "para que su normativa esté al servicio de las economías regionales y del mercado para su financiamiento y no que el mercado de capitales esté al servicio de las apetencias del poder público de quienes nos gobiernan".

Gabbi se refirió especialmente al artículo 20 de dicha ley que permite la intervención en la plaza por parte del Estado Nacional. "Fue con alarmante inquietud que vimos aparecer en el escenario político, el proyecto de ley de mercado de capitales, que, bajo pretexto de modernidad del sistema para su desarrollo, introdujo solapadamente normas imperativas que avanzaron sobre las emisoras para dotar al poder público de facultades intervencionistas, inéditas en el Derecho vigente en los mercados del mundo", indicó el titular de la Bolsa.

Además solicitó el acompañamiento para hacer realidad el B&MA y se comprometió a "impulsar las herramientas que mejor contribuyan al financiamiento de las obras de infraestructura imprescindibles para el desarrollo de la Argentina".

Al respecto, cabe aclarar que Bolsas y Mercados Argentinos (B&MA) estará compuesto por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el Mercado de Valores de Buenos Aires, el Mercado de Valores de Córdoba y los mercados de Valores y Bolsas que tienen participación en la Caja de Valores como Mendoza, Rosario, Córdoba, La Plata y Bahía Blanca.

7. Consideraciones finales

El objetivo principal del presente trabajo es conocer el impacto en el Mercado de Capitales Argentino, a partir de la sanción de la Ley N° 26.831, con la intención de poder colaborar con el campo teórico ya que se encuentra escaso material escrito sobre el tema y es de importancia para aquellas personas interesadas en la materia.

De la información recabada en el presente trabajo se observa que la sanción de la ley bajo análisis ha producido cambios en estructura institucional del mercado, dando un mayor protagonismo a la Comisión Nacional de Valores. En la práctica, fue el cambio más significativo.

Por otra parte, la modificación que generó más polémica fue el otorgamiento a dicho organismo de la facultad para designar veedores con poder de veto cuando a su solo entendimiento se vulneren intereses de los accionistas minoritarios, además que podrá separar los órganos de administración por un plazo de 180 días, hasta tanto se regularicen las deficiencias detectadas. Esta situación podría justificar la contracción del mercado accionario, debido a que resulta entendible la inconveniencia para las empresas de realizar apertura de capital, ante la posibilidad de pérdida parcial del control de su compañía. Paradójicamente, la incorporación del artículo 20 a la presente ley, impulsó más la salida que la entrada de empresas al mercado de equity.

Además, es destacable el cambio en la composición de la demanda de valores negociables (preferencia por obligaciones negociables frente a los fideicomisos financieros), observándose también una mayor participación de las pequeñas y medianas empresas (justificado por las distintas medidas que incentivan el financiamiento a este sector).

Al respecto, es necesario aclarar que, a pesar de la sanción de una ley o reglamentación, el mercado de capitales no se encuentra exento de la evolución de la economía del país; sin embargo, si bien atravesó una fase de estancamiento, se pudo evidenciar un cambio en la composición de la oferta prestable, la cual se destinaba a otros fines más rentables y que el Gobierno logró canalizar vía imposición legal.

Finalmente, se entiende que el proyecto de modificación impulsado por sectores del mercado de capitales y acompañado por el Gobierno actual, buscando limitar las facultades intervencionistas del poder público, permitirá una mayor confianza por parte de las empresas que podrían volver a abrir su capital a la oferta pública generando un aumento de la colocación primaria y un consiguiente crecimiento de nuestro mercado de capitales.

8. Bibliografía

- Ramos, N. y otros. (2005). Curso para inversores. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- Naciones Unidas. (2013). Estudio Económico de América Latina y el Caribe. Santiago de Chile.
- Ley N° 17.811 Ley de Oferta Pública de Títulos Valores.
- Ley N° 26.831 Ley de Mercado de Capitales.
- Muñoz, N., Medina, H. (2015). La Argentina estructural. Actualidad del Mercado de Capitales. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Edicon.
- Erpen, M. (2010). Mercado de Capitales: manual para no especialistas. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Temas Grupo Editorial.
- Dapena, J. P. (2012). Instrumentos de inversión y mercados financieros: un manual para aprender desde los cuadros financieros. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- Chavez, F., Cantoni, J., Mason, E., Sulé, J. (1993) Historia Argentina. Tomo XVI. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Editorial Oriente S.A.
- Anuario Bursátil años 2010 a 2015. Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC).
- <http://www.cronista.com/economiapolitica/Prat-Gay-aseguro-que-en-las-proximas-semanas-enviaran-un-proyecto-de-ley-para-modificar-el-mercado-de-capitales-20160810-0086.html>
- <http://www.telam.com.ar/notas/201607/155165-bolsa-de-comercio-buenos-aires-adelmo-gabbi-mauricio-macri-gobierno-nacional.html>