

31/10/17

Derecho Comercial I – Comisiones B1 y B2 –

Dra. María Silvia Gómez Bausela.

Unidad 10 – Mercado de Capitales.

Bibliografía Dr. Patricio Prono





Resumen Ejecutivo:

La finalidad de una norma que regula el mercado de capitales es procurar hacer al mismo un medio idóneo para capturar el ahorro de una economía para volcarlo a la financiación de proyectos productivos. Los argentinos tienen un alto poder de ahorro que no siempre se vuelca a los mercados financieros locales para reciclar en la financiación de emprendimientos productivos de la economía real ¿por qué? La inflación, la devaluación, la inestabilidad macro e institucional han jugado históricamente en contra. En segundo lugar, los inversores-ahorristas no se han sentido siempre bien protegidos por el sistema institucional de canalización del ahorro a la inversión (ICAI) ni han estado satisfechos por el rol cumplido por los reguladores. Respecto al mercado de capitales, al que se aplican los mismos problemas, la norma recientemente sancionada toma un 50% de las normas existentes bajo la vigencia de la Ley 17811 que con sus modificaciones rigió hasta ahora y del Dec. 677/2001 que avanzó sobre aspectos necesarios respecto a la transparencia, gobierno corporativo, representación en asambleas, ofertas públicas de adquisición, etc. De las normas que subsisten, la mayoría son de naturaleza operativa (más lo que proviene la ley que del citado decreto). Son V títulos divididos en capítulos con un total de 157 artículos que básicamente reemplazan disposiciones de la ley 17811 o las incorpora en su texto. Desde el título III (arts. 86 y sgts.) incorpora con pocas modificaciones las disposiciones del Dec. 677/01 hasta el art. 131. Tiene algunos tópicos que seguramente formaron parte de otra inspiración como el caso del Título V que se refiere a Procesos Judiciales e incluye "Arbitrales" (aunque no dice nada al respecto ya que solamente se hace referencia a los tribunales arbitrales tangencial en el art. 32 con referencia al art. 46 respecto a los tribunales arbitrales de los mercados de valores). La constante remisión a la reglamentación futura no pareciera basarse en la necesidad de tener regulaciones más flexibles y adaptables sino la intención de sancionar la ley con urgencia y sin más demoras ya que otras disposiciones preexistentes son excesivamente reglamentaristas. Comentaremos los principales cambios y haremos una valoración sobre los aspectos positivos y negativos de la norma. Para que sea una buena norma, se debe apuntar a que logre la meta de mejorar la eficiencia y profundidad del mercado y que logre perdurar por sus bondades. Hubiera sido ideal darse más tiempo para presentarla especialmente para darle al parlamento la oportunidad de discutirla y adoptar muchas de las propuestas de legisladores que fueron desatendidas a pesar de su calidad. El tiempo será el que demuestre su acierto final.-

**I. Introducción: ¿Qué es un mercado de capitales? ¿Qué es un mercado de valores? ¿Qué sucede en Argentina?**

Simplificando y sin pompas, un mercado de capitales es el lugar físico o virtual donde se realizan transacciones con títulos valores negociables. Los valores negociables son representativos de bienes o derechos y como tales representan activos financieros. Por ejemplo, cuando una empresa desea financiarse y no ir al sistema financiero, si decide acudir a una bolsa o mercado de valores está tomando una doble decisión: 1) desintermediar y financiarse directamente con dinero de los inversores que acuden a dicho mercado a ofrecer fondos provenientes de sus ahorros 2) definir cuál será la modalidad contractual o asociativa<sup>[1]</sup> entre dicha empresa emisora y el inversor-ahorrista que la financia. Puede tomar la forma de socio cuando un inversor compra acciones ordinarias de la empresa, puede tomar la forma de un acreedor cuando compra sus bonos u obligaciones negociables, etc. Esa desintermediación y relación especial que une a la oferta y demanda en los mercados de valores obliga al Estado a generar la confianza necesaria para que el mercado de ahorro-inversión prospere y con ello el producto bruto interno. Para ello es necesario que exista: 1) garantías de sustentabilidad macroeconómicas. 2) transparencia. 3) ausencia de conflictos de interés o métodos eficientes para resolverlos 4) existencia de supervisión y regulación eficiente 5) protección integral al inversor. Todos estos aspectos están vinculados y merecen especial atención por la complejidad de las transacciones, la necesidad de conocimientos específicos

que no necesariamente tienen los ahorristas, la cantidad de agentes involucrados, la tensión existente entre la avaricia y la seguridad en las operaciones financieras. Mucha gente confunde estos mercados como centros de especulación y aventura. Incluso las discusiones parlamentarias curiosamente muestran en quienes se esperaba mayor conocimiento, las confusiones reinantes. Lo cierto es que no existe disociación entre la economía real y la faz financiera de dicha economía. Cuando hay ausencia de financiamiento, hay ausencia de proyectos de inversión. Cuando la financiación es para los proyectos o se diferena o sólo se realizan si la esperanza de retorno es muy elevada. Cuando "no se defiende al inversor", se termina perjudicando a los emisores que no encuentran demanda para sus proyectos. Cuando un emisor o un agente intermediario defraudan, se perjudican todos los que de buena fe actúan en el mercado de capitales, caen las transacciones, disminuye significativamente la cantidad de ahorro disponible para adquirir valores negociables de distinta especie (acciones, bonos, certificados de participación o de deuda en fideicomisos, títulos públicos, o contratos de cobertura). Por ello están tan relacionados los aspectos enunciados precedentemente. Una legislación que protege al inversor y que dota al regulador de poder para aplicar sus disposiciones (enforcement) debería lograr darle al ahorrista mayor incentivo para acudir al mercado a ofrecer su dinero. Es una alternativa más a otras instituciones canalizadoras del ahorro a la inversión (como son las entidades financieras, las aseguradoras o las que canalizan fondos de pensión). Todos los países modernos (con independencia de su ideología económica) buscan alentar tener instituciones canalizadoras del ahorro a la inversión como las mencionadas y las que lo logran tienen más seguridad de poder financiar proyectos innovadores o rentables que multiplican la riqueza y el empleo. Aquellas economías inestables macroeconómicamente no lo logran. En lo microeconómico fracasan aquellas que no logran desentrañar los grandes y potenciales conflictos de interés que pueden perjudicar a los inversores frente a quienes disponen o de mayor poder o de mayor información y que no respetan sus deberes fiduciaros que a decir del gran jurista Benjamín Cardozo (ver op. cit. 24) es tal vez el deber más importante que se le debe imponer a quienes participan en el mercado de capitales captando o intermediando en la negociación de títulos valores y fuente de los mayores conflictos inter partes. Cuando eso sucede, los inversores desaparecen o se tornan escépticos y los mercados de valores se reducen o se tornan altamente volátiles con todas las consecuencias negativas que ello acarrea a la economía real.-

La propia ley no aclara demasiado la diferencia entre mercados de capitales y mercados de valores (se puede observar en los titulares de la misma). El mercado de capitales es genérico, es aquel en que se encuentra la sumatoria de oferta y demanda de valores negociables por la vía de la oferta que los emisores hacen. En general todo lo que es oferta de ahorro que no se hace en el sistema financiero o en el sistema asegurador o de pensión, se hace en el mercado de capitales y puede estar conformado por distintas instituciones y mercados de valores donde se hacen efectivamente las transacciones en oferta pública o privada. Como en estas circunstancias la oferta es indiferenciada (no se dirige a persona alguna en particular sino a quién le interese) y al mejor postor, se comenzó a hablar de "oferta pública" en contraposición a la oferta privada que se realiza a persona determinada y que se rige por reglas propias del derecho privado exclusivamente.[2] En Europa, la de la familia Bourse (Brujas) fue una de las renombradas casas de negociación de valores y de ahí la terminología empleada. Lo bueno era que a la oferta primaria de títulos valores (p.ej. suscripción de acciones de una empresa) se agregó la oferta secundaria de esos valores: la posibilidad de vender las acciones que uno había adquirido antes por lo que el mercado producía nueva demanda y liquidez en el mercado secundario de esos títulos.-

Aquellos mercados donde se transan valores negociables (activos financieros) por oferta pública siguiendo ciertas reglas y bajo supervisión regulatoria (auto-regulada, estatal o mixta) se denominan mercados de valores. Como dijimos pueden ser lugares (físicos o virtuales) de negociación de valores de distinta especie. No compartimos los criterios de cierta doctrina que pareciera separar (se notó en las exposiciones de algunos diputados en el Congreso) esos valores negociables de la economía real como si existieran dos mundos separados, el financiero y el productivo. Los valores negociables son representativos de activos reales (que pueden o no ser valiosos) tal como lo definen las normas civiles y comerciales desde hace siglos. Nadie hace transacciones para comprar "papelitos" salvo que los mismos representen valores reales o potenciales. Los mercados de valores son verdaderas mercados de financiación genuina, "lugares de remate" donde se colocan al mejor postor y con todas las

garantías que requieren las regulaciones antifraude del mercado títulos valores que permiten su negociación. Son esos mercados los que aseguran transparencia, uniformidad y dan la seguridad a los inversores que deseen participar en forma más directa y sin acudir a bancos para ahorrar en emprendimientos económicos "reales" o en deuda de los estados. No siempre los mercados de valores logran su cometido, a veces porque la transparencia no es suficiente a veces porque las disposiciones antifraude no operan completamente, otras veces porque no logran que los deberes fiduciarios que tienen todos los agentes que en el mismo operan se cumplan acabadamente de tal forma que se proteja primero al inversor antes que a sí mismo o que ante dos comitentes en conflicto, se actúe imparcialmente. Este problema ha sido crítico durante toda la historia de estos mercados y ha sido una preocupación permanente de los estados que han deseado generar vehículos canalizadores del ahorro a la inversión productiva. En el Siglo XX y luego del gran crack de la Bolsa de Nueva York (1929 en adelante) se ha encarado un proceso de regulación y control que con mejoras y recaídas ha procurado defender a los inversionistas y alentarlos a que vuelquen sus ahorros a los mercados de valores generando para ello mecanismos de protección y control. Millones de perjudicados en Wall Street y en el mundo aplaudieron la necesidad de la intervención estatal para evitar esos problemas y volver los mercados a la normalidad. ¿Suena reciente? Sí, las actuales crisis financieras en EEUU y Europa (desde 2007 hasta la fecha). En EEUU se sancionaron en 1933 y 1934 normas reguladoras[3]. Al amparo de los cambios algunos países adoptaron regímenes jurídicos de control con mercados oficiales o públicos de negociación de títulos valores (Francia), otros mantuvieron a los mercados como entes privados pero con regulación pública en algunos aspectos o le dieron carácter mixto.-

La idea reinante respecto a la regulación de mercados es que es necesaria. Que debe contar con el poder para evitar fraudes y conflictos de interés, que debe ser estable y que debe estar en manos de autoridades con "idoneidad e independencia total" del gobierno de turno como para dedicarse a cumplir con las "finalidades específicas del rol" encomendado, de lo contrario no tiene sentido que sea un órgano separado del gobierno central. Los mercados de capitales son eficientes si los costos de transacción son los mínimos indispensables, si logran alentar el ahorro en contra del atesoramiento, si generan poca volatilidad micro y si son sustentables y tiene recaudos para evitar crisis sistémicas y para resolver rápidamente los conflictos de interés. Globalmente hoy pocos estarían en contra de la supervisión gubernamental eficiente y neutral y toda norma que pretenda considerarse eficiente debe seguir vectores que den confianza al inversor, que lo proteja y le asegure la neutralidad gubernamental. Un sistema de mercados de capitales logra así su cometido y permite evitar maniobras desleales o aventureras, burbujas y efectos no deseados que rompen la ficción de las expectativas racionales poco operativas en épocas de crisis y que sólo permiten tener parámetros para resolver situaciones ordinarias con reglas ordinarias.-

Debemos tener en cuenta que los mercados de capitales surgieron espontáneamente como resultado de la necesidad de las distintas empresas de financiar sus proyectos por la vía de nuevo capital (acciones) o vía endeudamiento (bonos, debentures y los gobiernos títulos públicos). Los distintos emprendimientos pudieron entonces ofrecerse públicamente y en forma directa (sin pasar por los bancos) a quienes quisieran participar con sus ahorros (inversiones) financiando esos proyectos. A ese fenómeno se le denominó "desintermediación". Como hemos escrito con anterioridad, surgía una alternativa eficiente a lo que antes sólo se lograba por gracia del príncipe o por crédito bancario. La aparición de la sociedad anónima como tipo societario permitió difundir la práctica de la oferta y negociación de valores representativos de capital o de deuda porque limitaba la responsabilidad de quienes participaban en el emprendimiento a la integración de las acciones suscriptas y además permitía diversificar ciertos riesgos que ningún emprendedor podía afrontar por sí solo ni quería afrontar concentrando todo su patrimonio. La sociedad anónima también facilitaba la integración de quienes participaban como accionistas sin requerir de ellos necesariamente un rol activo pero conservando los derechos políticos (elegir y ser elegido en el directorio). Los ahorristas o inversores se interesaban en participar en emprendimientos que podrían parecer riesgosos (muchos lo eran) diversificando su inversión para amortiguar las pérdidas potenciales pero con la promesa de grandes ganancias si el mismo resultaba como se planeaba. Diversas empresas fueron financieramente posible merced a la colocación de títulos valores en los mercados: los descubrimientos de ultramar, ciertas colonizaciones, los ferrocarriles, la canalización de ríos, el establecimiento de puentes y hasta la financiación de desafortunadas aventuras imperiales.-

Como iniciativa privada se fueron generando mercados (unión de oferentes y demandantes de acciones o bonos de deuda) en el que se transaban y fijaban directamente precios en forma pública y transparente. Eran verdaderos lugares de "subasta" de estos valores que comenzaron a operar bajo determinadas prácticas y ritos, con reglas para su oferta, negociación, registro y publicidad. También con códigos de conducta (no siempre seguidos) y sistemas para resolver los conflictos que surgieran. La oferta pública de las empresas (públicas o privadas) de títulos valores a los inversores consistía en documentos más o menos estandarizados (cartulares) que se transaban a viva voz y que los ahorristas interesados podían adquirir en estos mercados. Estos mercados con muchas de las cualidades actuales datan del renacimiento aunque se perfeccionó en el siglo XIX en Europa y EEUU. La iniciativa del sector mercantil privado como método para realizar oferta y demanda de financiación de proyectos empresarios mediante la participación en acciones de empresas (especialmente como dijimos sociedades anónimas con gran requerimiento de capital o con grandes riesgos de emprendimiento en que la división de la propiedad pudiera ser apropiada para dispersar el riesgo empresarial y alentar nuevos participes en negocios con un alto riesgo y altas ganancias en caso de salir bien, entre ellas los ferrocarriles, los descubrimientos de ultramar, la colonización, las canalizaciones, los descubrimientos mineros, etc. Todos los mencionados eran proyectos con alta capacidad de ganancia o de pérdida, a lo que se agregaban los riesgos operativos, jurídicos y de fraudes. Por ello los mercados de valores primero fueron recintos privados organizados como un "club de inversores y colocadores de títulos valores" y luego se fueron formalizando. Se negociaban acciones de las sociedades y también papeles de deuda emitidos en serie (básicamente pagarés emitidos en serie para financiar a las empresas), monedas, metales preciosos, etc. Mercados como los de Londres, Amsterdam, Brujas, Paris, Florencia, o Nueva York son ejemplos de ese desarrollo. Operaban como verdaderas "casas de remate" (subastas). También los gobiernos comenzaron a acudir a estos mercados a solicitar financiación emitiendo deuda colocada y cotizada en los mismos. Aún era enteramente manejado por agentes privados y prácticas del derecho mercantil exclusivamente, pero para prosperar tenían que tipificar los negocios, dar cierta seguridad jurídica (instrumental, información, etc.) y evitar el fraude. Cuando lograron éxito y eficiencia canalizaron grandes volúmenes de transacciones y a bajo costo.-

#### A- OBJETIVO DEL SISTEMA: PROTECCIÓN AL INVERSOR

Pronto se reconoció que el objetivo principal y que sería el vector de todo lo que significaba crecer y prosperar en el sistema se podía resumir en "logra proteger al inversor y lograr su confianza" sin lo cual no podía existir financiación de los emprendimientos y por lo tanto no habría ni mercados ni emprendimientos. Proteger al inversor era proteger en última instancia al emisor de capital o de deuda que podía entonces financiarse mejor, a plazos mayores y a costo menor.-

#### B- Evolución en Argentina

Los comienzos datan de la época constitucional y su evolución fue parecida a la comentada. El mercado de capitales comenzó informalmente a principios del siglo XIX como un negocio privado y mercantil sobre fines del mismo en que se constituye la Bolsa de Comercio de Buenos Aires hace un siglo y medio. El Estado recién comienza a realizar tareas de coordinación y relevamiento de la actividad en 1937 bajo la órbita del Banco Central y como Comisión de Valores[4] siguiendo las tendencias de los mercados de EEUU y Europa. La ley 17811 de Oferta Pública de Títulos Valores y de Organización de la nueva Comisión Nacional de Valores (CNV) de 1969 recogió las tendencias modernas de la época aunque conviviendo con la autorregulación de la bolsa y los mercados de valores[5] propia de sus orígenes. Le da a la CNV su autarquía y facultades de fiscalización y regulación de la oferta pública de valores, de las bolsas y mercados de valores. Consagraba la autorregulación de los mercados y el control de legalidad.-

La citada norma fue un avance importante en cuanto a la técnica normativa, poniéndose a la altura de la de los países más desarrollados y dotando a la CNV de importantes funciones. Pero también conservaba la tradición institucional precedente que básicamente consistía en regular y fiscalizar: a) la oferta pública de títulos valores b) las bolsas y mercados de valores c)

establecer el marco operativo en el mercado de capitales con oferta pública d) consagrar la facultad de hacer control de legalidad pero no el control de mérito u oportunidad e) mantener la "autorregulación" de los mercados de valores y las bolsas f) en virtud de dicha autorregulación permitir que las medidas disciplinarias sobre los agentes bursátiles estuvieran en manos de dichos mercados (art. 11, ley 17811) g) otorgarle a la CNV facultades de regulación, control y sanción de los demás agentes y mercados bajo la revisión del poder judicial h) extender sus facultades a nivel nacional i) dotar a la CNV de autarquía j) darle facultades para aprobar los reglamentos de las bolsas y de los mercados de valores k) asesorar al Poder Ejecutivo sobre los pedidos de autorización para funcionar que efectúen las bolsas y mercados de valores o solicitar su retiro de autorización (art. 6, inc. c y d).-

La ley fue especialmente modernizada en 2001 mediante el Dec. 677 que agregó nuevas instituciones referidas a las ofertas públicas de adquisiciones, a la publicidad y transparencia, a los conflictos de interés, al gobierno corporativo, siguiendo tendencias mundiales[6]. Alrededor de la mitad de esas disposiciones se mantienen en la nueva ley.-

## II. La nueva Ley de Mercados de Capitales

La nueva ley deroga a la Ley 17811 de Oferta Pública, al Dec. 677/01 citado, al art. 80 de la ley 11.672, al régimen de calificadoras de riesgo consagrado en el Dec. 656/92 y otras normas en existencia sustituyéndolas por un cuerpo integral que incorpora muchos de los viejos preceptos existentes en las normas citadas pero que efectúa cambios significativos en otras instituciones y operatorias. Básicamente se conservan las instituciones de oferta pública de la ley 17811 y las consagradas en el Dec. 677 sobre transparencia, gobierno corporativo, oferta pública de adquisición, etc. aunque lo hace sin demasiado cuidado por la técnica legislativa.-

La nueva norma que entrará en vigencia en 30 días de su sanción aporta al mercado de capitales mejoras en cuanto a la finalidad de integración de los mercados (integración de valores, de sistemas y de regiones), de mayor supervisión de la CNV sobre la actividad que antes los mercados autorregulaban (ex art 11) e incorpora a la ley lo que oportunamente se reformara por el Dec. 677/01 que tuvo buena inspiración respecto a: el gobierno corporativo, la transparencia, las ofertas públicas de adquisición pero cometió el pecado original de modificar una ley (Ley 17811) por decreto. Además dicho decreto se transformó en un cuerpo separado de la estructura principal compuesta por la citada Ley 17811 que organizó la oferta pública, reguló las funciones y responsabilidades de la CNV como órgano de aplicación y control con lo que su integración al actual cuerpo es una ventaja.-

En líneas generales la nueva norma contiene un 50% casi textual de la vieja, hace muchas reformas orgánicas y operativas en el 50% restante, algunas positivas y algunas negativas muchas de las cuales corren el riesgo de ser tachadas de inconstitucionales, especialmente las referidas a las facultades jurisdiccionales, de veeduría (cuasi-intervención) y de sanción de la CNV que dejan duda sobre el derecho a defensa y al debido proceso. Obviamente, la filosofía del nuevo cuerpo legal es de mayor regulación y de otorgar mayor poder a la CNV lo que marcha paralelo con la tendencia mundial, sus defectos están entre otros vinculados con algunas disposiciones que permiten avasallar el rol del control judicial y hasta otorgar en algunos casos la suma del poder sobre el mercado de capitales por la concentración de facultades ejecutivas, regulatorias y jurisdiccionales en el mismo órgano. Mientras tanto paradójicamente la ley no dota a esa Comisión de las garantías de independencia que una agencia autárquica de la importancia y especialidad que tiene una comisión de valores debería tener. Por lo menos se debería haber seguido un esquema similar al que tiene en la órbita monetaria y bancaria el Banco Central de la República Argentina.-

Nuevamente, la finalidad de dotar al regulador de facultades suficientes para proteger al inversor y al mercado es una iniciativa positiva porque en definitiva no existirá mercado ni podrán los emisores financiarse en el mismo si los inversores son escépticos respecto a la transparencia y ausencia de conflictos de interés como para defenderlos. Esta es precisamente la asignatura pendiente más importante de la norma ya que detrás del saludable intento de evitar que la autorregulación afecte al inversor y al mercado, no ahonda en lo que otros sistemas ya han actuado incluyendo las recomendaciones internacionales de órganos en los que participa el país y de prestigio como IOSCO[7] referidos a los notables conflictos de interés

que existen entre los distintos operadores fiduciarios y los inversores, especialmente los minoritarios. Si bien la norma deja librado todo lo no cubierto a la reglamentación, es precisamente la ley la que debería cubrir aspectos fundamentales y estables que no pueden ser dejados en manos de un órgano que puede modificar temas tan importantes sin el debido debate o consenso. Por otra parte, la innumerable cantidad de temas que han sido abordados en detalle por el nuevo plexo legal -a pesar de dejar tantos aspectos claves sin resolver y librados al regulador- hacen pensar que no existió el tiempo necesario para enviar al parlamento una norma mejor y que todo lo que no pudo ser discutido en la última sesión, se dejó para la reglamentación con los riesgos de arbitrariedad ulteriores de cualquier comisión en el futuro con independencia del momento o del gobierno de turno.-

**Debate Parlamentario:** El debate parlamentario incluye muy buenas intervenciones de diversos legisladores entre ellos los diputados Germano, Pinedo, Yomá, Giubergia, Prat Gay, Álvarez, Pérez, Triaca, Obiglio, Favario y especialmente la intervención del Diputado Gil Lavedra respecto a las atribuciones jurisdiccionales y sancionatorias de la norma en la que magistralmente anticipa los planteos de inconstitucionalidad.[8] Sin embargo el bloque mayoritario no tuvo nada de flexibilidad ni apertura a la hora de incluir algunas observaciones y modificaciones al texto que fuera bien recibido por la oposición pero con reparos específicos respecto a algunos artículos. Otros legisladores seguramente no contaron con el tiempo suficiente para prepararse lo que queda claro en el debate por sus comentarios incluso por no reparar que algunas observaciones a la norma surgen de otras preexistentes como el Dec. 677/01. En definitiva, una norma trascendente como la sancionada pudo haberse presentado con más tiempo, más dedicación y más debate consensuado lo que arrojaría menos disputa en el futuro, más seguridad jurídica y menos resolución de conflictos. Algunas intervenciones fueron técnicamente muy débiles.-

Finalmente, se da un golpe muy duro a las bolsas de comercio del país que anteceden a los mercados de valores sin haber resuelto la posibilidad de su transformación y operación cuando estaba en su posibilidad hacerlo lo que denota cierta intencionalidad de la propuesta legislativa y que encontrará diversas interpretaciones según la óptica. Muy interesante resultó el comentario del Dip. Favario en el que ironiza sobre las declaraciones favorables del Presidente de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y que supone el legislador que se debe más al temor que inspira la reforma que a su beneficio[9].-

Por último, quienes presentan la norma lo hacen pensando en la necesidad de captar el ahorro nacional lo que ciertamente es importante, especialmente en un país en que el sector privado ahorra mucho pero no lo lleva al sistema financiero, asegurador o al mercado de capitales. El intento de tener una mejor norma y un sistema tuitivo de los inversores es por ello saludable. Dudamos que la histórica baja canalización del ahorro a la inversión sea producto de los defectos regulatorios y lo atribuimos especialmente a causas macro e institucionales. Por ello dudamos que en los próximos dos años florezca el mercado de oferta pública. No obstante, es imprescindible tener un mercado de capitales que proteja al inversor, que éste no sienta que el gobierno intercede en su propio beneficio sino en el de ellos, cuyo sistema genere confianza por tener un adecuado control sobre los conflictos de interés y mucha transparencia. Que le de al regulador facultades adecuadas de supervisión y de regulación y al emisor y agente todo el derecho al debido proceso. Que a nivel micro, responda a la necesidad de ser impleable con el concepto del deber fiduciario (reemplazando el más laxo y ambiguo concepto del bueno hombre de negocios) de los agentes y sus incompatibilidades. Sólo con buen horizonte macro, seguridad institucional y un buen sistema micro del mercado de capitales se podrá lograr una captación de ahorro importante, líquida, profunda y sustentable.-

### **III. Puntos sobresalientes de la reforma**

Como hemos comentado, la nueva ley conserva el 50% aproximadamente de las normas hasta ahora vigente, del restante 50% opinamos que se puede dividir en normas nuevas positivas y normas nuevas negativas. Hasta la modificación introducida en la Cámara de Diputados[10] considerábamos que el balance era en general levemente positivo (30/20). Ahora el balance ha cambiado porque hay muchas disposiciones de dudosa constitucionalidad que pudieron haberse obviado sin cambiar su espíritu y que fueron muy bien puntualizadas por legisladores en el debate de la ley sin lograr su cometido.-

#### A- Mejoras Normativas-Institucionales

1. Moderniza la normativa. La mayor regulación tendiente a proteger al inversor es bienvenida y sigue prácticas internacionales.-
2. Si bien la técnica legislativa no es ideal ya que ha mezclado muchas disposiciones sin la organicidad adecuada, unifica disposiciones que estaban contenidas en diversas normativas con distinto rango lo cual es un avance[11]. También incorpora muchos cambios efectuados en el Dec. 677/2001 que nació bajo el pecado constitucional de haber derogado a la ley 17 811 (art. 31 CN) aunque fueran buenos.-
3. Amplia y sincera la oferta de agentes bursátiles al "desmutualizar" y no exigir que los operadores del mercado de valores tengan una acción del mismo siguiendo una tendencia global.-
4. Aplica el régimen de oferta pública de adquisición (OPA) sin excepción.-
5. Amplia la competencia en el ámbito de las calificadoras permitiendo que algunas entidades independientes como las universidades públicas puedan calificar aunque hubiera sido deseable incorporar a otras ONG. El tiempo dirá si el mercado acepta a otros participantes en este mercado que tiene características oligopólicas. Los objetivos de la ley son buenos. Hasta es pionera en el intento que coincide con algunas sugerencias de la IOSCO y la Unión Europea pero pierde la reforma la oportunidad de evitar algunos conflictos de interés que han sido muy tratados recientemente a raíz de las crisis internacionales en EEUU y Europa. Especialmente cuando el calificado elige y paga la calificación.[12]
6. Abre el camino a una mejor operatoria digital y de intercomunicaciones virtuales.-
7. Mejora la regulación de los impedimentos de los directores de la CNV (art. 9) y baja la duración de sus mandatos a tono con los cambios en el mandato del PEN. Se asimila más su operatoria al que rige en la SEC de EEUU. Adecuado método de quórum en el art. 11. Especifica mejor el régimen de empleo público en su Cap. III.-
8. En muchos casos protege mejor al inversor al (a) permitir a la CNV aplicar sanciones a los agentes del mercado que antes estaban auto regulados (ver art. 11, ley 17811) (b) establece atribuciones para fijar normas de capacitación, acreditación y registro para quienes desempeñan tareas vinculadas al asesoramiento al público inversor[13] (c) explicita la protección de los intereses de los pequeños inversores[14]. Prepara el camino para acuerdos con organismos nacionales e internacionales a fin de integrarse a redes informativas. Da atribuciones a CNV para fijar requerimientos patrimoniales que deberán acreditar los agentes sometidos a su fiscalización o el régimen de garantías de los mercados y operadores.-
9. Elimina la autorregulación, especialmente la que el art. 11 de la vieja ley impedía actuar rápidamente al regulador. La nueva ley establece la posibilidad de conferir a los mercados facultades concurrentes entre los mercados y la CNV.-
10. Prevé el procedimiento de aprobación ficta (art. 50) de los agentes cuando la CNV no se expida en los plazos establecidos (claro que todos conocen las técnicas para demorar una aprobación administrativa pidiendo más y más requisitos al administrado sin incurrir en mora de la administración, no obstante el procedimiento tiene el espíritu correcto).-
11. Se establece el conflicto entre ser director o síndico de un agente de depósito y operador.
12. Obliga a los mercados a contar con un tribunal arbitral permanente.-
13. Se amplía a cuestiones de familia (antes sólo en los procesos criminales) la posibilidad de decisión judicial que levante el secreto bursátil. ✓
14. Si bien los diversos sujetos regulados por la CNV estaban sujeto a sus controles y facultades de sanción excluyendo a los agentes de bolsa del mercado de valores (ex art. 11). Ahora el art. 56 propuesto es omnicompreensivo para la CNV.-
15. Continúa la tradición normativa en vigencia y que funcionaba bien respecto a Emisoras[15] y diversos aspectos consagrados en el Dec. 677/01.-
16. El art. 124 extiende el plazo de prescripción de 2 a 3 años. El plazo ampliado para recurrir las denegaciones de inscripciones de 15 a 30 días (art. 146 del proyecto) es adecuado y mejora el derecho de defensa.-
17. Tipifica a los distintos agentes según sus funciones y responsabilidades segmentándolos y se les aplican normas mínimas de capacitación requeridas para acreditarlos y registrarlos (art. 19, inc. k).-

#### B- Observaciones críticas

Los aspectos observables del proyecto tienen distinto origen y naturaleza pero merecen un mayor debate[16]:

1. Exigencia de las bolsas de constituirse como sociedades anónimas. No se aclara en la exposición de motivos ni las causas ni su objeto y debería haberse incluido un procedimiento abreviado para facultar a aquellas como la BCBA (con centenaria tradición: 158 años) para adecuarse con comodidad. Las anula como tales.-
2. Otorga a los mercados de valores las funciones y derechos para autorizar, suspender o cancelar los listados de negociación de títulos negociables que ante cumplan las bolsas, si bien permite que se puedan delegar estas facultades.-
3. Libera el secreto bursátil a BCRA, SSN y especialmente y sin suficientes resguardos a la AFIP lo que resulta un riesgo gravísimo y un desincentivo importante al ahorro, de dudosa constitucionalidad por su amplitud.-
4. Se otorga a la CNV una autarquía muy limitada y menguada cuando debió haberse otorgado un régimen similar al del BCRA (C.O.) para consagrar mayor independencia del PEN y control del Congreso. De facto se reduce su autarquía. Especialmente se dejan lagunas normativas al no darle al Presidente capacidad de desempate, la imposibilidad de revisar judicialmente la remoción de directores (art. 10 in fine) y supliéndolo con una indemnización sustitutiva lo que atenta contra la autarquía y es de dudosa constitucionalidad. Permite reemplazos de los directores con reemplazantes interinos entre los gerentes del organismo. Todos estos son mecanismos que mal empleados pueden alterar la independencia que requiere un órgano especializado y con objetivos tan específicos y con facultades jurisdiccionales y sancionatorias.[17]
5. Reitera un error técnico que muestra desconocimiento: Las calificadoras no evalúan títulos de renta variable que por naturaleza son instrumentos de riesgo. Sólo evalúan títulos de renta fija que tienen riesgo crediticio. No elimina el principal conflicto: quién paga y quién las contrata. ¿Por qué sólo las universidades públicas? ¿Otras ONG's? >
6. Fallas jurisdiccionales múltiples y serias. En otro trabajo [18] hicimos algunas referencias que ahora lamentablemente se agravan con la introducción de una intrusiva modificación al art. 20 inc. a de la ley (que faculta a enviar veedores o incluso separar a los órganos de administración sin sumario ni acceso a la justicia) y a la que nos referiremos[19]. Entre otras disposiciones jurisdiccionales objetables por inoportunas o pasibles de observaciones constitucionales se observa que: a) El art. 14, b, incluye entre los recursos de la CNV el producto de las "multas que la misma imponga", lo que es inconstitucional por el conflicto de interés existente. b) Adicionalmente la experiencia ha demostrado que el procedimiento (ya preexistente) al realizar los sumarios dentro de su propia órbita es de dudosa constitucionalidad porque no existe en la realidad la debida separación de funciones (están todos en el mismo lugar, son amigos, etc.) por más buena voluntad que pueda existir no asegura un proceso objetivo ni la consecución de la verdad material, la celeridad y la economía procesal. En un mercado en que la confianza es fundamental por la propia sensibilidad del mismo, se requiere total separación de las atribuciones jurisdiccionales lo que no es ni más costoso ni menos efectivo. No es una falla del actual proyecto pero es necesario remediarlo[20]. Es más basta ver la lista de sumarios y procedimientos actuales (pero de décadas de vigencia) para ver que todos los emisores y casi todos los operadores se encuentran sumariados. Algo falla. La cantidad de fallos de la Cámara Comercial (ahora sorpresivamente sustituida) revocando por décadas resoluciones también muestran la existencia del problema jurisdiccional-administrativo que nace por la falta de debida independencia jurisdiccional (aunque exista buena fe). Es de esperar que no haya sido ese el motivo para cambiar la vía de recurso por la Cámara en lo Contencioso Administrativo[21]. Sólo en apariencia hay separación de funciones. El problema se agrava con la insuficiente independencia de la CNV comentada en el punto 4). c) Lo mismo vale por la no revisión judicial establecida en el art. 10 in fine (tampoco nuevo). d) Entre otras observaciones está el agravamiento de la tasa de interés en las multas que pasa de ser la tasa activa del BNA a ser hasta una vez y media y dos veces y media esa tasa, lo que reporta un agravamiento oculto en la sanción (arts. 15, 134 y 149 del proyecto), suponemos que no intentará recomponer la depreciación monetaria. e) El art. 19 inc. i, (modificación del viejo art. 6 inc. h de la ley 17811) otorga a la CNV la facultad de declarar irregulares e ineficaces los efectos administrativos de los actos que fiscaliza ahora "sin sumario previo" lo que puede constituirse en un elemento de presión o abuso y además generar gravámenes irreparables en un mercado tan sensible y dependiente de la reputación. Sólo se podría admitir tal procedimiento en casos de extrema

urgencia y sumamente fundados. f) Tampoco ayuda en el proceso jurisdiccional *que la CNV que es la que resuelve pueda ser parte contraria en los recursos ante la justicia cuando el Ministerio Público correctamente se prescribe que actúe como fiscal (art. 145 in fine)*, le resta imparcialidad ab origen. g) *Habilita que funcionarios de menor jerarquía puedan aplicar sanciones y tramitar sumarios exceptuando de sus facultades sólo el caso de multas (art. 23).* h) No establece los límites ni extensión que en virtud de convenios internacionales de reciprocidad se vayan a aplicar para otorgar informaciones a autoridades extranjeras (art. 26), lo que no hubiera sido atentatorio contra los principios que combaten el lavado y el financiamiento de serias actividades ilícitas sino que las podría permitir dentro del respeto de convenios internacionales vigentes cumpliendo con el respeto por normas que tienen jerarquía constitucional. Algo similar se debería haber propuesto para la información inter-reguladores del art. 27 ya que lo contrario puede ser abusivo e inconstitucional. Muchas de estas prácticas mal empleadas pueden ser tachadas de abuso o desviaciones de poder. i) La peor de estas normas de información-levantamiento de secreto es la del art. 53 in fine respecto a la AFIP a la que se le permite "recibir información en carácter particular o general referida a uno o varios sujetos determinados o no", lo que es según nuestro criterio inconstitucional y muy delicado. j) En cuanto al Capítulo I del Título IV respecto a las sanciones ya hemos opinado salvo respecto a la que extiende la facultad de publicar la resolución de apercibimiento lo cual también debería ser adecuadamente reglamentada porque una pequeña sanción a un agente o emisor podría culminar en un serio daño irreparable para el sancionado debido al carácter de confianza y sensible (reputación) del mercado de capitales muchas veces perjudicando también al inversor. *Algo similar ocurre con el actual art. 140 (que ya existía en su antecedente el art. 12) para el procedimiento abreviado previo a la instrucción o para el riesgo sistémico incluido en el artículo 141 del proyecto o el de interrupción consagrado en el art. 142 los que deberían respetar el derecho de defensa, a ser oído y que nadie puede ser obligado a declarar en su contra.* j) El art. 145 de apelación de sanciones reduce el plazo para apelar y fundar a 5 días lo que resulta notoriamente poco para asegurar el derecho de defensa y del justo proceso. k) Ha quedado sin incorporar una adecuada definición o reglas de interpretación del tan empleado concepto del "buen hombre de negocios" aludido en todas las normas y sanciones pero nunca adecuadamente explicitado por lo que ha sido más un "comodín" que un "patrón de medida objetivo" y por lo tanto peor el remedio que la enfermedad por su vaguedad y ambigüedad. l) Pero la intempestiva modificación efectuada al proyecto en la Cámara de Diputados del art. 20 inc. a es una de las más negativas y que muestra un fuerte acento intervencionista más que tutitivo que unido a ciertas disposiciones recientemente sancionadas respecto a la incorporación de Directores por el Estado a ciertas sociedades[22], lejos de proteger a los inversores minoritarios genera desconfianza por no respetar el debido proceso y tener una fuerte carga dirigista (que no es lo mismo que regular) y que por otra parte la propia norma ya tutelaba pero con las debidas garantías. Según su aplicación puede ser considerada inconstitucional. Establece una cuasi intervención más que una veeduría y permite separar a los órganos de dirección e intervenir sin el adecuado control jurisdiccional lo que entendemos se presta a maniobras, resta confianza a los inversores, a los emisores y generará interminables planteos de inconstitucionalidad.-

7. Si bien es muy buena la norma del art. 109 respecto al Comité de Auditoría que además permite sustituir en casos aprobados a la Comisión Fiscalizadora se debería haber hecho más hincapié en la separación de sus miembros de las firmas de auditorías ya que en la práctica distan de ser independientes. Adicionalmente el buen requerimiento de mayoría independiente que también estaba en el Dec. 677/01 debería exigirse claramente en la sección destinada a auditores y calificadoras, especialmente en éstas respecto al consejo de calificación que por la práctica se fue deformando y perdiendo la independencia que la norma quiso darle en su origen (Dec. 656/92) y que se perdiera paradójicamente con las firmas extranjeras.-

8. Algunas sanciones y reparaciones establecidas en la norma no contemplan el proceso inflacionario, incluyendo la del art. 153, las referidas a los abusos de mercado, la responsabilidad societaria, los daños de información en prospectos, etc.- Hubiera sido mejor dejar los parámetros para la revisión regulatoria (parámetros y no sanciones para evitar la inconstitucionalidad).-

9. OMISIONES: Los principales problemas microeconómicos y jurídicos del mercado de capitales se han suscitado acá y en el mundo por problemas de gobierno corporativo, conflictos de interés[23] y falta de transparencia. Generalmente una combinación de los tres. Por lo que llama la atención que no existan más normas relativas al "deber fiduciario"[24] y al rol de quién debe cumplir en el ámbito del mercado de capitales un "rol fiduciario" que parte desde la

máxima que obliga a cuidar primero los intereses confiados que los propios, a no obedecer simultáneamente a dos dioses. Un camino claro y señero ha diseñado el fallo aleccionador de Benjamín Cardozo en la C.S. de NY. En 1928 en el fallo "Meinhard vs. Salmon" al que nos referimos in op. cit. 24. Creemos que la norma debería profundizar en las obligaciones fiduciarias de todos los agentes y mercados sin esperar que lo haga la reglamentación.-

10. No se regula las situaciones de excepción ni las normas que se aplicarán en caso de riesgos sistémicos ni se legisla sobre la interrelación con los demás mercados financieros potencialmente afectados (financiero, asegurador, etc.).-

11. La norma prevé su reglamentación dentro de los 180 días de su sanción por parte de la CNV. Genera la impresión que todo fue muy apurado para presentarla en el año lo que se nota en el debate parlamentario. Seguramente no existirá suficiente tiempo para completar una buena reglamentación de tantos aspectos dejados librados a ella.-

12. El excesivo contraste entre el detalle y reglamentarismo de muchos artículos contrasta con la gran cantidad de disposiciones abiertas y delegadas a la reglamentación, que por estar dirigidas a la estructura del sistema y su objeto permanente debió haber tenido consagración legal y no depender de la futura reglamentación. Queda la duda si no se apresuró el proyecto y por ello se dejó librado mucho a su relleno posterior por el regulador por falta de tiempo. Esto no es favorable en una norma que tiende a buscar captar más volumen de ahorro de inversores pequeños y eso se logra con más institucionalidad, más estabilidad normativa y buenos procedimientos para resolver conflictos que aseguren el derecho a ser oído y reduzca la posibilidad de revocaciones judiciales. La modificación inesperada del art. 20 inc. a) y no aceptar discutir artículo por artículo, le quitó el consenso que la norma por sus bondades tenía en otros partidos importantes.-

#### IV. Conclusiones

Globalmente y luego de la crisis financiera internacional se acepta que mayor regulación de los mercados de capitales puede ser positiva si propicia confianza del inversor y protección frente al fraude o los conflictos de interés. Las regulaciones no necesariamente conspiran contra el mercado ni la libre empresa, especialmente si se cuida de la inflación regulatoria superflua, de los lobbies y se estimula la confianza mediante garantías del debido proceso y protección al inversor. Hay innumerables aciertos del proyecto que hemos destacado, principalmente aquellos como la ampliación de oferta de mercados, la desmutualización, la inter conectividad, la protección al inversor no sofisticado, la digitalización, la separación de las incumbencias y los requisitos de idoneidad. Es positivo el dotar a la CNV de facultades de supervisión y sanción de los agentes que antes quedaban en la órbita de los mercados auto regulados con los consiguientes conflictos de interés o para reglamentar los requisitos que deberán cumplir los mercados, entre ellos las garantías a presentar y su solvencia. La autarquía de la CNV es muy limitada y se está perdiendo la oportunidad de equiparar su independencia y línea de reporte como la que rige para el BCRA. No queda clara la exclusión de las asociaciones civiles sin fines de lucro para ser bolsas de comercio, especialmente existiendo una tradición al respecto y sin una vía para su transformación ordenada. Finalmente hay aspectos relacionados con el secreto, la información a otros entes (especialmente la AFIP), y con las facultades jurisdiccionales que merecerían un amplio debate que evite futuras tachas constitucionales. Creemos que hubiera sido deseable aprovechar la jurisprudencia local e internacional para limitar y reducir los conflictos de interés de los diversos agentes del mercado y para incluir el rol de los bancos de inversión (especialmente los internacionales) a los que se alude tangencialmente. También para regular mejor los conflictos y buenas prácticas en materia de calificadoras y prospectos. La nueva norma deja librada a la reglamentación temas fundamentales vinculados a las malas prácticas y los conflictos de interés que suelen ser la principal fuente de desánimo y volatilidad entre los inversores. Algunas experiencias demuestran la conveniencia de reforzar los controles sobre la globalización y titulización[25] precisamente para no tener que retomar también de los mismos. Se debe tener bien claro el objetivo de proteger al inversor (especialmente aquel que no es financieramente sofisticado) y con ello al propio mercado y regular preventivamente para evitar conflictos.[26] Los propios legisladores han alertado sobre facultades discrecionales peligrosas en la normas sugiriendo la integración del directorio con miembros designados por la oposición y respecto a las atribuciones del BCRA para regular las emisiones de entes sub soberanos (estados provinciales, municipales o entes autárquicos) y la discrecionalidad del art. 81 para resolver emisiones[27]. Ello no requiere de mayor intervencionismo estatal en las empresas

privadas sino de buen control.[28] Tampoco se resuelve un tema que modernamente ha golpeado a diversos mercados mundiales: la interrelación y compatibilización de los flujos de inversión en el sistema financiero, bursátil, asegurador y de pensiones, especialmente su manejo en casos de crisis sistémicas que afectan a todos ellos en común y que requieren de coordinación y de un "primus inter pares" que por defecto finalmente culmina siendo la autoridad monetaria pero sin normas previas bien preconcebidas que indiquen claramente el rol de cada regulador en la crisis, su responsabilidad y la coordinación mutua. Si bien la insignificancia del mercado de capitales local data de décadas y obedece a causas macro más que micro el análisis económico del derecho comparado y la jurisprudencia[29] nos inclina por recomendar normas más explícitas y severas respecto al rol fiduciario de los diversos agentes. Rol que lo pone en la obligación de priorizar los intereses de sus representados con mayores exigencias sobre él que las del simple mandatario, de ahí su calificación de "fiduciario" y sólo así se podrá cumplir con la máxima "uberrimae fidei". La ley merecía un debate legislativo con amplitud de parte del bloque mayoritario para evitar que todo quede en manos de la reglamentación o que los grupos de presión puedan desmoronar las buenas intenciones de protección al inversor y de mayor transparencia y apertura de agentes idóneos que contiene la norma. En economía hay tres preguntas claves y dos son ampliamente discutidas por las escuelas extremas (liberal y de planificación integral- marxista,) se puede discutir filosóficamente sobre "¿qué se produce?" y el "¿para quién?" se produce, pero el "¿cómo se produce?" debe ser resuelto por las reglas de la ciencia y la eficiencia eligiendo al mejor método, el más confiable y más económico, máxima que debería seguirse respecto a los mercados de capitales siguiendo las enseñanzas del Análisis Económico del Derecho. En las últimas décadas la falta de negocios bursátiles y la poca profundidad y liquidez del mercado no obedeció sólo a problemas regulatorios o micro aunque no hay duda que despejados los problemas macro, es una condición necesaria aunque no suficiente contar con mercados transparentes, confiables y seguros y sabiendo que sin estabilidad macroeconómica, baja inflación y reglas de juego claras y duraderas y con sistemas rápidos y confiables para resolver conflictos, las mejores regulaciones del mundo y los mejores controles al mercado de capitales no lograrían aumentar el volumen de ahorro-inversión ni la cantidad de cotizantes.-

Tal vez debamos esperar a que decante para aprovechar las observaciones críticas. Como dijera *Lieberman*: "Hay tres oportunidades en que no es útil dar un consejo, cuando su receptor está:

1) Cansado 2) enojado o 3) acaba de cometer un error."