

Sistema bursatil argentino. Más de 100 años ...

Sistema bursatil argentino. Más de 100 años de trayectoria al servicio de la Producción y el Trabajo

Por Silvina Mabel Cantondebat

Sobre la autora

Silvina Mabel Cantondebat es Contadora Pública egresada de la Facultad de Ciencias Económicas de Paraná, de la Universidad Nacional de Entre Ríos. Cursó una Especialización en Administración Financiera dictado por la Universidad de Entre Ríos en convenio con la Universidad de Buenos Aires. Es profesora de la Cátedra Administración Financiera de la Licenciatura en Administración de Empresas de la Universidad Autónoma de Entre Ríos y profesora Adjunta de la cátedra Práctica Profesional II de Administración en la UADER, actividad que actualmente comparte con el ejercicio independiente de su profesión.

Resumen

A partir de 1821 comenzaron a gestarse en nuestro país las primeras instituciones bursátiles con la Bolsa Mercantil, que acompañarían el crecimiento económico y productivo de aquella época. Allá por 1854 en un clima de turbulencia política y social, donde se gestaban las primeras instituciones del Sistema Representativo, Republicano y Federal proclamado a través de la Constitución Nacional Argentina, se funda la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. En un inicio se realizaban transacciones en onzas de oro, actividad que constituyó el rubro principal de movimientos hasta la crisis de 1890. Durante los años siguientes el sistema bursátil argentino fue creciendo y consolidándose como una entidad al servicio de la producción y el trabajo. Hoy nuestro país se encuentra en el camino del desarrollo con grandes desafíos por delante, producto de la globalización económica y la competitividad, y es necesario contribuir el crecimiento de las empresas industriales y de servicios, que se traduce en mayor empleo y mayor equidad. La Bolsa de Comercio ofrece nuevos instrumentos, sencillos y económicos, para el ahorro y la inversión productiva. Entre Ríos no ha quedado atrás, y reconociendo el papel predominante que juega el mercado de capitales en el desarrollo regional, desde hace más de 18 años viene trabajando en este sentido a través de la Bolsa de Comercio de Entre Ríos.

El mayor desafío que presenta hoy nuestro país y el resto de las economías latinoamericanas es consolidar un camino de desarrollo económico, político y social hacia la prosperidad de toda su población.

Sabemos que la única manera de hacerlo es a través de la producción y el trabajo, es decir con la generación de activos reales. El Estado nunca puede por sí garantizar este desarrollo porque sólo vive de los impuestos que carga sobre la comunidad y las organizaciones privadas, son estas quienes adecuadamente administradas estarán en condiciones de generar mejores condiciones de vida para sus habitantes. El Estado debe contribuir al equilibrio, armonizar el mercado y sin que ninguno de ellos anule al otro, asegurar el desarrollo de la creatividad privada, regulando donde sea necesario.

Las empresas necesitan fundamentalmente financiamiento para encarar proyectos de inversión que sostengan su crecimiento y desarrollo, pero este debe ser acorde a sus necesidades y hoy el Sistema Financiero Argentino -Mercado de Crédito- no está en condiciones de ofrecerle la asistencia necesaria, por ello la importancia fundamental de difundir adecuadamente las herramientas de financiamiento que ofrece nuestro

Sistema bursátil argentino. Más de 100 años ...

Sistema Bursátil para sociedades por acciones, de responsabilidad limitadas, cooperativas y asociaciones civiles, entre otras. Desde el año 2001 la Bolsa de Comercio comienza a vincularse con las Empresas Pymes ofreciendo nuevos instrumentos efectivos, sencillos y económicos, estructurando los productos según las necesidades de cada firma y facilitando el acceso a través de las Sociedades de Garantía Recíproca, estas financian el corto, mediano y largo plazo.

Muy pocos conocen los instrumentos que ofrece el mercado de capitales como cheques de pago diferido, fideicomisos financieros, obligaciones negociables, valores de corto plazo y acciones. Además muchas de las normas relevantes se encuentran dispersas en disposiciones reglamentarias de difícil acceso y comprensión. El mercado de capitales ocupa así un rol secundario y la legislación ha avanzado lentamente y con un grado limitado de sistematización.

Primeros antecedentes del Sistema Bursátil Argentino- La Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Hasta la batalla de Caseros, que derribó a Rosas en 1852, navegaban por los ríos las goletas y los barcos construidos en los astilleros de Corrientes y Santa Fe, había en Buenos Aires más de 100 fábricas prósperas y todos los viajeros coincidían en señalar la excelencia de los tejidos y los zapatos elaborados en Córdoba y en Tucumán, los cigarrillos y las artesanías de Salta, los vinos y aguardientes de Mendoza y San Juan. La ebanistería Tucumana exportaba a Chile, Bolivia y Perú.

*Eduardo Galeano'
Las Venas Abiertas de América Latina.*

No podemos dejar de mencionar los antecedentes históricos más relevantes acontecidos en nuestro país para entender los hechos y acontecimientos que se desarrollaron, hechos políticos, sociales y económicos que marcaron aquellos años, y el papel preponderante que tuvo Entre Ríos a través del General Urquiza en el proceso de organización nacional.

A partir de 1819 se fueron definiendo claramente dos tendencias políticas: los federales, partidarios de las autonomías provinciales, y los unitarios partidarios del poder central de Buenos Aires. Estas disputas políticas desembocaron en una larga guerra civil cuyo primer episodio fue la batalla de Cepeda en febrero de 1820, cuando los caudillos federales de Santa Fe, Estanislao López, y de Entre Ríos, Francisco Ramírez, derrocaron al directorio. A partir de entonces, cada provincia se gobernará

por su cuenta. La principal beneficiada por la situación será Buenos Aires, la provincia más rica, que retendrá para sí las rentas de la Aduana y los negocios del puerto.

En 1829 uno de los estancieros más poderosos de la provincia, Juan Manuel de Rosas, asumió la gobernación de Buenos Aires y ejerció una enorme influencia sobre todo el país. A partir de entonces y hasta su caída en 1852, retendrá el poder en forma autoritaria, persiguiendo duramente a sus opositores y censurando a la prensa, aunque contando con el apoyo de amplios sectores del pueblo y de las clases altas porteñas. Durante el rosismo creció enormemente la actividad ganadera bonaerense, las exportaciones y algunas industrias del interior que fueron protegidas gracias a la Ley de Aduanas. Rosas se opuso a la organización nacional y a la sanción de una constitución, porque ello hubiera significado el reparto de las rentas aduaneras al resto del país y la pérdida de la hegemonía porteña.

Justo José de Urquiza era gobernador de Entre Ríos, una provincia productora de ganado, que se veía seriamente perjudicada por la política de Rosas, quien no permitía la libre navegación de los ríos y frenaba el comercio y el desarrollo de las provincias. En 1851, Urquiza se pronunció contra Rosas y formó, con ayuda brasileña, el Ejército Grande, con el que derrotó definitivamente a Rosas en Caseros el 3 de febrero de 1852. Urquiza convocó a un Congreso Constituyente en Santa Fe que en mayo de 1853 sancionó la Constitución Nacional. Aunque ya no estaba Rosas, los intereses de la clase alta porteña seguían siendo los mismos y Bartolomé Mitre y Adolfo Alsina, dieron un golpe de estado, conocido como la "Revolución del 11 de Septiembre de 1852". A partir de entonces, el país quedó por casi diez años dividido en dos: el Estado de Buenos Aires y la Confederación (el resto de las provincias con capital en Paraná). La separación duró hasta que en septiembre de 1861, el líder porteño Bartolomé Mitre derrotó a Urquiza en Pavón y unificó al país bajo la tutela porteña.

La organización Nacional comenzó a partir de la batalla de Pavón, se sucedieron los gobiernos de Bartolomé Mitre (1862-68), Domingo F. Sarmiento (1868-1874) y Nicolás Avellaneda (1874-1880), quienes concretaron la derrota de las oposiciones del interior, la ocupación de todo el territorio nacional y la organización institucional del país. Fomentaron la educación, la agricultura, las comunicaciones, los transportes, la inmigración y la incorporación de la Argentina al mercado mundial como proveedora de materias primas y compradora de manufacturas.

Los primeros antecedentes de la Bolsa de Comercio se remontan a la época de la colonia, cuando comenzaron a vislumbrarse los esfuerzos de los residentes locales por generar actividades comerciales.

Pasando por la declaración del libre comercio del Río de la Plata con España y las colonias en 1777, la creación del Consulado de Buenos Aires en 1794, la Sala Comercial en 1811 hasta llegar a la Bolsa Mercantil en 1821 y los tiempos de los corredores del Camoatí en la década de 1840, en 1854 se fundó la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Allá por 1854, en este clima de turbulencia política y social, donde se gestaban las primeras instituciones del Sistema Representativo, Republicano y Federal proclamado a través de la Constitución Nacional Argentina, en tiempos donde los constituyentes dejaron plasmadas sus ideas neoliberales, se funda la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. En un inicio se realizaban transacciones en onzas de oro en la que fue la primera sede bursátil, una casa de propiedad del General José de San Martín. Esa actividad constituyó el rubro principal de movimientos hasta la crisis de 1890.

A raíz del crecimiento en la cantidad de socios y operaciones, el 28 de enero de 1862 se inauguró el primer edificio propio en San Martín 216, con la presencia del General Bartolomé Mitre. En esta sede se cotizó oro, cédulas hipotecarias, cambios, acciones del Banco Nacional, y otros valores. En 1885 la Bolsa cambió su sede a calle Rivadavia y 25 de mayo, actual acceso principal del Banco de la Nación Argentina.

Un hito en la historia bursátil fue la aprobación de la Ley 17.811 de Oferta Pública de Títulos Valores en 1968, es decir más de 100 años después de la creación de la Primera Bolsa de Comercio del País.

Esta Ley 17.811 creó la Comisión Nacional de Valores y se confirió facultades de autorregulación a Bolsas y Mercados del País.

En el año 2004 la Bolsa celebró su 150° Aniversario, ocasión en la que simultáneamente se desarrolló la Asamblea General de la Federación Iberoamericana de Bolsas. En dicha oportunidad visitaron la casa personalidades ilustres nacionales e internacionales del ámbito político, económico y social.

Hoy, como siempre, la Bolsa cumple un rol fundamental en la reconstrucción de la Argentina y continúa con la labor de llevar los beneficios financieros a través del mercado de capitales a todos los rincones del país, comprometida con la función de canalizar el ahorro privado hacia la actividad productiva.

¿Cuáles son los Mercados de Capitales?

A partir del concepto de mercado como "un conjunto de mecanismos mediante los cuales los compradores y los vendedores de un bien o servicio están en contacto para comerciarlo", básicamente podemos distinguir dos tipos de mercados: el Mercado de Crédito y el Mercado de Valores o de Capitales.

Mercado de Crédito:

Se caracteriza por la interposición de la banca entre los depositantes de fondos y las empresas necesitadas de financiación.

En este mercado se ponen en contacto directo los suministradores de fondos con las personas necesitadas de financiación. Las entidades actúan como intermediarias entre el ahorro y la inversión, canalizando los fondos a diferentes destinos según las políticas públicas.

Mercado de Valores o de Capitales:

Por lo contrario, "el mecanismo directo de asignación del ahorro a la inversión tiene lugar en el Mercado de Valores".

Este mercado cumple la función económica de permitir la asignación del ahorro entre las opciones alternativas de financiación mediante negocios sobre valores mobiliarios. Son negocios del mercado primario o del secundario.

El mercado primario, o de emisión, permite a las empresas ponerse en contacto con los ahorristas para captar recursos financieros mediante la emisión de valores. El mercado secundario, o de negociación, proporciona liquidez a los valores ya emitidos al poner en contacto a los ahorristas entre sí para que realicen transacciones de valores.

Los aspectos que diferencian a estos mercados son fundamentalmente: la relación ahorro-inversión y los costos de la operatoria.

¿Qué instrumentos ofrece el Mercado de Capitales?²

Podemos realizar una clasificación general agrupando los instrumentos en principales y derivados:

Principales:

Títulos de Capital: comprende la Emisión de Acciones, Cuotas Partes de Fondos Comunes de Inversión, CEDEAR's, Corto Plazo.

Títulos de Deuda: Comprende la emisión de Obligaciones Negociables, Valores De Corto Plazo, cheques de Pago Diferido.

Títulos Públicos: como Letras, Bonos y MBix (Merval Bonos Indexados).

Derivados: Futuros y Opciones

Los mercados de capitales ponen al alcance de los inversores una gran variedad de instrumentos financieros. Todos los instrumentos financieros implican una rentabilidad y un riesgo asociado. La Comisión Nacional de Valores no puede realizar recomendaciones de inversión, cada inversor debe evaluar la relación riesgo-rentabilidad de su cartera en función de sus necesidades y disponibilidades financieras.

El inversor puede informarse principalmente a través de la emisora, en su caso, y/o de los agentes o entidades intervinientes en la operación, consultando el prospecto de emisión del valor negociable, en el sitio web de la CNV o en el de los Mercados donde puedan cotizar éstos.

Dentro de los instrumentos principales que se negocian se detallan:

Acciones:

Representan los aportes de capital de los accionistas a la sociedad emisora. Confieren a su titular la condición de socio titular del capital, con todos los derechos correspondientes a la clase de acciones, ordinarias, de voto singular o múltiple, y preferidas. Asumen el riesgo inherente al empresario de tomar ganancias y soportar pérdidas.

Acciones pymes:

Son las acciones de pequeñas y medianas empresas, que se admiten a la cotización bajo un régimen simplificado.

Obligaciones negociables (ON):

Constituyen unidades de un empréstito contraído por las sociedades para el desarrollo de sus proyectos de inversión u otros fines. La emisora paga a los obligacionistas, que asumen los derechos de acreedores, el interés estipulado y cancela el capital en la forma y plazo acordados.

Existe también un tipo especial de ON que pueden ser convertidas en acciones de la sociedad emisora, según los términos y condiciones estipulados al momento de su emisión. Estas ON se conocen como Obligaciones Negociables Convertibles.

Obligaciones negociables PyMEs:

Son las ON emitidas por pequeñas y medianas empresas, que pueden ingresar a la cotización bajo un régimen simplificado.

Valores de corto plazo:

Son Obligaciones Negociables que se emiten por un plazo no mayor de un año y que son admitidas a la cotización luego de un trámite abreviado.

Valores fiduciarios:

Son Valores Negociables representativos de deuda o certificados de participación, que se emiten en fideicomisos financieros (inmobiliarios, de crédito, de inversión directa en actividades productivas, agropecuaria,

etc.), respecto de los cuales el fiduciario administra, en beneficio de los titulares de esos valores, la propiedad de los bienes cuya garantía quedan afectados, abonando en su caso intereses y el capital.

CEDEAR (Certificados de Depósitos Argentinos):

Son certificados de depósito de acciones de sociedades extranjeras u otros valores que no cuentan con autorización de oferta pública en nuestro país. Quedan en custodia en una entidad crediticia y se pueden negociar como cualquier acción.

Certificado de valores (CEVA):

El CEVA es un certificado representativo de diferentes especies de valores negociables y/o valores negociables que, a su vez, representan distintas especies seleccionadas de acuerdo con un índice o categorización. Ello le permite al inversor comprar o vender un portafolio completo a través de una sola unidad, combinando diversificación y sencillez en un sólo instrumento.

Cheques de pago diferido:

Pueden negociarse cheques de pago diferido (a un plazo de hasta 360 días), patrocinados (cuando la solicitud incumbe a la libradora) o avalados (por una sociedad de garantía recíproca o una entidad financiera).

Títulos públicos:

Son empréstitos emitidos por el Estado Nacional, Provincias o Municipalidades. Los inversores perciben la renta estipulada y la devolución del capital en la forma y plazo acordados.

Para los inversores, los títulos públicos constituyen una alternativa de inversión que se caracteriza por tener menor volatilidad que las acciones, además, generalmente, proveen un flujo de dinero hasta su vencimiento. El rendimiento de los títulos públicos suele ser menor al de otros activos como los títulos de deuda privada, aunque puede ser mayor a otras alternativas como depósitos en plazo fijo. También se afirma que el riesgo es menor si se le presta al Estado que si se le presta al sector privado, dado que el Estado no puede quebrar.

Derivados:

Dentro de los mercados de valores hay un tipo de activos financieros llamados derivados (o instrumentos financieros), cuya principal cualidad es que su valor de cotización se basa en el precio de otro activo.

Puede haber gran cantidad de derivados financieros dependiendo de "el índice valor" inicial del que se deriven, pueden ser: acciones, renta fija, renta variable, índices bursátiles, bonos de deuda privada, tipos de interés, etc.

El riesgo asociado a este tipo de instrumentos radica, en que al ser un derivado su precio depende de otra especie, denominado activo subyacente, por lo tanto la variación en el precio del activo subyacente afecta el precio de estos activos financieros.

Futuros:

Es un acuerdo legal celebrado entre un vendedor (o comprador) y el Mercado, mediante el cual el que lo suscribe se compromete a entregar (o recibir), en el período de entrega pactado, una cantidad específica de mercadería en condiciones de calidad y recibo establecidas y al precio pactado.

Por ejemplo, si se vende un contrato de trigo a Mayo, Rosario, se asume el compromiso de entregar durante el mes de Mayo, 100 toneladas de trigo "condiciones Cámara en el puerto de Rosario o en una planta ubicada en sus inmediaciones".

Opciones:

Comparten las mismas características del mercado de futuros: el sistema de negociación y la standardización de los contratos, la diferencia fundamental radica en que con las opciones, una de las partes (comprador) tiene el derecho pero no la obligación, de ejercer su opción de compra (call) o de venta (put), a un precio determinado (precio de ejercicio, abonando por ello al vendedor una tasa (denominada prima) en cualquier momento anterior al vencimiento del contrato. El vendedor tiene la obligación de comprar o vender a dicho precio, si así le fuera solicitado.

Índices:

Los índices bursátiles son una medida estadística y reflejan el rendimiento del mercado a través del tiempo, en función de las variaciones de precio de la canasta de instrumentos que los conforman. Proveen de un punto de referencia a los inversores y usuarios que desean conocer la evolución de los mercados.

Existen índices para el mercado de acciones: Índice Merval (Merval), Índice Merval Argentina (MAR), Índice Merval 25 (M.25), Índice BURCAP (BURCAP) e Índice General de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (IGBCBA) y para el mercado de bonos: Índice de Bonos IAMC (IBIAMC).

Con respecto al Merval, este es el valor de mercado de una cartera de acciones, seleccionadas de acuerdo a la participación en la cantidad de transacciones y el monto operado en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. La nómina de sociedades se actualiza trimestralmente, de acuerdo con la participación en el mercado de los últimos seis meses.

¿Qué entidades conforman el Sistema Bursátil Argentino?³

El mercado de capitales argentino, supervisado por la Comisión Nacional de Valores (CNV) presenta dos sistemas principales:

- Un sistema bursátil, integrado por bolsas de comercio, mercado de valores, entidades de depósito colectivo y entidades de liquidación y compensación de operaciones.
- Un sistema extrabursátil, conformado por una entidad autorregulada no bursátil denominada Mercado Abierto Electrónico S.A. ("MAE").

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

Cada una de las instituciones que integran el Sistema Bursátil Argentino tiene funciones específicas de autorización y fiscalización sobre los instrumentos y las operaciones que se negocian en ellas.

La denominación de "entidades autorreguladas" es de aplicación: por un lado a la Bolsa de Comercio y los Mercados de Valores, denominados "entidades autorreguladas bursátiles", la cotización y la negociación de los valores negociables (ejemplo: acciones; obligaciones negociables etc.) se encuentra reducido al ámbito de las bolsas correspondientes. Y por el otro lado en Mercado Abierto Electrónico (MAE), denominado "entidad autorregulada extrabursátil", donde la cotización de los valores negociables es realizada fuera del ámbito tanto físico como jurídico de las bolsas de comercio. Aquí se negocian valores de deuda públicos y privados de renta fija.

Las empresas interesadas en la emisión de títulos valores deben obligatoriamente cumplir con las exigencias de la normativa vigente y luego de atravesar las distintas etapas el inversor puede ejercer su opción de compra o de venta.

A cada nivel en que se desenvuelve la oferta pública le corresponde la actuación de distintas instituciones que conforman el sistema Bursátil Argentino.

Comisión Nacional de Valores:

Entidad autárquica con jurisdicción en toda la República Argentina. Fue creada por Ley de Oferta Pública 17.811/68 y tiene a su cargo la autorización de oferta pública, velando por la transparencia de los mercados, la correcta formación de precios y la protección a los inversores.

La acción de la CNV se proyecta sobre las sociedades que emiten títulos valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados

secundarios de títulos valores y sobre los intermediarios en dichos mercados.

La CNV también interviene sobre la oferta pública de contratos a término, de futuros y opciones, sobre sus mercados y cámaras de compensación, y sobre sus intermediarios.

Bolsa de comercio:

Una Bolsa de Comercio es una entidad constituida bajo la forma de asociación civil o de sociedad anónima, cuyo estatuto prevé la cotización de valores negociables, para lo cual es requisito previo que hayan sido autorizados por esta CNV para ser ofrecidos públicamente. Los valores negociables cuya cotización hubiese sido autorizada por una Bolsa de Comercio podrán negociarse en el Mercado de Valores adherido a ella.

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

Mercado de valores:

Con la intervención de los Agentes y Sociedades de Bolsa, es el ámbito donde se desarrolla la cotización de títulos y acciones.

El sistema Bursátil Argentino se apoya en dos pilares fundamentales:

- La autorregulación
- El control de legalidad

La autorregulación se refiere a que las instituciones que integran el sistema se dictan sus propias reglamentaciones, operativas y de control.

El control de legalidad lo realiza la Comisión Nacional de Valores sobre todos los estratos del sistema, vela por el cumplimiento de la normativa que fija la Ley de Oferta Pública n° 17.811/68.

El Mercado de Valores de Buenos Aires es una entidad autorregulada, fundada en 1929, que tiene como función principal la liquidación de los valores negociables que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, y garantizar su cumplimiento.

Sus principales funciones se concentran en la negociación, Cámara Compensadora y Contraparte Central en la liquidación de operaciones,

Por Silvina Mabel Cantondebat

monitoreo y garantía de las transacciones realizadas por los Agentes y Sociedades de Bolsa, a través de sus dos sistemas de negociación: el Mercado de Concurrencia con garantía de liquidación y la Rueda Continua con o sin garantía de liquidación, a elección del operador.

El Merval es un mercado adherido a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y, como parte del Sistema Bursátil Argentino, integra la Central de Registro y Liquidaciones (CRYL) del Banco Central de la República Argentina. Además, forma parte de organismos internacionales afines a los mercados de capitales como la FIBV "Federación Internacional de Bolsas de Valores", FIABV "Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores" y ACSDA "America's Central Securities Depositories Association", cooperando en el intercambio de conocimiento necesario para lograr la excelencia de los servicios en un entorno globalizado y competitivo.

Para cumplimentar el ciclo de liquidación de las operaciones, el Merval utiliza los servicios de empresas controladas y vinculadas; a través de Caja de Valores S.A. efectúa los movimientos electrónicos de valores negociables, y a través del Banco de Valores y otras entidades financieras autorizadas, realiza el movimiento electrónico de medios de pago. Siendo el Merval el responsable de dichos movimientos, dada su función de Cámara Compensadora y Contraparte Central.

El Mercado de Valores de Buenos Aires posee el 49,98% del capital de Caja de Valores y el 99.99% del capital del Banco de Valores.

Caja de valores:

Se trata de una entidad que, bajo la figura del depósito colectivo, se ocupa de la custodia de valores negociables tanto públicos como privados, en el marco de seguridad y privacidad exigido por la Ley n° 20.643 y sus normas concordantes y complementarias. En nuestro sistema bursátil es la única entidad autorizada en su carácter, su casa central está en Buenos Aires y posee sucursales en Santa Fe, Rosario, Córdoba y Mendoza. Constituida como sociedad anónima, sus principales accionistas son BCRA y Mercado de Valores de Buenos Aires, con la participación minoritaria de Bolsa Comercio y Mercado de Valores del interior del país.

Banco de valores:

Es una sociedad comercial inscripta en el Registro Público de Comercio el 18 de diciembre de 1978 como Sociedad Anónima, autorizada para funcionar como Banco Comercial por el Banco Central de la República Argentina. Fue creado por el Mercado de Valores de Buenos Aires y la Cámara de Agentes y Sociedades de Bolsa, con el

objetivo de desarrollar actividades orientadas al Mercado de Capitales, Banca de Inversión y Banca Comercial, constituyéndose en la "Entidad Financiera" del Sistema Bursátil. Es por ello que ha asumido un rol protagónico en la estructuración y colocación de Títulos Valores contando con la red de distribución más importante del país que son los Agentes y Sociedades de Bolsa.

¿Un lugar para las Pymes en el Mercado de Capitales?

La participación de las Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes) en el mercado de capitales argentino constituye una preocupación de las autoridades estatales y bursátiles, es necesaria una mayor difusión de las herramientas que ofrece el mercado, dirigidas a posibilitar a esta categoría de empresas el acceso al financiamiento en condiciones más ventajosas que las que usualmente utilizan.

Antecedentes⁴

Como referencias históricas se recuerdan:

El dictado del Decreto N° 1087/93 del Poder Ejecutivo Nacional (B.O.: 28/05/93) estableció las pautas para que las Pymes organizadas como sociedades por acciones, cooperativas y asociaciones civiles constituidas en el país (art. 1° de la Ley Nacional N° 23.576 de Obligaciones Negociables, mod. por Ley N° 23.962; y art. 1°, Dto. cit.), resulten automáticamente autorizadas para ofrecer públicamente los valores negociables representativos de deuda que emitan dentro de un régimen simplificado que, en lo esencial, requiere el registro de la solicitud ante la Comisión Nacional de Valores (CNV) y el desarrollo del grueso de la tramitación ante una entidad autorregulada -concepto que engloba "a las bolsas de comercio autorizadas a cotizar valores negociables y a los mercados de valores adheridos a ellas en los términos de la Ley Nacional 17.811/68 y sus modificaciones y demás entidades no bursátiles autorizadas a funcionar como autorreguladas por la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES" (art. 2°, anexo aprobado por Dcto. N° 677/01 Poder Ejecutivo Nacional).

En este supuesto específico el monto de emisión no puede superar los \$15.000.000 (art. 2°, Dcto. N° 319/2008 del Ejecutivo Nacional mediante el cual modifica el monto para Pymes establecido en Dcto. anterior 1087/93).

A los fines del régimen ordinario creado por el Decreto Nacional N° 1087/93 "califican como pequeñas y medianas empresas aquellas que

Por Silvina Mabel Cantondebat

encuadran en el concepto vigente acuñado por la autoridad de aplicación específica" (art. 1º, Cap. XXX de las NORMAS CNV (NT 2001 y mod.).

La CNV, por su parte, reeditó el régimen de facilidades para Pymes mediante la adopción de la Resolución General N° 336 del 13/05/99, que lo extiende a la negociación de acciones representativas del capital social de sociedades anónimas que califiquen como Pymes.

En el considerando de la RG N° 336 la CNV dejó constancia "que la superación de las barreras para acceder al mercado de capitales constituye un problema común a varios países, alguno de cuyos dignatarios ha llegado en época reciente a caracterizarlo como una "asignatura pendiente" de la política económica" (cit.).

Fuera de los dos regímenes ordinarios anteriores, cabe señalar que a partir del dictado de la Resolución General (CNV) N° 506 del 02/05/07, con fundamento en el artículo 44 del Anexo aprobado por Decreto Nacional N° 677/01, se estableció otro de carácter especial para la emisión de deuda o capital por Pymes; de acuerdo con este nuevo régimen "serán consideradas PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS al sólo efecto del acceso al mercado de capitales mediante la emisión de acciones y/u obligaciones negociables, aquellas empresas que registren hasta el siguiente máximo de las ventas totales anuales, excluido el Impuesto al Valor Agregado y el impuesto interno que pudiera corresponder, expresado en Pesos (\$), detallados en el cuadro que obra a continuación".

Sector Tamaño	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Pequeña Empresa	6.080.000	15.000.000	22.200.000	6.732.000	6.000.000
Mediana Empresa	36.480.000	120.000.000	177.600.000	44.880.000	48.000.000

La RG (CNV) n° 506 define el valor de las ventas totales anuales como aquél "que surja del promedio de los últimos TRES (3) años a partir del último balance inclusive o información contable equivalente adecuadamente documentada. En los casos de empresas cuya antigüedad sea menor que la requerida para el cálculo establecido en el párrafo anterior, se considerará el promedio proporcional de ventas anuales verificado desde su puesta en marcha".

También aclara la citada Resolución General que "El VEINTE POR CIENTO (20%) o más del capital y/o de los derechos políticos de las entidades incluidas en la nueva definición de Pymes no deberán pertenecer a otras entidades que no encuadren en las definiciones legales de Pymes" y que "las entidades incluidas en la nueva definición de Pymes que soliciten la oferta pública de acciones y/u obligaciones negociables no podrán utilizar simultáneamente programas de subsidios específicos u otras ventajas destinadas a las entidades encuadradas en la primera definición de Pymes acordada por la autoridad de aplicación específica"; es decir, la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (Sepyme).

Beneficios para PyMEs

Las PyMEs que ofrezcan públicamente sus acciones y/o valores negociables representativos de deuda en el marco de los regímenes especiales actualmente contenidos en el Capítulo VI de las NORMAS (NT 2001 y mod.) "no necesitarán constituir un órgano colegiado de fiscalización" (art. 29, Cap. VI e interpretación adoptada en Expte. N° 1420/05 CNV).

Las emisiones efectuadas por PyMEs, en su caso, se encuentran exentas de reponer el arancel de autorización establecido por el Decreto del Poder Ejecutivo Nacional N° 1.526 del 24/12/98, según los términos de su artículo 2°.

No deben abonar ningún importe en concepto de tasa de fiscalización por control societario aquellas PyMES que, de acuerdo con su lugar de constitución, queden sujetas a la competencia exclusiva y excluyente de esta CNV en dicha materia (conf. Ley Nacional N° 22.169, Leyes Convenios y Decreto Nacional N° 156/89).

Las PyMEs que hagan oferta pública de sus acciones no tienen obligación de constituir un Comité de Auditoría (arts. 15 y 44 in fine, Decreto Nacional N° 677/2001) en los términos del artículo 17, Capítulo III de las NORMAS (NT 2001 y mod.).

En correlato con las menores exigencias que deben satisfacer las PyMES sus valores únicamente pueden ser adquiridos por los "inversores calificados" enumerados en los artículos 25, 34 y 38 del Capítulo VI de las NORMAS (NT 2001; mod. Resolución General N° 509 de CNV).

Las obligaciones de información periódica resultan similares a las previstas en la sección especial para nuevos proyectos (cfr. arts. 18 y 19 Cap. VI, NORMAS C.N.V.).

La información contable periódica se limita a la presentación anual

Por Silvina Mabel Cantondebat

de los EE.CC. con dictamen de contador independiente y durante los restantes trimestres "un estado de movimiento de fondos y un estado de situación patrimonial" (art. 5º, Cap. XXIII, NORMAS).

En el supuesto de emisión de valores representativos de deuda que asuman la tipicidad propia de las obligaciones negociables resulta aplicable el régimen impositivo diferenciado previsto en los artículos 36 y siguientes de la Ley Nacional n° 23.576, texto modificado por Ley n° 23.962.

Fideicomiso financiero como herramienta de financiamiento para PyMEs

Fuera de los regímenes especiales referidos aplicables para la emisión de acciones y títulos de deuda por Pymes, estas empresas han recurrido al mercado de capitales utilizando el contrato de fideicomiso financiero (arts. 1, 19 y cc. de la Ley de Vivienda y Construcción. Financiamiento. Leasing n° 24.441 (B.O.: 16/01/95); 1º y ss., Cap. XV, NORMAS (NT 2001 y mod.).

La reconocida versatilidad del fideicomiso financiero es capaz de viabilizar una pluralidad de operaciones capaces de satisfacer las más disímiles necesidades de estas firmas.

En este caso, las Pymes como fiduciantes -una de las dos partes esenciales del contrato- pueden transferir derechos y/o flujos de fondos futuros cuya titularidad les corresponda a favor de un fiduciario financiero -la otra parte esencial-, quien administrará dichos bienes a favor de los beneficiarios adquirentes de valores negociables fiduciaros emitidos en el marco del fideicomiso financiero.

El importe neto de la colocación de los aludidos valores fiduciaros podrá entregarse a los fiduciantes como contraprestación por la transmisión por ellos efectuada; pudiendo obtener así la disponibilidad inmediata y en efectivo de sus recursos.

La práctica enseña que, por la necesidad de contar con una masa crítica relativa que haga económicamente viable la operación, es común la intervención de varias Pymes como fiduciantes de un mismo contrato.

Resulta asimismo usual que, como mecanismo particular de mejora del crédito, se registre la intervención de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) (arts. 32 y ss., Ley Nacional de Pymes N° 24.467 (B.O.: 28/03/95) y mod.), de la cual las Pymes resulten socios partícipes, como garante o avalista.

La presencia de una SGR permite mejorar la calificación de riesgo de los valores negociables fiduciaros, facilitando el acceso de las Pymes

a los mercados de créditos y a los mercados de capitales.

Emisión de Valores representativos de deuda de Corto Plazo (VCP) por PyMEs.

Otras de las alternativas de financiación para Pymes es el desarrollo de programas globales de VCP de acuerdo con el procedimiento simplificado -de aplicación general- contemplado en los artículos 96 y sigs. Capítulo VI de las NORMAS (NT 2001 y mod.).

Al efecto se encuentran legitimadas las sociedades por acciones, de responsabilidad limitada, cooperativas y sucursales de sociedades por acciones constituidas en el extranjero.

La duración máxima de los VCP puede extenderse hasta los trescientos sesenta y cinco (365) días y deben ser ofrecidos con exclusividad a los "inversores calificados" enumerados en el artículo 101 del citado Capítulo VI de las NORMAS (NT 2001; conforme Resolución General N° 510).

Estos VCP pueden emitirse como pagarés seriados, valores representativos de deuda de corto plazo u obligaciones negociables de corto plazo, de acuerdo con la naturaleza societaria del emisor.

Régimen especial para la constitución de Fondos Comunes de Inversión para Proyectos Productivos de economías regionales e infraestructura.

Recientemente con fecha 8 de marzo de 2010 se lanzó mediante la Res. 568 de la CNV estos FCI de Proyectos Productivos de Economías Regionales e Infraestructura, dentro de sus considerandos menciona la necesidad de desarrollo del mercado de capitales, para lo cual se aprecia oportuno la creación de nuevas figuras o adecuación de las existentes para financiar sectores productivos del país, continuando con los cursos de acción al dictarse, por Comisión Nacional de Valores las Resoluciones Generales N° 506/07, 509/07, 519/07, 527/08 y 534/08.

Así se instituye la constitución de Fondos Comunes de Inversión en sus dos especies FCI Abiertos y FCI Cerrados, cuyo objeto principal de inversión se determina por las necesidades de financiamiento definidas.

¿Qué instituciones integran el mercado de capitales en nuestra provincia?⁵

Reseña Histórica

La Bolsa de Comercio de Entre Ríos S.A. fue fundada en el año

Por Silvina Mabel Cantondebat

1992 por un grupo de empresarios que tuvieron la firme convicción que nuestra provincia era un campo propicio para impulsar un mercado de capitales, donde interactúe el ahorro y la inversión productiva.

Los volúmenes operados fueron creciendo en un contexto amigable al desarrollo de mercados Regionales, hasta que el efecto tequila del '94 produjo una profunda retracción en las inversiones bursátiles. Cuando la operatoria recobró sus cauces normales, la normativa vigente requería de mayores garantías y grandes costos regulatorios, motivo por el cual se mantuvo la operatoria mediante esquemas asociativos con otras entidades del Sistema Bursátil.

A la par se funda la Sociedad Entrerriana de Certificados y Depósitos de Warrants S.A. Su creación surgió ante la demanda de una herramienta financiera por parte de los sectores de la producción provincial, que mejore el acceso al financiamiento a tasas competitivas con garantía de la producción.

En el año 2003 se decide modificar la forma de vincularse con la operatoria de los mercados de capitales Regionales y Nacionales, surgiendo Entre Ríos Valores Sociedad de Bolsa S.A., inscrita en el Mercado de Valores del Litoral, con la misión de ser operadores regionales, con una amplia gama de productos y servicios, orientados a satisfacer la demanda de inversores locales y de empresas regionales que requieran financiamiento.

Posteriormente, en el 2005, surge Entre Ríos Fiduciaria S.A. como respuesta a la necesidad de una entidad que generara en la región la confianza necesaria y tuviera la aptitud suficiente como para motorizar distintos tipos de negocios y cumplir diferentes servicios recibiendo bienes en Fideicomiso.

La Bolsa de Comercio de Entre Ríos en la actualidad

Hoy, en un contexto muy diferente al de sus inicios un 30 de Marzo de 1992, la Bolsa de Comercio de Entre Ríos y sus empresas vinculadas cumplen con su objetivo primordial de promover la actividad económica provincial, sirviendo de nexo entre el ahorro regional y las actividades generadoras de valor agregado, y por ende, de trabajo y riqueza.

Esto ha sido fruto del esfuerzo de muchos profesionales y empresarios que a lo largo de estos años han invertido su tiempo y dedicación, creyendo que era posible crear una institución que acompañe el crecimiento económico de Entre Ríos, desarrollando la infraestructura necesaria para promover el mercado de capitales regional.

A 17 años de su creación, precisamente diciembre de 1993, La Entrerriana de Warrants ha adquirido una vasta experiencia en la ejecución de operaciones de warrants con productos agrícolas (arroz, trigo, soja, lino, sorgo, maíz, girasol) y ha incursionado también con productos no tradicionales (leche en polvo, yerba, té, jugos, tabaco, etc.) tanto en la provincia de Entre Ríos como en Santa Fe, Corrientes, Misiones y Buenos Aires.

El warrant es un título de crédito, mediante el cual el productor entrega la mercadería a una empresa autorizada (depósitos) y esta otorga simultáneamente dos documentos: un Certificado de Depósito y un Warrant. Constituye una garantía respaldada por mercadería almacenada y se endosa a favor de una entidad financiera, obteniendo en forma inmediata un préstamo en pesos.

La utilización de este instrumento crediticio permite al productor retener su producción a la espera de mejores condiciones de mercado y financiar gastos de evolución de producción agrícola, ganadera y forestal, entre otras.

Además de estas ventajas podemos mencionar: desarrollo de un mercado secundario de negociación que optimiza el crédito, mejores tasas de interés respecto a otras alternativas de financiamiento e inyección de liquidez que mejoran las oportunidades de inversión y aumenta la capacidad de endeudamiento de los productores.

Por su parte, Entre Ríos Valores fue creciendo desde sus orígenes realizando en la actualidad operaciones de compra-venta de títulos públicos y privados, operaciones a plazo (caución, pase, plazo firme), fideicomisos financieros, cheques de pago diferido y futuros de dólar. También brinda servicios integrales, tales como la administración de cartera y la administración de la liquidez para particulares y empresas.

Desde su creación, Entre Ríos Fiduciaria ha realizado estructuraciones de fideicomisos de construcción inmobiliaria, de inversión en activos financieros, financiamiento de actividades productivas y de garantías para la reestructuración de pasivos empresarios.

Participación de la Bolsa con otras Entidades Intermedias

En el año 1999 la Bolsa de Comercio se asocia al Consejo Empresario de Entre Ríos, entidad que promueve el desarrollo económico sustentable, realizando propuestas que beneficien al conjunto de la sociedad entrerriana. Fomenta el diálogo y las acciones en el mediano y largo

Por Silvina Mabel Cantondebat

plazo.

Asimismo, en el año 2004 participa en la fundación de la Corporación para el Desarrollo de Paraná, que es una Organización No Gubernamental integrada por un grupo de empresas, comercios, entidades intermedias y profesionales, partícipes naturales del desarrollo local, genuinamente comprometidos en trabajar por el desarrollo económico sustentable de la ciudad e imbuidos de un fuerte sentido de Responsabilidad Social.

Alternativas de Financiamiento para Pymes que ofrece nuestro mercado de capitales.

A través de sus tres empresas vinculadas, la Bolsa de Comercio de Entre Ríos brinda un abanico de oportunidades de financiamiento que se adaptan a las diferentes características y necesidades particulares de las Pymes entrerrianas:

Certificados de Depósitos y Warrants: permite garantizar con mercaderías propias operaciones de crédito con entidades financieras u otros inversores.

Cheques de Pago diferido: permiten al beneficiario hacer líquido el activo a un menor costo y mayor agilidad. Existen dos segmentos: los Patrocinados, emitidos por empresas de primer nivel para su negociación bursátil; y los Avalados, que requieren la garantía de una SGR. Actualmente el Mercado de Valores de Rosario está agregando el segmento garantizado con Warrants.

Obligación Negociable Pyme: diseñadas para financiar capital de Trabajo y Proyectos de Inversión a mediano plazo.

Fideicomiso Financiero: herramienta propicia para generar liquidez, separando determinados activos (reales o financieros) de su patrimonio y cediéndolos a un administrador en propiedad fiduciaria. El administrador interviene para que los activos cedidos sean transformados en activos financieros líquidos y se puedan negociar en el mercado bursátil.

Fideicomiso Inmobiliario: estructura jurídica viable, para la realización de cualquier variante de proyecto inmobiliario (complejos habitacionales, countries, barrios chacras, barrios cerrados, etc.) brindando seguridad jurídica y transparencia entre los diferentes actores intervinientes en este tipo de emprendimientos.

¿Hacia dónde vamos?

El desarrollo de mercados de capitales profundos y maduros, tiene correlación con el desarrollo económico de la región donde interactúan permitiendo, por el esquema de desintermediación, reducir el costo del capital, lo que torna eficientes los proyectos productivos.

También tienen incidencia directa con la retribución de los restantes factores de la producción. La reducción del costo de capital, permite remunerar mejor los restantes factores, principalmente el trabajo del hombre que debe recibir una remuneración justa para cubrir sus necesidades.

El crecimiento de la provincia de Entre Ríos hacia el pleno empleo y la redistribución del ingreso depende, en gran medida, de la visión, el liderazgo y la gestión de sus dirigentes y empresarios, y necesita para consolidarse de un mercado transparente y dinámico, que facilite reinvertir los ahorros de la región en el crecimiento y desarrollo sostenido de la misma, procurando reducir el costo del capital y remunerar a los factores de la producción, incluyendo al inversor local, eliminando las distorsiones y mayores costos que generan otras estructuras de financiamiento.

La Bolsa de Comercio de Entre Ríos está trabajando para promover las nuevas herramientas financieras y crear la plataforma e infraestructura necesaria para su implementación y articulación.

Sus esfuerzos se concentran en promover el mercado de capitales, pero con un objetivo superior como es la construcción y el desarrollo de una provincia que cuenta con los recursos suficientes para impulsar un gran salto competitivo que incluya a todos sus habitantes.

Observaciones finales

La integración de las Pymes en el mercado de capitales mediante la negociación de sus acciones y valores representativos de deuda, como parte de un fideicomiso financiero y/o emitiendo valores representativos de deuda de corto plazo, hará posible su financiamiento en condiciones más ventajosas que las que les resultan aplicables fuera de ese mercado.

En la totalidad de los países desarrollados la gran mayoría de las empresas recurren al ahorro público mediante el uso de los mercados de capitales. La respuesta parece estar dada por la particular circunstancia de que los valores ofertados en colocaciones públicas, en general tienen menores descuentos sobre su valor real. Una de las causas de ello, es la liquidez que suministra la negociación pública, lo que facilita, a la par, adoptar más rápidamente decisiones de inversión y de desinversión por parte de los inversores es decir salir y entrar en distintas alternativas de inversión con la facilidad necesaria para amortiguar el riesgo.

El Sistema Bursátil ofrece instrumentos de financiación a muy bajo costo, en relación con el sistema bancario, es necesario difundir estas herramientas que permitieron a las empresas más grandes del mundo

Por Silvina Mabel Cantondebat

posicionarse como tal. En Argentina tenemos ejemplos como Dálmine (primera fábrica de tubos de acero en Sudamérica) fundada por Agostino Rocca en 1954 y Acindar, entre otras, que comenzaron como pequeñas empresas y desarrollaron sus proyectos de inversión a través de la Bolsa de Comercio, pero aún el desarrollo de las actividades bursátiles es muy incipiente.

Con sólo dar un vistazo a las empresas que integran el panel del Merval podemos inferir que su desarrollo económico ha sido consolidado a través de los instrumentos financieros que ofrece el Sistema Bursátil, son empresas que comenzaron siendo Pymes y hoy ocupan los primeros lugares en el país y en el mundo.

Hoy, al igual que en 1821, cuando grandes visionarios y luchadores fundaron la primera Bolsa Mercantil en el país, apostando al futuro y a la producción, tenemos el compromiso y la responsabilidad de continuar con paso firme hacia la definitiva consolidación nacional a través del desarrollo de las instituciones que contribuyan a la prosperidad y seguridad de los habitantes de nuestra Nación.

Notas

¹Galeano, Eduardo, *Las Venas Abiertas de América Latina*. Uruguay 1971.

²Publicación realizada por La Comisión Nacional de Valores de la República Argentina. "Negociación en Bolsas y Mercados". Buenos Aires. Diciembre de 2007.

³LEY 17.811 de Oferta Pública de Títulos Valores Sancionada el 16/07/1968. Vigente desde el 01/01/1969. Reformada por Leyes Nacional 22.000 (18/05/1979) y 24.241 (13/10/93) y Decreto 677/01 del 22/05/01.

⁴Normativa de "Comisión Nacional de Valores de la República Argentina". Ley 24.467/05, Ley 24.441/95, Dcto.1087/93, Dcto. 677/01, Dcto. 319/08, RG 336/99, RG 506/07, RG 509/01, RG 506/07, RG 509/07, RG 519/07, RG 527/08 y RG 534/08.

⁵Publicación de la Bolsa de Comercio de Entre Ríos SA. Paraná. Año 2009.

Bibliografía

CABANELLAS DE LAS CUEVAS, Guillermo, REINA TARTIERE, Gabriel. *Mercado de Capitales*, Buenos Aires, Editorial Heliasta, 2009.

PIGNA, Felipe. *Los Mitos de la Historia Argentina 2*, 1ra. Edición, Buenos Aires, Booket, 2008.

PASCALE, Ricardo, *Decisiones Financieras*. Cuarta Edición Revisada. Fondo Editorial Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la ciudad Autónoma de Buenos Aires. 2005.