

CONSEJO PROFESIONAL DE CIENCIAS ECONÓMICAS DE LA CIUDAD AUTÓNOMA DE BUENOS AIRES

Cuadernos Profesionales

Mercado de Capitales y Financiero Vehículo para el ahorro, la inversión y el financiamiento productivo

Ley de financiamiento productivo
Renta variable y Renta fija
Fondos Comunes de Inversión
Caución Bursátil
Derivados financieros
Fideicomiso
Warrants
Sociedades de garantía recíproca
Calificadoras de riesgo
Sistema bancario argentino


consejo
Profesional de Ciencias
Económicas de la Ciudad
Autónoma de Buenos Aires

 **EDICON**
FONDO EDITORIAL CONSEJO

- > **Mercado de Capitales y Financiero**
Vehículo para el ahorro, la inversión
y el financiamiento productivo

Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Mercado de capitales y financiero : vehículo para el ahorro, la inversión y el financiamiento productivo ; coordinación general de Humberto Angel Gussoni. - 1a ed. - Ciudad Autónoma de Buenos Aires : Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 2018. 116 p. ; 28 x 20 cm. - (Cuadernos profesionales / Humberto Bertazza ; 99)

ISBN 978-987-660-289-1

1. Mercado de Capitales. I. Gussoni, Humberto Angel, coord.
CDD 330.82

ISBN 978-987-660-289-1

1ra. Edición

Hecho el depósito que marca la Ley 11.723.

Prohibida su reproducción total o parcial
por cualquier medio sin autorización previa del autor o del CPCECABA.

EDICON Fondo Editorial Consejo

Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la
Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Viamonte 1549 - CABA

Tel. 5382-9200

www.consejo.org.ar

www.edicon.org.ar

> Cuadernos Profesionales

○ Agradecimiento

Han redactado esta publicación los miembros de la Comisión de Mercados de Capitales y Finanzas de la Empresa Dres. Marcelo Avella; Omar Cirigliano; Raúl R. di Lorenzo; Luis V. Fortino; Gustavo Ginabreda; Estela Lettieri; Sergio Olivo; Guillermo Ruberto; Fernando Pagani; Gustavo Tapia.

La coordinación general de esta publicación estuvo a cargo del **Dr. Raúl R. di Lorenzo**, Presidente de la Comisión de Mercados de Capitales y Finanzas de la Empresa.

Agradecemos a ellos esta nueva colaboración con la Institución.

Dr. Humberto Á. Gussoni
Coordinador del Comité de Dirección
del Fondo Editorial del CPCECABA
Octubre de 2018

› **Cuadernos Profesionales**

Últimos números:

Nº 75 Herramientas de Marketing.

Nº 76 Regulación y cobro de honorarios judiciales. *Guía práctica para el perito.*

Nº 77 Régimen Simplificado para Pequeños Contribuyentes - Monotributo.

Nº 78 Impuesto a las Ganancias, Impuesto sobre los Bienes Personales e Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta.
Personas físicas y sucesiones indivisas.

Nº 79 Proceso de Informatización Judicial. Herramientas para auxiliares de la justicia sobre Notificaciones Electrónicas e Ingreso de Documentos Digitales.

Nº 80 Impuesto a las Ganancias, Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta e Impuesto sobre los Bienes Personales.

Personas jurídicas

Nº 81 Impuesto al Valor Agregado (IVA).

Nº 82 Guía práctica sobre procedimientos de Auditoría Interna
Relacionados con la Prevención del Lavado de Dinero y Financiamiento del Terrorismo

Nº 83 *Clusters*. Sistemas productivos locales.

Nº 84 Impuesto a las Ganancias, Impuesto sobre los Bienes Personales e Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta.
Personas físicas y sucesiones indivisas.

Nº 85 Informe final y distribución de fondos.

Nº 86 Nuevo Código Civil y Comercial. Ley General de Sociedades. Ley 26.994.

Nº 87 Impuesto a las Ganancias, Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta e Impuesto sobre los Bienes Personales.
Personas jurídicas.

Nº 88 Sueldos y Jornales.

Nº 89 “MAPEARSE”. Relevamiento de la normativa referente a RSE en la Argentina.

Nº 90 Entidades sin fines de lucro - 2da. parte.

Nº 91 El Contador Público como Perito Liquidador de Averías

Nº 92 Régimen Simplificado para Pequeños Contribuyentes - Monotributo.

Nº 93 Impuesto a las Ganancias, Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta e Impuesto sobre los Bienes Personales.
Personas jurídicas.

Nº 94 Impuesto a las Ganancias, Impuesto sobre los Bienes Personales e Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta.
Personas físicas y sucesiones indivisas.

Nº 95 Notificaciones electrónicas e ingreso de Documentos Digitales. Aspectos teóricos y prácticos.

Nº 96 Variaciones del Capital Social

Nº 97 Impuesto a las Ganancias, Impuesto sobre los Bienes Personales e Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta.
Personas jurídicas.

Nº 98 Impuesto a las Ganancias, Impuesto sobre los Bienes Personales e Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta.
Personas humanas.

Mercado de Capitales y Financiero

Vehículo para el ahorro, la inversión y el financiamiento productivo

○ Índice

1	Mercado de Capitales	9
	1.1 Mercados de capitales	9
	1.2 Mercados desarrollados	9
	1.3 Mercados emergentes	9
	1.4 Mercados de frontera	10
	1.5 Mercado de capitales y PyMEs	11
2	Ley de financiamiento productivo	
	La nueva Ley de Mercado de Capitales	15
	1. Beneficios para PyMEs	16
	2. Beneficios para los emisores de títulos en general	18
	3. El rol de la CNV en defensa del inversor minoritario	18
	4. Multas	18
	5. Creación de nuevos instrumentos. Letras hipotecarias	18
	6. Tratamiento impositivo	20
	7. Nuevos tipos de fondos	21
	8. Fondos para inversores calificados	21
3	Renta variable	23
	3.1 Acciones	23
	3.1.1 Tipos de acciones	23
	3.1.2 Requisitos generales para solicitar la cotización	24
	3.1.3 Requisitos para el ingreso de acciones a la oferta pública y cotización	24
	3.1.4 Cancelación del listado	26
	3.1.5 Retiro de listado	26
	3.2 Fondos comunes de inversión	27
	3.2.1 Definición	27
	3.2.2 Marco legal	27
	3.2.3 Generalidades	27
	3.2.4 Dirección y administración	27
	3.2.5 Reglamento de Gestión	27
	3.2.6 Depositaria	28

	3.2.7 Tipos de Fondos	29
4	Renta fija	31
	4.1 Títulos públicos	31
	4.1.1 Bonos	31
	4.1.2 Lebac	33
	4.1.3 Letes	34
	4.2 Títulos privados	36
	4.2.1 Obligaciones Negociables (ON) o Bonos Corporativos	36
	4.2.2 Cheques de Pago Diferido	37
	4.2.3 Pagaré PyME – CNV	37
	4.3 Caución Bursátil	38
5	Derivados financieros	41
	5.1 Concepto de Derivado	41
	5.2 Tipos de derivados	41
	5.3 Características de los contratos de Futuros de dólar en Rofex	42
	5.4 Ejemplo del uso de Futuros como cobertura – Vinculación con la economía real	44
6	El proceso de titulización	47
	6.1 Concepto	47
7	Fideicomiso	49
8	Warrants	55
9	Sociedades de garantía recíproca	57
	9.1 Definición	57
	9.2 Generalidades	57
	9.3 Marco legal	57
	9.4 Los socios	57
	9.5 Limitaciones	57
	9.6 Capital social	58
	9.7 Fondo de riesgo	58
	9.8 Los beneficios	58
	9.9 Contrato de Garantía Recíproca	58
10	Calificadoras de riesgo	59
11	Sistema bancario argentino	67
	11.1 Estructura	67
	11.2 Banco Central de la República Argentina	67
	11.3 Bancos comerciales	67
	11.4 Operaciones bancarias	68

	11.5 Bancos de Inversión. Rol en los procesos de fusiones y adquisiciones	69
	11.5.1 Negocios de los bancos de inversión	69
	11.5.2 Tipos de modelos de fusiones. Participación el banco de inversión	78
	11.5.3 Consideraciones finales	84
	11.6 Otros	85
12	Bibliografía	87
13	Apéndice	89
	Legislación (leyes y decretos)	89
	Normas CNV texto ordenado	109
	Acuerdos internacionales	112
	Gobierno corporativo	116
	Principios de Gobierno Corporativo de OCDE + IOSCO	116



○ 1. Mercado de Capitales

1.1 Mercados de capitales

Los **mercados de capitales** son entidades autorreguladas, constituidas bajo la forma de sociedades anónimas, en las cuales se negocian títulos privados y públicos, de renta fija o variable, relacionados con colocadores de capital (ahorristas, inversionistas, etc.), con demandantes de fondos (empresas, estados, etc.).

1.2 Mercados desarrollados

Se conocen como **mercados desarrollados** aquellos mercados donde los países son los más avanzados económicamente, con mercados de capitales maduros y profundos. Estados Unidos, Japón, Alemania, Reino Unido y Australia son ejemplos, con altos niveles de ingreso per cápita.

En esos países se observan altos niveles de liquidez, marcos regulatorios de peso y gran capitalización bursátil, por lo que pueden tener excelentes calificaciones crediticias.

1.3 Mercados emergentes

Se conocen como **mercados emergentes** los países con un rápido crecimiento económico que se relaciona con el crecimiento interno del país y con un incremento notable de las relaciones comerciales con terceros países.

Los países emergentes son aquellos que, sin haber alcanzado un grado máximo de desarrollo, comienzan a salir de una situación de semi subdesarrollo y se encaminan a conseguir el desarrollo focalizados en su industrialización. Este mecanismo les permite comenzar a competir con las grandes potencias.

El primer índice de los mercados emergentes fue el S&P, que surgió en 1985 con 10 criterios. Tres años más tarde apareció el índice MSCI, que utiliza 23 criterios. En 1994 nació el índice FTSE con 13 variables.

Tenemos que tener en cuenta también que hay dos características importantes que definen a los mercados emergentes: la distinguible volatilidad de su mercado y la transitoriedad de sus características como país.

Además, suelen tener costos salariales bajos, industrialización reciente, creciente apertura al exterior, sistemas de libre mercado y de libertad de empresa que apuestan por la iniciativa empresarial, desarrollo del capital humano y márgenes interesantes de beneficios.

En mayo de 2016, Morgan Stanley Capital International incluía como mercados emergentes a los siguientes 23 países, que representan el 10% de la capitalización mundial:

- En América: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- En Europa: República Checa, Grecia, Hungría, Polonia, Rusia.
- De Asia: China, India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Taiwan y Tailandia.

– En Oriente Medio: Turquía, Emiratos Árabes Unidos, Qatar.

– En África: Egipto, Sudáfrica.

Como se observa, entre ellos se encuentran los 4 países denominados BRICs (Brasil, Rusia, India y China), que son los mercados emergentes de mayor potencial.

EJEMPLOS DE PAÍSES EMERGENTES

SUDÁFRICA:

Actualmente, es la primera economía de África. País agradecido por sus recursos naturales, como el carbón, los diamantes y el oro, y su exportación, así como también por su riqueza en fauna y flora, hace que sea siempre una atracción turística, y esto contribuye a elevar su economía.

TURQUÍA:

Se la llama en el mundo entero “La pequeña China”, ya que este país se está desarrollando a pasos gigantescos por ser exportador de electrónica, textiles y vehículos. No es un dato menor que los gobernantes luchan por tener el país en paz, y esto eleva la predilección de los turistas.

COREA DEL SUR:

Este es un mercado que se basa en las exportaciones, ya que depende de sus clientes internacionales para mejorar su economía.

ARGENTINA:

El 25 de junio 2018, Morgan Stanley Capital International (MSCI) ha ascendido a la Argentina de mercado de frontera a emergente.

La composición de los mercados de frontera es dinámica y los países contenidos en ellos pueden ir variando cada año en función de la evolución de sus economías. La Argentina había perdido la calidad de mercado emergente en 2009, cuando los mercados internacionales perdieron la confianza en ella. Es un cambio muy importante para este país, debido a que hay grandes grupos de inversión institucionales que tienen prohibido por estatuto invertir en mercados de frontera.

Con la calificación para la Argentina como “economía de emergentes”, el país se coloca a la par de las otras naciones latinoamericanas, que son: Colombia, Brasil, Chile, México y Perú.

1.4 Mercados de frontera

Se conoce como **mercados de frontera** a los países más riesgosos que los emergentes. Se los considera emergentes pequeños y menos líquidos.

Este término fue acuñado por la Corporación Financiera Internacional Farida Khambata en 1992. Entre las principales características de los países de frontera se destacan unos costos laborales muy competitivos y numerosos recursos todavía por explotar.

Tienen un riesgo mayor que los desarrollados y los emergentes. Pero esta descripción no tiene razón de ser negativa, porque el mayor nivel de riesgo siempre está asociado a una rentabilidad mayor. Es

por esto que son países atractivos para los inversores con perspectivas de alto crecimiento a largo plazo y de diversificar su cartera.

En general, son países de baja capitalización bursátil, con poca regulación y bajos niveles de inversión extranjera, que se vieron favorecidos en los últimos años por la explosión de *commodities*, el auge del consumo y las fuertes inversiones en infraestructura.

Podemos describirlos como los países más impredecibles, más volátiles.

La composición de los mercados de frontera es dinámica y los países contenidos en ellos pueden ir variando cada año en función de la evolución de sus economías.

EJEMPLOS DE PAÍSES DE FRONTERA

Croacia, Estonia, Lituania, Rumania, Serbia, Eslovenia, Barein, Jordania, Kuwait, Líbano, Omán, Kenia, Mauricio, Marruecos, Nigeria, Túnez, Benín, Burkina Faso, Costa de Marfil, Guinea Bisau, Malí, Senegal, Togo, Bangladesh, Sri Lanka, Vietnam y Kazajistán.

1.5 Mercado de capitales y PyMEs

En general, los mecanismos de financiación no tradicionales utilizados en la Argentina, entre los cuales se puede incluir aquellos relacionados con el mercado de capitales, han sido utilizados mayormente por las grandes empresas. Esto es comprobable tanto para la emisión de títulos de deuda como para la apertura del capital de empresas en la Bolsa y la utilización de fideicomisos financieros. En consecuencia, las PyMEs han debido recurrir históricamente a las entidades bancarias como casi la única y “natural” vía de financiación disponible, además del capital propio.

Resulta importante que las PyMEs alcancen, a través del mercado de capitales, una vía alternativa a la financiación bancaria, que en muchas ocasiones es cara, y en otras es directamente inaccesible para pequeñas y medianas empresas, carentes de las garantías generalmente requeridas para acceder a un préstamo tradicional.

El presente capítulo tiene por objeto repasar aspectos seleccionados con relación a este tema: las ventajas para las PyMEs derivadas del financiamiento a través del mercado de capitales; las principales dificultades que perciben los empresarios para fondearse a través del mercado de capitales; ciertas medidas adoptadas en el país para facilitar su acceso; los principales instrumentos del mercado de capitales disponibles para las PyMEs¹; la experiencia reciente de pequeñas y medianas empresas en la utilización de estos instrumentos; y algunas sugerencias para superar los obstáculos existentes.

Ventajas

Entre las ventajas que pueden obtener las PyMEs, derivadas de su ingreso al mercado de capitales, se destacan las siguientes:

- diversificación de las fuentes de financiamiento;
- mejoramiento del perfil financiero;
- posibilidad de disminuir el costo del financiamiento;

¹ Fundamentalmente, en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

- acceso a inversores de diverso perfil;
- mayor transparencia, prestigio y mejora de la imagen de la empresa.

Visión de las Pymes respecto del mercado de capitales

La visión que las PyMEs, mayoritariamente, tienen del mercado de capitales está influenciada por tres aspectos: i) el desconocimiento de las diversas alternativas que el mercado de capitales puede ofrecer para financiarlas²; ii) la asociación que generalmente se realiza del mercado de capitales con las grandes empresas; iii) la inevitable comparación con un préstamo otorgado por una entidad bancaria.

La visión de las PyMEs con relación al mercado de capitales podría sintetizarse entonces en los siguientes aspectos:

- en general, piensan que el mercado de capitales es “exclusivo” de las grandes empresas;
- este mercado les resulta engorroso en términos de trámites burocráticos y en tiempos;
- se trata de un medio de financiación costoso en lo que a gastos relacionados se refiere;
- se encuentra solamente disponible para grandes montos, en general por encima de las necesidades individuales de las PyMEs;
- implica un *disclosure* de información al que las PyMEs no están acostumbradas;
- el flujo de información que se exige genera un costo periódico adicional;
- incrementar el número de socios y/o diversificar el tipo de acreedores de la empresa, según se trate de emisión de acciones o de endeudamiento a través del mercado de capitales, respectivamente, es visto como un recorte de su poder de decisión y puede generar desconfianza entre los accionistas originales;
- incorporar socios y/o tener cantidad y diversidad de acreedores contrasta con la “simplicidad” de tener un solo interlocutor (en general, un banco) a la hora de negociar y/o renegociar un crédito.

Datos provenientes de una encuesta efectuada años atrás a pedido del Instituto Argentino de Mercado de Capitales revelan la existencia de cierta contradicción en la percepción que las PyMEs tienen del mercado de capitales. Si bien las PyMEs encuestadas fueron capaces de identificar algunas ventajas relacionadas con el ingreso al mercado de capitales, el 77% de ellas manifestó no conocer la dinámica del mercado ni las posibilidades de su utilización. Por otro lado, el 71% de los encuestados nunca consideró la posibilidad de endeudarse a través de la emisión de obligaciones negociables. Los principales obstáculos señalados fueron los requisitos de información, los mayores costos administrativos y la resistencia a incorporar socios o a tener acreedores en cantidad y diversidad.

De lo mencionado anteriormente se desprende que, si bien algunos de los aspectos mencionados son realidades, otros pueden ser considerados “mitos” o bien son parte del pasado. Independientemente de cualquiera de las últimas dos “categorías” de que se trate, lo importante es advertir que, en gran medida, se está frente a un problema cultural, que sí es una realidad, y sobre la cual es necesario actuar diligentemente si el objeto es contar con un creciente número de PyMEs que obtengan financiación a través del mercado de capitales.

² En general asocian el mercado de capitales exclusivamente con la emisión de acciones.

El mercado de capitales argentino y las PyMEs

A los efectos de contrastar algunos de los mitos y creencias anteriormente mencionados con la realidad, en la presente sección se destacan ciertas realidades que al menos actúan como atenuantes de las dificultades que perciben las PyMEs respecto del ingreso al mercado de capitales. Es importante observar que la mayoría de ellas surge de comparaciones con el régimen general.

A través de diversa normativa específica, tanto la Comisión Nacional de Valores (CNV) como la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) han intentado adecuar ciertas exigencias a la realidad de las PyMEs argentinas, lo cual es puntualizado más adelante para cada instrumento analizado.

Con relación a los montos emitidos, es importante considerar que se han lanzado emisiones por montos muy variados, incluyendo Obligaciones Negociables (ON) desde USD250.000 y Valores de Corto Plazo (VCP) desde USD25.000. Esta realidad, estos datos dejarían sin argumento a quienes sostienen que el mercado de capitales financia únicamente montos que están fuera del alcance de las PyMEs. En este sentido, es importante considerar la emisión de varias series bajo un programa global, de modo de prorratear los costos fijos entre varias emisiones. La ventaja de un programa global debe medirse no sólo en términos de los costos, sino también en términos del ahorro de tiempo, comparado con la emisión sucesiva de ON o de VCP independientes.

Otro aspecto diferencial es que las sociedades anónimas que califiquen como pequeñas y medianas empresas están exceptuadas de constituir un Comité de Auditoría.

En el marco de lo mencionado anteriormente, en agosto de 2002, la BCBA creó el Departamento PyMEs con el fin de acercar las pequeñas y medianas empresas al mercado de capitales. Sus objetivos específicos son los siguientes:

- asesorar a las empresas sobre las posibilidades de financiación que ofrece el sistema bursátil;
- ofrecer nuevos instrumentos financieros y adaptarlos a su necesidad;
- aconsejar sobre la mejor ingeniería financiera para su proyecto;
- modificar o ampliar los instrumentos vigentes en función de las necesidades que surjan del contacto directo con las empresas;
- informar a las PyMEs acerca de los negocios a su alcance, disponibles a través de los agentes de bolsa.



○ 2. Ley de financiamiento productivo

2.1 La nueva Ley de Mercado de Capitales

Recientemente se aprobó la Ley 27.440, llamada “Ley de Financiamiento Productivo”, cuyo primer título lleva como nombre “Impulso al financiamiento de pymes”. Podríamos decir que se trata de un nombre “políticamente correcto”, dada la asociación que tradicionalmente hace el “hombre de a pie” entre mercado de capitales y especulación. Pero lo cierto es que la Ley 27.440, además de crear nuevos instrumentos de financiación pensados para favorecer a las PyMEs, modifica varios artículos -e incorpora varios nuevos- de las leyes 26.831 (Ley de Mercado de Capitales), 24.083 (Fondos Comunes de Inversión) y 23.576 (Obligaciones Negociables).

La reforma del mercado de capitales que propone la Ley 27.440 aparecía ya como impostergable, teniendo en cuenta el deseo de las autoridades para que nuestro país sea aceptado como miembro de la OCDE y el reciente retorno de nuestro país a la categoría de mercado emergente. Esta reforma es bienvenida además con la esperanza de intentar poner freno al largo proceso de deterioro que viene experimentando el mercado de capitales argentino desde hace 50 años.

A comienzos de la década del 60 -la época de oro de la Bolsa argentina-, las empresas que cotizaban en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires superaban las 650. Diez años después (en 1972), el número de empresas cotizantes se redujo a 364. Más cerca en el tiempo, en el año 2005, cotizaban sólo 107 empresas en la Argentina y hoy (mayo de 2018) son alrededor de 100 las empresas cotizantes. Es que no solamente no existían incentivos (por ejemplo, beneficios fiscales) para quienes deciden apostar por la oferta pública, sino que, peor aún, existían fuertes desincentivos, por ejemplo, la amenaza latente de intervención de la CNV en el directorio de una empresa ante una simple denuncia por parte de un accionista minoritario. De hecho, con la reforma del año 2012 el mercado terminó de deteriorarse aún más.

La Bolsa argentina pierde escandalosamente en la comparación con sus vecinos cercanos en términos de capitalización bursátil y también pierde con todos ellos (con la única excepción de Colombia) en cantidad de empresas cotizantes.

Capitalización bursátil como % del PBI (*)	
Argentina	11,66
Brasil	42,23
Chile	86,01
Colombia	36,75
México	33,51
Perú	42,19
(*) Al año 2016 según datos del Banco Mundial.	

Cantidad de empresas cotizantes (*)	
Argentina	99
Brasil	349
Chile	298
Colombia	70
México	144
Perú	264
(*) Al año 2016 según datos de la Federación Iberoamericana de Bolsas.	

La presente reforma es una condición necesaria –aunque no suficiente- para que la larga declinación encuentre un punto de inflexión. Para las otras condiciones (estabilidad macroeconómica, baja inflación, etc.) parece que aún deberemos esperar un tiempo, pero al menos la presente ley se perfila como un buen punto de partida.

Dado que la Ley 27.440 legisla sobre un variado número de temas, a continuación trataremos los que, a nuestro juicio, aparecen como los más relevantes.

2.1.1 Beneficios para PyMEs

Con la nueva ley nace una serie de nuevas opciones de financiamiento que, bien reglamentadas y con un conveniente tratamiento impositivo, redundarán en un evidente beneficio para las MiPyMEs (micro, pequeñas y medianas empresas). A partir de la entrada en vigencia de la ley, todas las MiPyMEs que estén obligadas a emitir comprobantes electrónicos (factura o recibo) y celebren una operación con una empresa grande deberán emitir una “Factura de Crédito Electrónica MiPyME” en reemplazo de los comprobantes que emiten actualmente. Dicho instrumento será de carácter optativo en las operaciones comerciales entre una MiPyME y otra empresa de iguales características. A grandes rasgos, este instrumento vendría a ser una especie de duplicata brasileña en versión local.

Para la cancelación de la factura, el receptor (la empresa “grande”) podrá convenir un plazo superior a los 15 días corridos contados a partir de la fecha de emisión de la misma. En ese caso, con la simple aceptación expresa de la obligación en el “Registro de Facturas de Crédito Electrónicas MiPyMEs”, la “Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs”, oportunamente emitida, pasará a constituir un “título ejecutivo y valor no cartular”, y podrá ser negociada en los mercados.

Lo mismo sucederá cuando se hubiera convenido un plazo de pago menor de los quince días y, una vez vencido, no se hubiera registrado la cancelación o aceptación expresa de la obligación: En ese caso, la “Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs” también podrá ser negociada.

En resumen y en la práctica, una vez que se entrega la mercadería y se emite la factura, la empresa “grande” tiene 15 días para cancelarla o entregar un cheque; si eso no sucede, entonces la factura se convierte automáticamente en un valor negociable que se podrá negociar en el mercado.

Se entenderá por “empresa grande” aquella cuyas ventas totales anuales superen los valores máximos establecidos en la resolución 340 de fecha 11 de agosto de 2017 de la Secretaría de Emprendedores

y de la Pequeña y Mediana Empresa del Ministerio de Producción. Estos máximos fueron actualizados hace pocos meses (el 9 de mayo de 2018) y son los siguientes:

Máximo de ventas anuales por sector	
Construcción	452.800.000
Servicios	328.900.000
Comercio	1.140.300.000
Industria y minería	966.300.000
Agropecuario	289.300.000

Es de esperar que, habida cuenta del importante proceso inflacionario por el que transitamos actualmente, estos límites sean rápidamente revisados para evitar que las empresas en la escala más alta dejen de acceder a los beneficios previstos por la ley por el simple hecho de la no actualización nominal de estos importes.

En cuanto a los remitos para el traslado de mercaderías físicas, la AFIP será la encargada de reglamentar las características de los mismos. La ley le encomienda a la AFIP el establecimiento de un plazo máximo para la emisión y envío de la Factura MiPyME, pero aclara que dicho plazo no podrá exceder del último día hábil del mes corriente que corresponda al de la emisión del remito. En este sentido se crea, en el ámbito de la AFIP, el “Registro de Facturas de Crédito Electrónicas MiPyMEs”, mencionado anteriormente.

Esta “Factura MiPyMEs” gozará de oferta pública (en los términos de la Ley 26.831); le será aplicable el tratamiento impositivo correspondiente a los valores negociables con oferta pública y podrá ser negociada en los mercados autorizados por la Comisión Nacional de Valores. Adicionalmente al cumplimiento de los plazos previstos por la ley, para que la “Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs” constituya un título ejecutivo y valor no cartular -conforme a los términos del artículo 1850 del CCCN-, deberán cumplirse estos otros requisitos:

- 1) Que las facturas se emitan como consecuencia de un contrato de compraventa de bienes o locación de cosas muebles, servicios u obra; y el comprador o locatario “... adquiera, almacene, utilice o consuma las cosas, los servicios o la obra para integrarlos, directa o indirectamente, en un proceso de producción, transformación, comercialización o prestación a terceros, sea de manera genérica o específica...”.
- 2) Que tanto la empresa “grande” como la MiPyME tengan domicilio en nuestro país.

Como el lector podrá imaginarse, para que este régimen tenga efectiva aplicación, la empresa “grande” deberá estar obligada a aceptar la Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs. Y efectivamente así lo prescribe la ley, excepto:

- 1) Que hubiera daños en las mercaderías, que no hubieran sido entregadas, o que hubiera defectos y diferencias en la calidad o en la cantidad, debidamente comprobados.
- 2) Que existan divergencias en los plazos o en los precios estipulados, o la existencia de vicios formales en las facturas que las inhabiliten.

Por último, si la factura fue negociada y descontada en el mercado, y a su vencimiento la empresa “grande” no la hubiese cancelado, la ley especifica que *“el librador o posterior adquirente, tendrá contra el obligado al pago y sus avalistas, la acción cambiaría directa por todo cuanto puede exigírsele en virtud de lo dispuesto en los artículos 52 y 53 del decreto ley 5.965 de fecha 19 de julio de 1963 ratificado por la ley 16.478, sin perjuicio de toda otra acción que pudiera llegar a corresponderle en virtud de normativa específica...”*.

2.1.2 Beneficios para los emisores de títulos en general

La nueva ley prevé mecanismos más ágiles para que las empresas puedan emitir deuda en el mercado de capitales. Por ejemplo, se incorpora a las sociedades de responsabilidad limitada entre las sociedades que pueden emitir obligaciones negociables. Asimismo, se prevé que la emisión de obligaciones negociables sea autorizada sólo por el directorio si así lo prevé el estatuto social de la sociedad. Sin perjuicio de ello -aclara la ley- el ingreso de la emisora al régimen de oferta pública de valores negociables deberá ser resuelto por la asamblea.

2.1.3 El rol de la CNV en defensa del inversor minoritario

Quizá uno de los puntos más controvertidos de la Ley de Mercado de Capitales del año 2012 haya sido el artículo 20. En efecto, en virtud de lo prescripto en ese artículo, si a juicio de la CNV se habían vulnerado los derechos de los accionistas minoritarios y/o tenedores de títulos de deuda, la CNV podía designar veedores con facultad de veto de las resoluciones adoptadas por los órganos de administración de las empresas, y –lo más grave- esa desmedida injerencia del órgano de control sólo podía ser recurrible en única instancia ante el presidente de la CNV. Además, la CNV se reservaba el derecho de separar a los órganos de administración de la entidad por un plazo máximo de ciento ochenta (180) días hasta (decía la ley) “... regularizar las deficiencias encontradas...”. En ese caso, la ley preveía que la medida podía ser recurrible en única instancia ante el entonces Ministro de Economía y Finanzas Públicas.

Semejante despropósito alejaba a la Argentina de las condiciones técnicas imprescindibles para ser reclasificada como mercado emergente. Afortunadamente, la nueva ley lo corrige sin impedirle a la CNV cumplir su rol en defensa de los accionistas e inversores minoritarios, como denunciar delitos o constituirse en parte querellante.

2.1.4 Multas

La nueva ley actualiza el valor de las multas, que tenían valores ridículamente bajos. La multa mínima se incrementa desde los 5 mil hasta los 100 mil pesos y la máxima pasa de 20 millones a 100 millones de pesos.

2.1.5 Creación de nuevos instrumentos. Letras hipotecarias

Se crean las letras hipotecarias y se facilita su negociación y su utilización como instrumento de inversión no sólo de inversores particulares, sino de fondos comunes de inversión. Quienes actúen como fiduciarios de fideicomisos y quienes administren fondos comunes de inversión podrán emitir títulos de deuda y/o certificados de participación que tengan como garantía estas letras hipotecarias o, asimismo, podrán constituir fondos comunes con las mismas. Recientemente, la CNV –en línea con lo establecido en la ley- flexibilizó el mecanismo de securitización de hipotecas. Asimismo se estableció que el plazo de 30 años (que era la máxima duración prevista para la constitución de un fideicomiso) podrá extenderse más allá para coincidir con la duración de préstamos hipotecarios más extensos.

Las letras hipotecarias son emitidas por el deudor e intervenidas por el Registro de la Propiedad Inmueble con la firma del deudor, el escribano y un funcionario autorizado del registro, dejando debida constancia de la emisión de la letra en la misma hipoteca.

Las letras hipotecarias deberán contener el nombre del deudor, el nombre del acreedor, el monto de la obligación incorporada a la letra –ya sea en moneda nacional o extranjera-, y, en el caso que corresponda, se deberá dejar constancia de que el monto de la obligación se encuentra sujeto a una cláusula de actualización. Además, deberán especificarse las tasas de interés compensatorio y punitivo, la ubicación del inmueble hipotecado, así como sus datos registrales y catastrales.

Fondos Comunes de Inversión

Quizá las mayores novedades de la nueva ley estén referidas a los Fondos Comunes de Inversión (FCI). La Ley 24.083 (Fondos Comunes de Inversión) proviene originalmente del año 1992 y la presente es la mayor renovación que tiene desde entonces.

La nueva ley especifica claramente que podrán constituirse fondos cerrados, amplía el listado de activos pasibles de formar parte del patrimonio de un fondo y permite la creación de fondos cuyo patrimonio se encuentre constituido por una cartera de activos que repliquen la evolución de índices bursátiles y/o financieros o de una canasta de activos. Estos últimos son los llamados “fondos estructurados” (Exchange-Traded Fund o ETF). Las cuotapartes de este tipo de fondos deberán tener oferta pública y listarse en mercados autorizados por la CNV. Los ETF son fondos, pero tienen la particularidad de que cotizan como si fueran una acción, por lo cual el valor de sus cuotapartes, además de reflejar razonablemente las variaciones del valor del patrimonio del fondo, están sujetas a las variaciones producto del juego de la oferta y la demanda.

Entre otras novedades, los Fondos Comunes de Inversión podrán emitir distintas clases de cuotapartes con diferentes derechos. Además podrán emitirse cuotapartes de renta con valor nominal determinado y una renta calculada sobre dicho valor. El pago de la renta estará sujeto -obviamente- al rendimiento de los activos que integren el patrimonio del fondo.

La ley prevé una restricción del 75 por ciento que -como mínimo- los fondos deberán invertir en activos emitidos y negociados en el país. Se excluyen de este grupo (de activos emitidos y negociados en el país) los Certificados de Depósito Argentinos (Cedears), que no serán considerados valores negociables emitidos y negociados en el país, con excepción de aquellos Cedears cuyos activos subyacentes no sean considerados extranjeros conforme a los criterios de la CNV.

Otras novedades de la ley hacen a la información que debe especificarse obligatoriamente en el reglamento de gestión. La anterior ley era más genérica y la nueva es mucho más específica al respecto.

Los reglamentos de gestión deberán detallar las “... *Políticas y planes que se adoptan para la inversión del patrimonio del Fondo Común de Inversión, especificando los objetivos a alcanzar, las limitaciones a las inversiones por tipo de activo y, de incluir créditos, la naturaleza de los mismos y la existencia o no de coberturas contra el riesgo de incumplimiento ...*”. Esto último (la existencia o no de coberturas) es de particular importancia para el pequeño inversor.

Se mantiene la exigencia de explicitar en el reglamento de gestión un límite de los gastos de gestión y de las comisiones y honorarios que se percibirán, tanto por la sociedades gerente como por la sociedad depositaria, **salvo cuando el reglamento de gestión de los Fondos Comunes de Inversión cerrados prevea honorarios de éxito**. La sola consideración de la posible existencia de honorarios de éxito (*success fee*) es algo novedoso en nuestra legislación.

En línea con lo establecido por la ley, recientemente la CNV aprobó la Resolución General N° 759, a partir de la cual queda eliminada la responsabilidad solidaria entre la sociedad gerente y la sociedad depositaria, las que, a partir de la vigencia de la citada resolución, pasarán a responder de manera individual y separada por el incumplimiento de las obligaciones inherentes a cada una de ellas. Además –continúa manifestando la CNV en la Resolución–, se incorpora la obligación expresa por parte de directores, gerentes y miembros del órgano de fiscalización de la sociedad gerente de velar por los intereses de los inversores. Por otra parte –y también en línea con lo establecido en la nueva ley–, la CNV simplificó los trámites de autorización de nuevos Fondos Comunes de Inversión. Y a través de la resolución N° 722 se eliminan duplicaciones innecesarias en los procesos de modificación de los reglamentos de los FCI actualmente en vigencia.

2.1.6 Tratamiento impositivo

Tanto las cuotapartes de copropiedad y las cuotapartes de renta de los FCI quedarán exentas del Impuesto al Valor Agregado en lo que hace a las prestaciones financieras que puedan resultar involucradas en su emisión, suscripción, colocación, transferencia y renta. Pero es de aclarar que este tratamiento impositivo será de aplicación sólo cuando los referidos títulos sean colocados por oferta pública.

Fondos cerrados de inversión

A diferencia de la anterior ley de Fondos Comunes de Inversión, que ni siquiera los mencionaba, la nueva ley legisla en forma bastante amplia sobre esta alternativa de inversión.

Los fondos cerrados se deberán constituir con una cantidad máxima de cuotapartes. Pero dicha cantidad podrá aumentarse si así lo prevé el reglamento de gestión o, si dicho incremento no se encontrara regulado por el reglamento, podrá ser aprobado por la asamblea extraordinaria de cuotapartistas.

Asimismo, los fondos cerrados tendrán un plazo determinado de duración, pero este podrá ser extendido. Al igual que con la cantidad de cuotapartes, la extensión del plazo del fondo podrá ser especificado en el reglamento de gestión o, de no hacerlo, lo será por la asamblea extraordinaria. Esa asamblea extraordinaria que trate la prórroga del fondo deberá celebrarse al menos un año antes de la expiración del plazo previsto. Los cuotapartistas disconformes con la decisión de prorrogar el plazo podrán solicitar el rescate de sus cuotapartes; se les reintegrará el valor de su participación en la fecha de vencimiento del plazo o en el término máximo de un año, contado a partir de la fecha de celebración de la asamblea, el que resulte mayor.

Las cuotapartes de estos fondos no podrán ser rescatadas con anterioridad al vencimiento del plazo de duración del fondo, salvo que se observen los mismos requerimientos que con la cantidad máxima de cuotapartes y el plazo del fondo.

El ofrecimiento de las cuotapartes de los fondos comunes de inversión cerrados será realizado mediante un prospecto de oferta pública. Estas deberán colocarse por oferta pública y deberán listarse en los mercados autorizados por la CNV.

Además del rescate de las cuotapartes con anterioridad al vencimiento del plazo de duración del fondo, la consideración de la extensión del plazo del Fondo y el incremento de la cantidad de cuotapartes emitidas, el reglamento de gestión de los fondos cerrados podrá prever:

- a) El pago de los rescates de las cuotapartes en especie.
- b) El diferimiento de los aportes para integrar las cuotapartes.

Asimismo, los fondos comunes de inversión cerrados podrán constituir gravámenes y tomar endeudamiento conforme a las condiciones que establezca la posterior reglamentación de la CNV.

La nueva ley hace especial hincapié en las asambleas de cuotapartistas de fondos cerrados. Las sociedades gerentes deberán someter a asambleas ordinarias o extraordinarias de cuotapartistas de cada Fondo Común de Inversión Cerrado bajo su administración no sólo las decisiones comentadas anteriormente (plazo, cantidad de cuotapartes, rescate anticipado), sino también la modificación de las cláusulas sustanciales del reglamento de gestión del fondo y la sustitución de las sociedades gerente y/o depositaria.

Las asambleas ordinarias se deberán celebrar una vez al año dentro de los primeros cuatro meses siguientes a la fecha de cierre de cada ejercicio anual. Las asambleas extraordinarias podrán celebrarse en cualquier momento cuando así se lo considere necesario.

2.1.7 Nuevos tipos de fondos

La ley prevé que podrán constituirse Fondos Comunes de Inversión abiertos o cerrados, cuyo objeto sea la inversión de ahorros voluntarios destinados al retiro de sus cuotapartistas.

2.1.8 Fondos para inversores calificados

Se podrán constituir Fondos Comunes de Inversión destinados exclusivamente a inversores calificados en los términos que establezca la Comisión Nacional de Valores en su reglamentación “... *la que deberá considerar los estándares internacionales en la materia...*”. Estos Fondos Comunes de Inversión para inversores calificados estarán exentos de los límites y restricciones de inversión establecidos en la ley.

Personalmente tenemos muchas expectativas en esta nueva Ley de Mercado de Capitales en lo que hace al impulso del mercado de hipotecas, la industria de fondos y, lo que es más importante, los beneficios que se esperan genere en la economía real. Es de esperar que rápidamente sean reglamentados sus artículos para que la ley entre en vigencia en la práctica y pronto podamos estar analizando el impacto que la misma produjo. En lo que hace al régimen de la nueva Factura de Crédito Electrónica Mipymes”, quien debe reglamentar sus artículos es el Ministerio de Producción. Respecto a las nuevas letras hipotecarias y los Fondos Comunes Cerrados relacionados con la actividad inmobiliaria, la autoridad de aplicación es la Secretaría de Vivienda del Ministerio del Interior, Obras Públicas y Vivienda.



○ 3. Renta variable

3.1 Acciones

Una acción es una parte alícuota del capital social de una sociedad anónima. Representa la propiedad que una persona tiene de una parte de esa sociedad, la cual otorga derechos económicos y políticos a su titular accionista, como el derecho a una parte de las utilidades y voto en las asambleas de accionistas. Normalmente, salvo excepciones, las acciones son transables libremente.

3.1.1 Tipos de acciones

Acciones ordinarias: son aquellas que, otorgando derecho a voto, poseen derechos económicos en igual proporción que en el capital social.

No son acciones ordinarias las que establezcan, respecto de las acciones ordinarias, una participación diferenciada en el capital social aun cuando se les otorgue derecho de suscripción preferente.

Acciones preferidas: son las que otorgan una preferencia económica o dividendos de cobro preferente con respecto a las acciones ordinarias.

Acciones de participación: son aquellas representativas de una participación en el capital social, pero carentes de derecho a voto.

En el ámbito de la oferta pública se podrá solicitar el ingreso a la oferta pública para ofrecer exclusivamente acciones de participación.

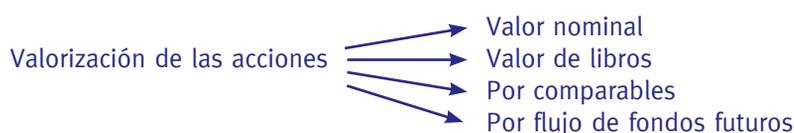
En el caso de conversión a acciones ordinarias, la autorización de oferta pública otorgada a las acciones de participación se extenderá a las acciones con derecho a voto que se emitan como consecuencia de la conversión.

Acciones no rescatables: son aquellas que solamente pueden ser rescatadas como consecuencia de una reducción de capital decidida por la asamblea de accionistas, sin que el plazo de dicho rescate esté fijado al tiempo de la emisión o quede librado, conforme a las condiciones de esta, a opción del accionista.

Acciones rescatables: a) son aquellas cuyo recate o compra total o parcial por la emisora o por terceros esté fijado en el tiempo o librado a opción del accionista, según las condiciones de emisión; b) aquellas cuyo rescate o compra total o parcial por la emisora o por terceros esté comprometido de cualquier otra forma sin considerar las de la opción anterior.

Todo lo atinente con respecto a la cotización de acciones se encuentra fundamentalmente establecido en las normas de la Comisión Nacional de Valores, el Reglamento de cotización de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires u otras bolsas del interior, y la Ley 19.550 de sociedades comerciales.

La valorización de las acciones está dada por su:



El valor de libros es el que surge de relacionar el patrimonio neto sobre el capital social.

Colocación de acciones: puede ser a la par, sobre la par y bajo la par.

Según la forma de presentación, la misma puede ser:

- cartulares
- escriturales

Según la apertura del capital, la venta de acciones puede ser: colocación primaria o secundaria.

La emisión primaria es la primera emisión y colocación al público que realiza una empresa que accede por primera vez a financiarse a los mercados de capitales.

La emisión secundaria comienza cuando los valores negociables que se han colocado en el mercado primario son objeto de negociación. Estas negociaciones se realizan generalmente en la plataforma del ByMA (Bolsas y Mercados Argentinos)

Cotización de acciones en el ByMA

Secciones de cotización

Para la cotización de acciones funcionan las distintas secciones: a) Sección Especial y b) Sección General:

a) Sección Especial: cotizan en Sección Especial las sociedades cuyo capital supere los \$60 millones. A este fin, el monto del capital comprenderá los aportes comprometidos o efectuado por los accionistas, estén o no representados por acciones y expresados en moneda constante; vale decir que comprenderá acciones en circulación, aportes irrevocables, primas de emisión y sus correspondientes rubros de ajustes de capital; las sociedades cuyos ingresos por venta de bienes y servicios resultantes de su último ejercicio económico supere los \$ 100 millones; cumplan con los requisitos de dispersión mínimos establecidos en el reglamento de cotización; y las que soliciten expresamente su pase a esta sección.

b) Sección General: las que no encuadran en la Sección Especial.

3.1.2 Requisitos generales para solicitar la cotización

Que su objeto social, capital y situación patrimonial, económica y financiera justifiquen su acceso al mercado; y

Que su organización administrativa les permita atender los requerimientos del Reglamento del ByMA.

3.1.3 Requisitos para el ingreso de acciones a la oferta pública y cotización

Las sociedades nacionales y extranjeras, cuando solicitan por primera vez la cotización de sus acciones, lo hacen en las distintas secciones, a saber: Sección Nuevos Proyectos; Sección PyMEs, Sección Internacional; Sección Tecnológica y Sección General.

En la primera sección encuadran sociedades que hayan sido constituidas para desarrollar proyectos de inversión en actividades productivas de bienes o servicios que justifiquen el acceso al mercado.

En la sección PyMEs, estarán las sociedades anónimas que califiquen como pequeñas y medianas empresas conforme a las normas de la CNV y disposiciones legales.

En la Sección Internacional encuadran las sociedades por acciones constituidas en el extranjero que coticen sus valores negociables en mercados del exterior y que no pertenezcan a la sección tecnológica.

En la Sección Tecnológica se sitúan las sociedades anónimas locales o extranjeras, cuyas actividades consistan en la prestación de servicios de comercio electrónico, desarrollos o aplicaciones de tecnología, de telecomunicaciones, de informática, de Internet, biotecnología, electrónica, física, química y otros rubros de la ciencia.

En la Sección General estarán las sociedades anónimas que no encuadran en las secciones anteriores.

Apertura del capital. Documentación e información iniciales:

Acompañar:

- 1) El acta de la asamblea extraordinaria que resolvió solicitar la cotización en ByMA, donde consten las razones que han determinado tal solicitud. Esta decisión no podrá ser delegada en el directorio, salvo aquello referido a la oportunidad de su presentación.
- 2) La documentación y la información exigidas para el ingreso al régimen general de la oferta pública de valores.
- 3) La nómina de los integrantes de los órganos de administración y de fiscalización, y contador dictaminante, firmada por los interesados con carácter de declaración jurada. Se suministrará asimismo nómina de los directores que cumplen en la sociedad funciones conforme al artículo 270 de la Ley N° 19.550.
- 4) Facsímiles y numeración de los títulos y acciones, y planilla de porcentajes ajustados a las reglamentaciones vigentes. En su caso, descripción del sistema de acciones escriturales y, si se llevara en forma computarizada, la constancia de la aprobación por la autoridad de control.

Mencionar:

- 1) Si es titular de concesiones; en caso afirmativo, agregar el respectivo contrato e indicar la ley u ordenanza que rige la concesión.
- 2) Si existen contratos de exclusividad de ventas en el país o en el exterior, de parte o de la totalidad de la producción; en caso afirmativo, explicar sus alcances e informar los nombres de las contrapartes y las vinculaciones directas o indirectas con ellas.
- 3) Si existen acuerdos por asesoramientos de cualquier naturaleza cuyo pago esté en función de la producción, las ventas o las utilidades; en caso afirmativo, explicar sus alcances e informar los nombres de las contrapartes y las vinculaciones directas o indirectas con ellas.
- 4) Si existen emitidos debentures u obligaciones negociables, convertibles o no, se solicite o no su cotización, indicando, en su caso, fecha de inscripción en el Registro Público de Comercio, monto emitido, monto en circulación, sus características y copia del contrato con el fiduciario.
- 5) Si tienen bienes gravados con hipoteca. En caso afirmativo, indicar valor de inventario de los bienes hipotecados en el último balance acompañado a esta solicitud, monto de origen de la hipoteca, plazo del crédito que garantizare, saldo a la fecha de la solicitud y cualquier otra información que a juicio de la sociedad deba destacarse.

6) Si existen vigentes arreglos de carácter general celebrados con acreedores, indicando fecha de celebración, monto original, condiciones y saldos exigibles a la fecha de la solicitud.

7) Si existen sociedades controladas. En caso afirmativo, enviar respecto de ellas dos (2) ejemplares de los estados contables de los tres (3) últimos ejercicios o desde su constitución, si tuviera menos, tal como hubieran sido presentados a la autoridad de control; nómina de los integrantes de los órganos de administración y de fiscalización, o de los socios en caso de no ser anónimas; detalle de sus actividades, créditos y deudas con las mismas, y, en caso de no ajustarse estos a las condiciones de mercado, razones en que se funda.

Resuelta en forma favorable la solicitud de cotización, la Bolsa publicará el prospecto de oferta pública o una síntesis de los principales datos del mismo, juntamente con el anuncio de la respectiva autorización, efectuando la correspondiente comunicación a la emisora. Si no hubiera prospecto, la Bolsa, sobre la base de la documentación e informaciones suministradas, preparará una reseña informativa que publicará juntamente con el anuncio de la respectiva autorización.

3.1.4 Cancelación del listado

El MERCADO debe cancelar el listado de los respectivos valores negociables cuando: a) Por resolución firme de la CNV se cancele la autorización para hacer oferta pública; b) Por declaración firme de quiebra o liquidación administrativa del emisor; c) Mediante resolución firme se retire la autorización para funcionar por disposición de la autoridad competente en caso de sociedades locales, o se pierda como consecuencia de las disposiciones del ordenamiento jurídico correspondiente en el de las extranjeras. Esta causal sólo se aplicará al listado de acciones; d) La emisora de acciones listadas presente constancia de la inscripción en el Registro Público de Comercio de la escritura pública que contenga la declaración de voluntad de adquisición de la totalidad de capital remanente; e) En su defecto, al consignarse legalmente los importes no reclamados, salvo el caso del inciso b) precedente; o f) En caso de fusión o escisión, al ser autorizado el listado de la emisión a nombre de la entidad absorbente o de la nueva entidad; g) Tratándose de Obligaciones Negociables convertibles, se deniegue o cancele el listado de las acciones de la clase respectiva antes de haber transcurrido el período de conversión.

El MERCADO puede cancelar el listado de los respectivos valores negociables cuando: a) Se verifique que el emisor no cuenta con una organización administrativa que le permita atender los requerimientos de este Reglamento y la medida resulte aconsejable en interés de los inversores; b) La gravedad de las irregularidades comprobadas o el reiterado incumplimiento de las obligaciones establecidas en este Reglamento lo aconsejen; o c) Una bolsa o mercado del interior o del exterior haya cancelado la autorización de listado de los valores negociables.

3.1.5 Retiro de listado

El retiro de listado de Valores Negociables será autorizado siempre que el emisor: a) Se encuentre al día en el cumplimiento de las obligaciones que fija este Reglamento y demás disposiciones aplicables, incluido el pago de los derechos de listado y de los aranceles por publicación; b) No se hallare bajo inspección del MERCADO a la fecha de la convocatoria; c) A la fecha no tenga suspendido el listado de sus acciones, ni se hallare en Negociación con Advertencias Especiales. El retiro de listado y la oferta pública de adquisición por parte de la emisora deberán figurar como punto expreso del orden del día de la asamblea que lo trate; d) En el aviso de convocatoria se hará constar: 1) Que la asamblea que resuelva el retiro deberá reunir en primera y en segunda convocatoria un quórum de por lo menos el setenta y cinco por ciento (75%) de todas las acciones en circulación y los votos en contra no podrán superar el diez por ciento (10%) del total del capital en circulación de votos que acuerde. A este efecto, no se aplicará la pluralidad de voto; 2) La decisión del accionista o grupo controlante de lanzar una oferta pública de adquisición de sus acciones, derechos de suscripción, obligaciones negociables

convertibles en acciones u opciones sobre acciones, en los términos del Capítulo II del Título III de la LMC; 3) Que los accionistas que voten a favor del retiro deberán inmovilizar sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación de la oferta pública de adquisición, en el supuesto de que el mismo no se hiciera extensivo a tales accionistas.

3.2 Fondos comunes de inversión

3.2.1 Definición

Se considera Fondo Común de Inversión al patrimonio integrado por: valores mobiliarios con oferta pública, metales preciosos, divisas, derechos y obligaciones derivados de operaciones de futuro y opciones, instrumentos emitidos por entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina y dinero, pertenecientes a diversas personas, a las cuales se les reconocen derechos de copropiedad representados por cuotas partes cartulares o escriturales. Se constituirá un Fondo Común de Inversión cuando un grupo de personas con objetivos similares confían su dinero a una institución que, mediante administradores profesionales de carteras, invierte en diversos tipos de activos financieros para lograr un objetivo específico. Cada inversor participa proporcionalmente en las ganancias o pérdidas.

3.2.2 Marco legal

Estos fondos no constituyen sociedades y carecen de personería jurídica. Desde el punto de vista legal tienen la forma de un patrimonio de afectación. Se rigen por las leyes 24.083 (Fondos Comunes de Inversión), 26.831 (Ley de Mercado de Capitales) y 25.557 (Ley de Entidades Financieras). Este marco normativo se completa con los decretos 174/93, 194/98, 1570/2001 y 1606/2001, la Ley 25.561, modificatoria de la Ley de Convertibilidad 23.928, y las Resoluciones que la Comisión Nacional de Valores (CNV) ha emitido al respecto. Las autoridades de contralor son la CNV, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) y la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP).

3.2.3 Generalidades

Los Fondos Comunes de Inversión no constituyen depósitos en la Sociedad Depositaria. La compra por parte de un inversor de cuotas partes de un FCI no goza de las garantías que tales depósitos puedan tener por aplicación de la legislación y/o reglamentación que establezca el BCRA en cada momento. Asimismo, la Sociedad Depositaria no podrá asumir compromiso alguno respecto del mantenimiento del capital invertido, su rendimiento y el otorgamiento de liquidez a ese fin.

3.2.4 Dirección y administración

La dirección y la administración de Fondos Comunes de Inversión estarán a cargo de una sociedad anónima habilitada para esta gestión que actuará con la designación de **sociedad gerente** o por una entidad financiera autorizada para actuar como administradora de cartera de títulos-valores por la Ley de Entidades Financieras. La sociedad gerente del Fondo deberá ejercer la representación colectiva de los copropietarios indivisos en lo concerniente a sus intereses y respecto a terceros, conforme a las reglamentaciones contractuales concertadas.

Las sociedades gerentes de Fondos Comunes de Inversión no podrán tener, en ningún caso, las mismas oficinas que la sociedad depositaria, debiendo ser estas totalmente independientes. Sus directores y funcionarios tampoco podrán tener vinculación, ni ejercer cargos directivos y laborales con estas últimas.

3.2.5 Reglamento de Gestión

El Reglamento de Gestión se celebrará por escritura pública o por instrumento privado, antes del fun-

cionamiento del Fondo de Inversión, y establecerá las normas contractuales que regirán las relaciones entre las nombradas y los copropietarios indivisos.

El Reglamento de Gestión debe especificar:

a) Planes que se adoptan para la inversión del patrimonio del Fondo, especificando los objetivos a alcanzar, las limitaciones a las inversiones por tipo de activo y, de incluir créditos, la naturaleza de los mismos y la existencia, o no, de coberturas contra el riesgo de incumplimiento.

b) Normas y plazos para la recepción de suscripciones, rescate de cuotas partes y procedimiento para los cálculos respectivos.

c) Límites de los gastos de gestión y de las comisiones y honorarios que se percibirán en cada caso por las sociedades gerente y depositaria.

d) Condiciones para el ejercicio del derecho de voto correspondientes a las acciones que integren el haber del Fondo.

e) Procedimiento para la modificación del Reglamento de Gestión por ambos órganos del Fondo.

f) Término de duración del estado de indivisión del Fondo o la constancia de ser por tiempo indeterminado.

g) Causas y normas de liquidación del Fondo y bases para la distribución del patrimonio entre los copropietarios, y requisitos de publicidad de la misma.

h) Régimen de distribución a los copropietarios de los beneficios producidos por la explotación del Fondo si así surgiere de los objetivos y política de inversión determinados.

i) Disposiciones que deben adaptarse en los supuestos de que la sociedad gerente o la depositaria no estuvieran en condiciones de continuar sus funciones.

j) Determinación de los topes máximos a cobrar en concepto de gastos de suscripción y rescate.

h) Todo otro aspecto que haga al correcto funcionamiento del Fondo.

3.2.6 Depositaria

Los bienes integrantes de un Fondo Común de Inversión o sus títulos representativos serán custodiados por una o más entidades financieras autorizadas, o sociedades con domicilio en el país, y que actuarán con la designación de “depositaria”. Las sociedades que actúen en ese carácter deben revestir la forma jurídica de Sociedad Anónima y tendrán como objeto exclusivo la actuación como depositarias de Fondos Comunes de Inversión. Es de incumbencia de la sociedad depositaria:

a) La percepción del importe de las suscripciones y el pago de los rescates que se requieran.

b) La vigilancia del cumplimiento por la sociedad gerente de las disposiciones relacionadas con la adquisición y negociación de los activos integrantes del Fondo, previstas en el Reglamento de Gestión.

c) La guarda y el depósito de valores y demás instrumentos representativos de las inversiones, pago y cobro de los beneficios devengados, así como el producto de la compraventa de valores y cualquier otra operación inherente a estas actividades.

d) Llevar el registro de cuotas partes escriturales o nominativas, y expedir las constancias que soliciten los cuotapartistas.

e) Realizar todos los actos necesarios para la concreción de las operaciones impartidas por la sociedad gerente y la conservación de los bienes que constituyen el fondo.

3.2.7 Tipos de Fondos

Los Fondos pueden ser cerrado o abiertos:

Fondos de Inversión cerrados: pueden, o no, cotizar en bolsa. Tienen un período de suscripción prefijado con un máximo de cuotas partes. La cantidad de cuotas partes es fija y estas cotizan en el mercado secundario. El precio de las cuotas partes está determinado por la oferta y la demanda. Su rescate no puede realizarse hasta la disolución del Fondo o el cumplimiento del plan de inversiones encarado. Tienen una fecha de liquidación predeterminada.

Fondos de Inversión abiertos: no cotizan en bolsa. Permiten a los suscriptores rescatar los fondos diariamente pidiendo el rescate de sus tenencias. La cantidad de cuotas partes es variable y estas no cotizan en el mercado secundario. El valor de las cuotas partes se determina diariamente por el precio de los bienes que integran la cartera del Fondo.



○ 4. Renta fija

4.1 Títulos públicos

4.1.1 Bonos

Son empréstitos emitidos por los Estados Nacional, Provincial, Municipal y/o los Gobiernos Autónomos, a mediano o largo plazo, mediante los cuales el inversor recibe un derecho a percibir una renta y la devolución del capital en los valores y fechas estipuladas en las condiciones establecidas en las cláusulas de emisión.

El lanzamiento original (mercado primario) se efectúa a través de oferta pública, siendo el emisor quien establece las condiciones del título, el cual posteriormente se negociará en el mercado secundario, y su valor lo establece la oferta y la demanda.

El garante es el propio Estado y, en ciertos casos, los provinciales pueden estar avalados por el Estado Nacional y los Municipales por el Provincial y/o el Nacional

Características de la oferta

Surge de la norma que lo apruebe, la que es publicada en el Boletín Oficial y contiene:

- Denominación del Título, el cual luego será comercializado generalmente con las primeras letras de su nominación, seguido de información complementaria y año de vencimiento,
- Valor original de la emisión (denominado “principal”), el que eventualmente podrá ser ampliado más adelante.
- Fecha de emisión.
- Fecha de vencimiento.
- Plazo de duración del bono.
- Moneda de emisión y pago: puede ser emitido en pesos o moneda extranjera, pero no necesariamente cancelado en la misma moneda.
- Forma y fechas de amortización del capital (denominado “cupón”). Con o sin período de gracia. Amortización periódica (sistema francés o alemán) o al final del período (Bullet).
- Tasa de Interés: esta puede ser fija o variable (de interés creciente o decreciente). Los intereses se calculan sobre la base de 1 año de 360 días integrado por 12 meses de 30 días cada uno.
- Fecha de pago de interés. Generalmente los bonos argentinos pagan intereses en forma semestral.
- Denominación mínima expresada en la moneda de emisión.
- Condiciones de colocación: el monto total de la emisión puede ser colocado en uno o más tramos.

- Jurisdicción -nacional o extranjera- por la cual se rige.

Una vez aprobado, el MERCADO lo identificará para su negociación con un símbolo alfabético y/o numérico; un código internacional ISIN (International Securities Identification Number) desarrollado en el estándar internacional ISO 6166.

Ejemplo:

Bonos internacionales de la república argentina en dólares estadounidenses 7,125% - 2117 (BIRAD 2117 u\$)

Opera con el código AC17.

ISIN: US040114HN39

Emisor: Gobierno Nacional

Monto Original de emisión: U\$ 2.750.000.000

Fecha de emisión: 26 de junio de 2018

Fecha de vencimiento: 28 de junio de 2117

Duración: 100 años

Moneda de emisión y pago: dólares estadounidenses

Formas de amortización: total a su vencimiento con opción de rescate parcial o en forma periódica antes de su vencimiento, a opción del emisor (las condiciones del rescate se estipularon en la oferta).

Tasa de interés: 7.125% anual (3.5625% semestral).

Fecha de pago de interés: 28 de diciembre y 28 de junio de cada año³.

Monto mínimo de cada título: U\$ 1.000.

Precio de colocación primaria: U\$ 90,00 por cada título (hace una tasa efectiva del 7,91 % anual).

Jurisdicción: exclusiva de cualquier tribunal estadual del estado de Nueva York o federal en el distrito de Manhattan, Ciudad de Nueva York, ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, y de los tribunales de la REPÚBLICA ARGENTINA.

Código CUSIP: identifica una seguridad norteamericana: por emitirse bajo jurisdicción de los EE.UU., a este título se le ha asignado el código 040114 HN3.

INDICADORES BÁSICOS PARA ANALIZAR UN BONO

Los títulos se ofrecen a distintos plazos de amortización, diferentes tasas y fechas de cobro de cupón y amortización de capital. Existen distintos métodos para su análisis. En esta oportunidad nos limitaremos a indicadores básicos que nos permiten el análisis del título desde distintas perspectivas, las cuales, en su conjunto, nos permitirán arribar a una decisión acorde con la visión del inversor.

³ Cuando el vencimiento de un cupón no fuere un día hábil, la fecha de pago del cupón será el día hábil inmediato posterior a la fecha de vencimiento original.

Valor de cotización: es el valor que cotiza en Bolsa. Surge de la oferta y la demanda.

Valor residual: es el valor original menos las amortizaciones acumuladas.

Valor técnico: es el valor residual más los intereses corridos desde la última amortización. Este dato nos permite establecer la tasa efectiva de interés del título en un momento dado.

Paridad: es la relación entre el valor de cotización y el valor técnico. Permite ajustar la renta nominal del cupón en función de su cotización.

Valor Actual Neto (VAN): calcula los flujos de fondos (amortización + interés) descontándolos a una tasa de interés establecida. Esto nos permite determinar cuál es el valor presente de cada título en el momento de la inversión. Con este cálculo se puede determinar qué título posee un mayor valor presente, en términos absolutos, a igual tasa de interés.

Tasa Interna de Retorno (TIR): es la tasa de descuento a la cual el valor presente neto de cada título iguala al monto invertido. La TIR nos permite establecer una tasa uniforme que permite comparar el rendimiento de los distintos títulos en términos relativos.

La TIR no permite establecer un rendimiento cierto, ya que considera una tasa única en el tiempo, la que seguramente variará. No obstante ello, es una medida de rendimiento que nos permite una comparación equitativa.

Yield anual (rendimiento real anual): es la tasa de interés de surge de relacionar el interés del período en curso con el precio de cotización del Bono en el mercado.

Promedio de vida: definido como medida de madurez de un bono, representa el plazo promedio de vida del Bono en función de los plazos de cobros de los intereses y la amortización, ponderados por los flujos de fondos en valores nominales.

Duration: definido como medida de madurez de un bono, representa el plazo promedio de vida de un bono en función de los plazos de cobros de los intereses y amortización, ponderados por los flujos de fondos descontados.

Nota: al analizar el rendimiento real de un título hay que considerar los costos de entrada (compra) y salida (venta o cobro cupón), y los fiscales, que podrían gravar la operación. Generalmente, los títulos públicos están exentos de impuestos.

4.1.2 Lebacks

“Lebacks” es la abreviatura de las Letras del Banco Central de la República Argentina.

Las Lebacks financian al Banco Central de la República Argentina (BCRA) y su objetivo tiene que ver con cumplir con los propósitos de política económica monetaria que el BCRA se plantea, especialmente luchar contra la inflación.

Las Letras son un tipo muy común de activo en varios países, como Chile, España y la Argentina. Son inversiones de títulos públicos de renta fija muy seguros, debido a que el plazo de vencimiento es relativamente corto y al nivel de soberanía del emisor.

Funcionamiento

Cuando se adquiere una unidad de las Lebac, en teoría, se está comprando una unidad de la moneda que representan a un precio más bajo, es decir, a descuento. El precio que se pague por cada unidad nominal del activo automáticamente nos da la tasa de ganancia de la inversión. Al momento del vencimiento, el monto que pagará el emisor es el de la unidad que se adquirió.

Por ejemplo, si compramos \$1100 de Lebac que vencen en medio año, a \$1000, estaríamos consiguiendo una tasa del 20% anual, aproximadamente.

Si hoy pagáramos \$1000 por 1100 “unidades de pesos”, recibiríamos en medio año esos \$1100. De la diferencia, los \$100, obtenemos la tasa de interés sobre el capital invertido de \$1000: 10% en seis meses o 20% anual.

Operatoria

Hay 2 formas principales de conseguir Lebac: por licitación o a través del mercado de capitales:

Licitación: un martes de cada mes, el Banco Central realiza la licitación de sus Letras. En ese momento, todos los individuos que las quieran obtener ofrecen una cantidad de dinero por cada unidad nominal de Lebac (en múltiplos de \$1000) y, a partir de eso, se consigue un precio final de estas en pesos argentinos. Los plazos de vencimiento de las Lebac pueden ser desde un mes hasta 9 meses, y uno de los beneficios principales en este caso es que la comisión de operatoria es nula.

Mercado: Al ser un activo financiero, las Letras pueden ser comerciadas en el mercado de capitales. Adquirirlas por esta vía tiene varios beneficios:

Se puede comprar la cantidad de unidades que queramos; no es necesario que sea un mínimo de 1000. Esto hace que cada persona pueda destinar exactamente los fondos que quiere a este tipo de inversión.

El mercado está abierto todos los días hábiles y, mientras haya ofertas, se puede comprar y vender Letras en cualquier momento. Además, al ser activos de corto plazo, las Letras operan muy seguido (tienen liquidez).

Los rendimientos de las Lebac varían en cada licitación. El precio de suscripción de las Lebac, que determina cuál será el rendimiento del instrumento, se determina a través del sistema de subasta holandesa.

Se opera en dos tramos: Competitivo, donde ofertan grandes operadores y que define el precio de corte, y el No Competitivo, donde los adjudicatarios aceptan el precio de corte determinado en el tramo Competitivo.

La tasa de Lebac, supera por lo menos en 5 o 6 puntos lo que pagan los bancos por plazos fijos. Estos porcentajes son realmente buenos. La tasa del plazo fijo en pesos del Banco de la Nación Argentina (BNA) se encuentra alrededor del 27% anual

4.1.3 Letes

“Letes” es la abreviatura de las Letras del Tesoro de la Nación. El objetivo principal de las Letras del Tesoro es el de actuar como financiación a corto plazo para ayudar a mantener su infraestructura.

Son un instrumento de deuda emitido en dólares, a diferencia de las anteriormente mencionadas Lebac.

Las Letes son una apuesta muy segura, ya que presentan un riesgo muy bajo al ser emitidas por el Tesoro Nacional y permiten obtener una renta fija en dólares.

Funcionamiento

El primer paso para invertir en Letes es tener una cuenta en dólares en un banco o en una sociedad de Bolsa.

Las Letes se compran a descuento. Eso significa que se suscriben a un precio debajo de los U\$1000 y, cuando vencen, se cobran los U\$1000. La diferencia entre el precio de suscripción y lo que se cobra es la tasa de interés que se gana.

Operatoria

Hay 2 formas principales de conseguir Letes: por licitación o a través del mercado de capitales:

Licitación: El Tesoro de la Nación realiza la licitación de sus Letras de la misma forma que se hace con las Lebac, pero lo hace 2 veces al mes y además su unidad de pago es el dólar. La licitación se puede hacer en dólares o en pesos al tipo de cambio A3500, informado por el BCRA. Este tipo de cambio suele ser menor que el que ofrecen los bancos privados, por lo que se considera que se está “comprando el dólar un poco más barato”. La licitación de Letes se hace con un mínimo de U\$1000 y múltiplos de U\$1. Sus plazos de vencimiento suelen ser normalmente a 6 meses, 9 meses, 1 año o 1 año y medio.

Mercado: al ser un activo financiero, las Letras pueden ser comerciadas en el mercado de capitales. Adquirirlas por esta vía tiene varios beneficios:

El mercado está abierto todos los días hábiles y, mientras haya ofertas, se puede comprar y vender Letras en cualquier momento. Además, al ser activos de corto plazo, las Letras operan muy seguido (tienen liquidez).

Un ejemplo de las tasas nominales anuales en dólares licitadas para Letes, el 8 de mayo de 2018, fueron:

3,25% a 140 días

3,45% a 189 días

3,75% a 259 días.

Estos porcentajes son realmente buenos si los comparamos con las “inversiones tradicionales”. La tasa del plazo fijo en dólares del Banco de la Nación Argentina (BNA) se encuentra alrededor del 1,5% anual para una duración de alrededor de un año. Los retornos de invertir en letras son claramente más altos que los de invertir en plazos fijos.

4.2 Títulos privados

4.2.1 Obligaciones Negociables (ON) o Bonos Corporativos

Son títulos a mediano o largo plazo, emitidos por las sociedades para el desarrollo de sus actividades, generalmente asociados a un proyecto de inversión.

Las características y condiciones son similares a los títulos públicos, con la diferencia de que la garantía puede ser real, fiduciaria o de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR).

CARACTERÍSTICAS DE LAS ON

- Pueden emitirse diversas clases con derechos diferentes: dentro de cada clase se otorgarán los mismos derechos.
- La garantía flotante, especial o común.
- Se podrán emitir Obligaciones Negociables con recurso limitado y exclusivo a determinados activos del emisor, pero no a todo su patrimonio, pudiendo constituirse o no garantías sobre dichos activos.
- Las Obligaciones Negociables que prevean los pagos exclusivamente en moneda extranjera se deben pagar en la misma moneda extranjera sin que rija la facultad de desobligarse en moneda nacional (art. 765 del CCC).
- Pueden ser emitidas en obligaciones convertibles, a opción del obligacionista, en acciones de la emisora⁴.

Adicionalmente las Obligaciones Negociables pueden contar con una evaluación de riesgo efectuada por una calificador local o del exterior (ver Capítulo “Calificadoras de Riesgo”).

Para el análisis de estos bonos rigen las mismas aplicaciones que las mencionadas para los públicos.

Los títulos deben contener:

- a) La denominación y domicilio de la emisora, fecha y lugar de constitución, duración y los datos de su inscripción en el Registro Público de Comercio u organismos correspondientes, en lo pertinente.
- b) El número de serie y de orden de cada título, y el valor nominal que representa.
- c) El monto del empréstito y moneda en que se emite.
- d) La naturaleza de la garantía.
- e) Las condiciones de conversión en su caso.
- f) Las condiciones de amortización, incluyendo los mecanismos de subordinación que puedan acordarse en la emisión.

⁴ Ley 23.576 con las modificaciones de la Ley 27.440.

- g) La fórmula de actualización del capital, en su caso; tipo y época de pago de interés.
- h) Nombre y apellido o denominación del suscriptor si son títulos nominativos.
- i) Cualquier otro requisito que establezca la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores.

4.2.2 Cheques de Pago Diferido

El Cheque de Pago Diferido (CPD) es una orden de pago, librada a fecha determinada posterior a la de su libramiento, contra una entidad autorizada en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto. Los CPD se libran contra las cuentas de cheques comunes⁵.

Estos cheques pueden ser negociados en la Bolsa antes de su vencimiento, el cual no debe ser posterior a los 360 días de la fecha de su emisión. De esta forma, su poseedor puede financiarse cobrándolos por anticipado, previo descuento de los intereses y gastos, y el inversor puede tomarlos con el beneficio de una renta.

La unidad de negociación de estos instrumentos es el Lote, definido como uno o el conjunto de CPD de un mismo Agente o Sociedad de Bolsa (vendedor).

Existen 3 sistemas de negociación:

1. En el sistema patrocinado, una empresa autorizada puede cancelar sus obligaciones con cheques que pueden ser negociados en el Mercado de Capitales. El riesgo asumido en este sistema es la sociedad que libró el cheque.
2. En el sistema avalado, contemplado para empresas PyMEs, pueden negociar cheques propios o de terceros a través de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) autorizada que garantice su pago.
3. En el sistema de cheques endosados, las sociedades listadas en el mercado con acciones y Obligaciones Negociables pueden negociar los cheques de sus clientes.

Adicionalmente, los Estados Nacional, Provincial, Municipal, los Gobiernos Autónomos, los entes autárquicos y las empresas y sociedades del Estado también pueden solicitar autorización para negociar cheques de pago diferido que libren a favor de terceros.

4.2.3 Pagaré PyME - CNV

Un pagaré es un documento privado en el que el emisor se obliga a pagar al beneficiario un importe determinado en la fecha del vencimiento.

En el caso del pagaré PyME - CNV, este instrumento puede ser negociado en los mercados de valores autorizados solamente por empresas PyMEs. En términos generales rigen las mismas normas que para el CPD, a excepción del plazo. Mientras que para el cheque el máximo es de 360 días, para el pagaré el plazo es de entre 180 días y 3 años, y debe ser emitido sin identificar al beneficiario.

Puede expedirse en pesos o en moneda extranjera con un monto mínimo de \$100.000 o valor equivalente.

⁵ Art. 54, Ley 24.452 (párrafo sustituido por art. 11, inciso f) de la Ley N° 24.760.

Para poder ser negociados, estos documentos deben estar avalados por una SGR y deberán ser depositados mediante un endoso a favor de una entidad autorizada por la Comisión, a solicitud del depositante y por cuenta y orden del cliente. Su negociación podrá ser individual o bien agrupada en lotes.

4.3 Caución Bursátil

Dentro de la operatoria del mercado de capitales encontramos las operaciones de contado y las de plazo. Estas últimas son aquellas que, concertadas en una fecha dada, se liquidan en un período superior al de contado (48 hs., T + 2).

El Pase es una operación a plazo que consiste en un solo contrato instrumentado en una o más liquidaciones, que consiste en la compra o venta de contado o para un plazo determinado de una especie, y la simultánea operación inversa de venta o compra de la misma especie, para un mismo comitente y en un vencimiento posterior.

La Caución es un pase en el cual el precio de venta de contado es inferior al de cotización y resulta de los aforos que fija periódicamente el directorio de ByMA. Por lo tanto, el precio de la venta a plazo será superior al precio de contado. Es una operación financiera garantizada con valores negociables. ByMA administra y monitorea el nivel de garantías durante el plazo de vigencia de la operación.

Las cauciones bursátiles son tomas o colocaciones de dinero a muy corto plazo en pesos y/o dólares estadounidenses. Se realizan entre los 7 y los 120 días, garantizadas por el mercado de valores.

El colocador de efectivo, el inversor, realiza la operación a cambio de un interés pactado a un plazo determinado con la garantía del mercado.

El tomador, deudor, deja, en garantía del repago de los fondos tomados, títulos en custodia del mercado de valores. Como el precio de estos puede variar, van a ser tomados a un valor inferior al precio de cotización. Es decir, van a ser aforados. Ese aforo lo va a determinar el mercado de valores. Los fondos tomados por el deudor representarán un porcentaje del valor de cotización de los títulos en garantía. Este porcentaje lo determinará ByMA periódicamente.

Ejemplo:

Un inversor cuenta con acciones que tienen un valor de mercado de \$100.000,00 y un aforo establecido por el mercado del 80 %. La tasa de interés es del 10 %. Si el inversor decide utilizar estos títulos como garantía para hacerse de fondos, percibirá la suma \$ 80.000,00 y, en la fecha de vencimiento pactada con un mínimo de 7 días y un máximo de 120, deberá devolver los \$ 80.000,00 más los intereses; en este ejemplo \$ 8000,00 (Caución Tomadora).

Veamos el caso de un inversor que tenga un excedente de fondos y quiera realizar una colocación en el cortísimo plazo. Siguiendo con el mismo ejemplo del párrafo anterior, suponiendo que disponga de fondos por \$80.000,00, al vencimiento dispondrá del capital invertido más los \$8000 de interés (Caución Colocadora).

Los ejemplos anteriores fueron sin considerar los costos de la operatoria, ni tampoco el eventual margen de garantía que le pueda solicitar el agente al tomador de la caución en caso de considerar que el riesgo de las variaciones en la cotización de los títulos no alcance para cubrir los fondos tomados, más allá del aforo.

Para realizar este tipo de operaciones es necesario tener una cuenta comitente en un ALyC (Agente de Liquidación y Compensación) o a través de un Agente de Negociación, en el marco de la legislación vigente que regula el mercado de capitales.

Cabe aclarar que la entrega de títulos en garantía por la toma de fondos no representa pérdida alguna de los derechos del tenedor original de los títulos en lo que respecta al potencial pago de dividendos u otro beneficio. Esta operatoria no representa un cambio de titularidad; simplemente, es una inmovilización de los valores hasta que se cancele el repago de la deuda en el plazo pactado.

La Caución Bursátil representa una buena alternativa de inversión en el cortísimo plazo con la finalidad de no mantener el dinero ocioso, y de financiación ágil sin tener que desprenderse de los títulos.



○ 5. Derivados financieros

5.1 Concepto de Derivado

Los “derivados” son instrumentos financieros cuyo valor deriva del precio de otro activo, denominado “subyacente”. Un Derivado comprende un contrato por medio del cual se compra/vende una determinada cantidad del activo subyacente, a un precio pactado, en un momento futuro.

En la actualidad, los activos subyacentes que poseen los derivados que se negocian en la Argentina son variados y están en línea con la creciente demanda del público inversor ante un contexto de marcada volatilidad que favorece la negociación de este tipo de instrumentos.

La clasificación que se realiza generalmente los encuadra dentro de los derivados financieros o dentro de los derivados de *commodities*. Los activos subyacentes son diversos, según lo que se puede observar a continuación:

- Financieros: divisas, tasas, bonos, Lebacs, acciones e índices accionarios.
- *Commodities*: oro, petróleo, ganado, granos e índices de granos.

5.2 Tipos de derivados

• Opciones

Son contratos, mediante los cuales el comprador (tenedor) tiene el derecho a comprar/vender una determinada cantidad del activo subyacente a un determinado precio en, o hasta, una fecha establecida. La contraparte del tenedor será el lanzador, quien estará obligado a vender/comprar al precio establecido si el primero ejerce la opción.

Dado que los tenedores de opciones tienen el derecho a comprar/vender, encontrándose en una posición de ventaja según sea el precio del subyacente de mercado, pagan lo que se denomina “prima”, que es el precio de negociación de la opción. Su contraparte, el lanzador, al estar obligado a vender/comprar el activo subyacente de acuerdo con si le ejercen la opción, es quien recibe en compensación esta prima.

Las opciones se pueden clasificar en dos tipos, según el derecho que otorgan, a saber:

- Opciones *call*: aquellas que brindan el derecho a comprar.
- Opciones *put*: las cuales otorgan el derecho a vender.

• Swap

Son contratos, mediante los cuales dos partes se comprometen a intercambiar flujos de dinero en fechas futuras. Los *swaps* más negociados son los de tasa de interés, mediante los cuales se intercambia un flujo a tasa fija por otro a tasa variable, y los de moneda, los que permiten intercambiar pagos en pesos por, por ejemplo, pagos en dólares.

Los swaps son muy utilizados en la actividad bancaria, ya que brindan cobertura ante la incertidumbre de los flujos de fondos provenientes de préstamos. En este sentido, una entidad puede otorgar préstamos a tasa fija y, en un contexto de tasas en alza, convertir su flujo a tasa variable mediante la adquisición de un swap.

- **Futuros**

Son contratos, mediante los cuales dos partes se comprometen a comprar/vender una cierta cantidad de un determinado activo, a un precio pactado, en una fecha futura. En este sentido, una de las partes se asegurará la compra, y la otra, la venta, al precio acordado. Los contratos de Futuros se negocian en mercados organizados, donde las especificaciones de estos se encuentran estandarizadas, y es el mercado el que garantiza las operaciones a través de un esquema de garantías. El principal mercado de Futuros de Dólar en la Argentina es el Rosario Futures Exchange (ROFEX).

- **Forward**

Un *Forward* es un contrato similar a un futuro, pero negociado entre partes y por lo general su negociación no se efectúa en un mercado organizado. Si bien tiene la ventaja, frente a los Futuros, de otorgar una mayor flexibilidad en cuanto a las especificaciones (cantidad del subyacente, fecha de vencimiento, entre otras cuestiones), su desventaja radica en que el comprador/vendedor asume el riesgo de contraparte en función de que no existe mercado que asegure la operación.

5.3 Características de los contratos de Futuros de dólar en Rofex

En Rofex, los contratos tienen como subyacente una canasta compuesta por u\$s 1000. Es decir que la compra/venta de 1 contrato supone la compra/venta de u\$s 1000. Se señala que en la negociación de Futuros no es necesaria la entrega de la cantidad de subyacente que tiene implícito el contrato, sino que sólo se abona una comisión (que puede estar en torno a u\$s 1 por contrato en el mercado local) y se aporta una garantía inicial (es un porcentaje del subyacente y se puede integrar tanto en dinero como en títulos valores) que se devuelve al término de la operación. Por su parte, lo único que se negocia es el precio del dólar a futuro, con fechas de vencimientos de cada contrato el último día hábil de cada mes.

Es importante destacar que, una vez que se compra/vende dólares a futuro, no es necesario esperar hasta el vencimiento para cerrar la posición. En este sentido, el cierre de una posición tanto compradora como vendedora se puede efectuar de dos maneras:

- Al vencimiento, cuando el mercado cierra la posición automáticamente.
- Antes de su vencimiento, tomando una posición contraria a la adquirida al inicio y sobre el mismo mes de vencimiento (esto es, si se compraron 100 contratos con vencimiento en diciembre, se deberá vender la misma cantidad de contratos de similar vencimiento).

Por último, la liquidación de los contratos de dólar se realiza por diferencias (cash settlement, tal su denominación en inglés). Esto quiere decir que el cierre de posición no implicará la/el entrega/recibo de los u\$s1000 que integran el subyacente, sino que sólo se entregará/recibirá la diferencia entre el precio de adquisición del contrato y el precio al que se cierra la posición.

A continuación se presentan un ejemplo de compra y otro de venta con el objeto de brindar una mayor claridad sobre la operatoria:

✓ *Compra de Futuro de dólar*

Cantidad de contratos: 1000.

Vencimiento: diciembre de 2018.

Día de compra: 10 de agosto de 2018 (apertura de la posición).

Día de venta: 28 de agosto de 2018 (se supone el cierre antes de su vencimiento).

Precio de compra: \$ 32.

Precio de venta (se debe vender para cerrar una posición comprada): \$ 35.

Cálculo

$$(PV - PC) * Q * 1000$$

Donde

PV: precio de venta

PC: precio de compra

Q: cantidad de contratos

Entonces

$$(35 - 32) * 1000 * 1000 = \$ 3.000.000.-$$

Una suba de precio del futuro supondrá una ganancia para el comprador del contrato. En este caso, la ganancia es de \$ 3.000.000.

✓ *Venta de Futuro de dólar*

Cantidad de contratos: 1000.

Vencimiento: febrero de 2019.

Día de venta: 10 de agosto de 2018 (apertura de la posición).

Día de compra: 6 de septiembre de 2018 (se supone el cierre antes de su vencimiento).

Precio de venta: \$ 34.

Precio de compra (se debe comprar para cerrar una posición vendida): \$ 33,90.

Cálculo

$$(PV - PC) * Q * 1000$$

Entonces

$$(34 - 33,90) * 1000 * 1000 = \$ 100.000.-$$

En contraste con el ejemplo anterior, una baja de precio del Futuro supondrá una ganancia para el vendedor del contrato. En este caso, la ganancia será de \$100.000.

Se puede observar en los ejemplos que la parte que tenga expectativas de suba del subyacente tomará una posición comprada, es decir, comprará a futuro, ya que el contexto previsto le aportará una ganancia. Por el contrario, la parte que tenga expectativas de baja deberá vender Futuros, ya que dicho posicionamiento le brindará ganancias si se cumplen sus perspectivas.

En este sentido, es importante destacar que la especulación con Futuros tiene un importante efecto apalancamiento. Tomando como ejemplo la compra, para obtener una ganancia de \$ 3.000.000 sin la operativa con Futuros se tendría que haber invertido \$32.000.000. En cambio, accediendo al mercado de derivados, la única inversión serán las comisiones (u\$s 1.000 si consideramos u\$s 1 por contrato). Las garantías a aportar al inicio, dado que se pueden integrar con otros activos que se tienen en cartera (plazo fijo, cuotas partes de FCI, Letes, etc.) podrían ser excluidas del cálculo.

Una vez expuesta la operativa, se explicará a continuación la utilización de Futuros como cobertura, la cual brinda una evidente ventaja para un eficiente manejo del flujo de caja en un contexto de incertidumbre cambiaria y volatilidad del tipo de cambio. En este sentido cabe destacarse que cada vez más empresas optan por cubrir su exposición al riesgo de tipo de cambio, el que se vincula a la tenencia de ingresos y egresos en distinta moneda.

5.4 Ejemplo del uso de Futuros como cobertura – Vinculación con la economía real

- **Cobertura compradora**

Un importador recibirá a fin de diciembre de 2018 mercadería por un valor de u\$s1 millón, los cuales venderá en el mercado local en pesos. Dado que deberá afrontar dicho pago en divisas norteamericanas y no desea estar expuesto al riesgo de tipo de cambio (en su caso, esto es que la cotización de la divisa aumente considerablemente hacia el día de la entrega de la mercadería), opta por cubrirse comprando dólares a futuro. La operación se realizará de la siguiente manera:

- El día que se efectúa la cobertura

Cantidad de contratos a comprar: 1.000 (cada contrato se compone de una cartera de u\$s1000).

El precio al cual cotiza en el mercado de Futuros el contrato con vencimiento a fin de diciembre de 2018 es de \$ 32, por lo cual lo compra a dicho precio.

- El día de vencimiento del contrato (día que recibe mercadería y debe abonarla)

Escenario de Suba del Tipo de Cambio – Dólar contado y dólar futuro cotizan a \$37

Mercado de contado - 37.000.000.- (1)

Mercado de futuros + 5.000.000.- (2)

Resultado: - 32.000.000. Erogación final por la adquisición de u\$s1 millón.

(1) Importador compra dólares en la plaza cambiaria local a \$ 37.

(2) Se cierra posición comprada $(37 - 32) * 1000 * 1000 = + \$ 5.000.000.-$

Escenario de Baja del Tipo de Cambio - Dólar contado y dólar futuro cotizan a \$30

Mercado de contado - 30.000.000.- (1)

Mercado de Futuros - 2.000.000.- (2)

Resultado: - 32.000.000.- Erogación final por la adquisición de u\$s 1 millón

(1) Importador compra dólares en la plaza cambiaria local a \$30.

(2) Se cierra posición comprada $(30 - 32) * 1000 * 1000 = - \$ 2.000.000.-$

Obsérvese que, cualquiera sea la cotización del dólar el día que deba abonar la mercadería (el día de vencimiento del contrato), la situación para el importador será similar, ya que siempre tendrá una salida de dinero por \$32 millones. Asimismo, obsérvese que esta erogación comprende un tipo de cambio implícito de \$32 por dólar, el cual es la cotización de dólar a futuro que pactó el día que efectuó la cobertura. Es decir, al día de efectuar la cobertura ya puede saber cuánto será la cotización implícita de la operación.

• Cobertura vendedora

Un exportador pacta la venta de mercadería a un importador alemán, siendo el pago de u\$s 2 millones a recibir a fin de enero de 2019. En función de que no desea que una eventual baja del tipo de cambio perjudique su posición en relación con los costos en pesos que afronta en la producción, decide cubrirse vendiendo dólares a futuro. La operación se realizará de la siguiente manera:

- El día que se efectúa la cobertura

Cantidad de contratos a vender: 2.000 (cada contrato se compone de una cartera de u\$s1000).

El precio al cual cotiza en el mercado de Futuros el contrato con vencimiento en enero de 2019 es de \$33, por lo cual vende a dicho precio.

- El día de vencimiento del contrato (día que recibe los dólares)

Escenario de Suba del Tipo de Cambio – Dólar contado y dólar futuro cotizan a \$35

Mercado de contado + 70.000.000.- (1)

Mercado de Futuros - 4.000.000.- (2)

Resultado: + 66.000.000.- Ingreso final por la venta de u\$s2 millones

(1) Exportador vende dólares en la plaza cambiaria local a \$35.

(2) Se cierra posición vendida $(33 - 35) * 2000 * 1000 = - \$4.000.000.-$

Escenario de Baja del Tipo de Cambio - Dólar contado y dólar futuro cotizan a \$30

Mercado de contado + 60.000.000.- (1)

Mercado de futuros + 6.000.000.- (2)

Resultado: + 66.000.000.- Ingreso final por la venta de u\$s2 millones

(1) Exportador vende dólares en la plaza cambiaria local a \$30.

(2) Se cierra posición vendida $(33 - 30) * 2000 * 1000 = + \$6.000.000.-$

En este caso también se observa que, cualquiera sea el tipo de cambio el día que reciba los dólares (el día de vencimiento del contrato), la situación para el exportador será similar, ya que siempre tendrá un ingreso de \$66 millones. Asimismo, este ingreso comprende un tipo de cambio implícito de \$33 por dólar, el que es la cotización de dólar a futuro que pactó el día que efectuó la cobertura.

○ 6. El proceso de titulización

6.1 Concepto

La “titulización” o “securitización” es un procedimiento por el cual determinados activos poco líquidos (reales o financieros) son transformados en activos más líquidos para su negociación en el mercado de capitales. Consiste en agrupar determinados activos o derechos de cobro según ciertas condiciones de homogeneidad (por ej.: campos, ganado, sembradíos, derechos de cobro, flujos de fondos futuros, etc.); estos se transfieren a un patrimonio separado, formando un “paquete”, a través del cual se consiguen fondos del mercado mediante la emisión de títulos valores que se colocan entre los inversores y dan derecho de participación sobre esos activos, o cuyo pago está respaldado por los mismos.

Desde un punto de vista económico, la “titulización” provoca dos efectos positivos:

- Acelera el flujo de distintos negocios, obteniendo recursos líquidos y derivando a terceros el riesgo implícito en los activos ilíquidos; es decir que acelera positivamente la rotación de la inversión facilitando la obtención de un adecuado y programado fondeo.
- Permite la incorporación al mercado de capitales de inversiones y de inversores que de otra forma no podrían hacerlo.

En este proceso es clave el *due diligence*, especie de auditoría intensiva que permite la revisión completa de los agentes que intervienen en la operación y de los documentos que se incorporan al negocio (Erpen, C.12). Otro aspecto importante es la recopilación de información histórica (*Track record*) y el seguimiento luego de la emisión, ya que en ellos se basará la calificación de riesgo obtenida.

“Securitizar” una obligación es representarla con un título. No toda técnica de financiamiento mediante títulos valores conlleva la característica de transformar activos inmovilizados en activos líquidos; tal es el caso, por ejemplo, de las Obligaciones Negociables (con garantías sobre el total del patrimonio de la empresa), ya que en ellas, aun cuando el objetivo perseguido es la obtención de recursos, la garantía de repago está localizada en la solvencia económica del emisor y no en el activo que ha de servir de respaldo a la emisión, objetivo básico de la securitización.

El proceso de titulización es de tal importancia en el desarrollo del mercado de créditos que obliga a repensar el rol de la banca en el mercado.

La titulización pone en contacto directo a los inversores con los tomadores de dinero. El banco hace de mediador, pero no asume el riesgo crediticio, ya que la contingencia queda en cabeza del tenedor final del título. Mediante este proceso, se suprime el margen por intermediación, eliminando los spreads bancarios, reduciendo los financieros, y acercando la tasa activa a la pasiva, mientras que el costo del banco se determina como un porcentaje fijo por la administración de los fondos fiduciarios.

Este accionar debería conducir a la reducción del costo de financiamiento para créditos futuros. De esta manera, el negocio bancario se acercaría más a una actividad de prestación de servicios, siendo las comisiones, en lugar del *spread*, la principal fuente de ingresos de las entidades financieras (Pavel, 2009).

El fenómeno de la globalización a escala mundial ha creado el escenario propicio para el desarrollo de la securitización, al incorporar nuevos instrumentos en las economías de cada país.

Instrumentos orientados al proceso de titulización

En nuestro país, los instrumentos utilizados en el proceso de titulización de activos son la Ley de Financiamiento Productivo N° 27.440 y el Código Civil y Comercial de la Nación, a los cuales suele agregarse a las sociedades de objeto específico (Ley 19.550). Estas últimas, sin embargo, en sí mismas no producen el efecto de separar el activo cedido del suyo propio, debiendo apelar al fideicomiso financiero o a la constitución de Fondos Comunes de Inversión para crear un patrimonio separado que aisle el riesgo crediticio.

La titulización podría llevarse a cabo mediante la estructuración de, básicamente, tres modelos:

- **Pay-through securities:** los títulos se contabilizan como deuda en los estados contables de la emisora y el flujo de fondos que garantizan las securities es reconfigurado y afectado al pago de los títulos valores.
- **Asset-backed securities:** constituyen una deuda para la emisora, quien la registra como tal en sus libros, haciendo lo propio con los activos afectados a la securitización, asemejándola a una financiación normal con garantía real. Esta modalidad se identificaría con las Obligaciones Negociables con garantía especial.
- Hacia 1995, luego de promulgada la Ley 24.441, se presentó un caso atípico respecto de las tres estructuras teóricas básicas conocidas internacionalmente. Ciertas dudas respecto del tratamiento tributario demoraron la implementación del pass-through, haciendo que se optara por una forma intermedia. El mecanismo se diseñó sobre la base de un fideicomiso unilateral (no permitido desde 1998) y dio origen a la obligación negociable fiduciaria. El punto clave de la ingeniería consiste en separar la garantía del título emitido, del balance del emisor mediante la implementación de un fideicomiso de garantía. Así, los bienes fideicomitidos quedan protegidos de la potencial quiebra del emisor y de los fiduciarios administradores.
- **Pass-through securities:** los inversores reciben todos los beneficios y asumen todos los riesgos de los activos integrados. Los títulos emitidos no son contabilizados como deuda en los estados contables de la emisora; los contabiliza el mismo instrumento. Puede sostenerse en dos figuras jurídicas que le dan sustento:
 - ✓ Fondos Comunes Cerrados (FCC): emiten cuotas de renta (instrumentos de deuda) y cuotas de condominio (instrumentos de capital).
 - ✓ Fideicomisos Financieros (FF): emiten títulos de deuda (instrumentos de deuda) y certificados de participación (instrumentos de capital).

Estas estructuras tienen características que las diferencian; según las necesidades de la empresa se considerará cuál será la más adecuada para utilizar.

○ 7. Fideicomiso

El Fideicomiso es uno de los tipos de contratos comerciales vigentes tanto en nuestra jurisprudencia como en la de la mayoría de los países. Sus orígenes se remontan al Imperio Romano y ha sido utilizado a lo largo de la historia como forma de resguardo de los bienes⁶. Su gran secreto ha sido la separación de la propiedad del bien de su uso, permitiendo que puedan ser propiedad de un administrador, pero sujeto a un uso y destino especificados de antemano por quien lo entrega.

Como simple ejemplo, para el caso de un Fideicomiso inmobiliario, el propietario de una parcela de tierra, al que llamaremos Juan, la transfiere a un Fideicomiso que administra Pedro con el objeto y la condición de que en la misma se construya un edificio, y que una vez finalizado se le entregue una parte del mismo. La parcela deja de ser propiedad de Juan, pero no le pertenece a Pedro, sino a una nueva figura llamada “Fideicomiso”. Esto aísla el riesgo de los participantes (Juan y Pedro) del negocio a realizar (la construcción de un edificio).

En la Argentina, el Fideicomiso fue establecido en el Código Civil de Vélez Sarsfield de 1869 (Título VII Dominio Imperfecto, arts. 2661 y siguientes). Ante la ausencia de normas que evitaran la doble imposición, cayó en desuso hasta que la Ley 24.441, llamada “de Financiamiento de la Construcción y la Vivienda”, lo actualizó y lo puso nuevamente en vigencia en 1994 con gran repercusión. Finalmente, el nuevo Código Civil y Comercial de la Nación (CCCN) lo incorporó en su texto (capítulos 30 y 31 del Título IV -artículos 1666 al 1707), dándole mayor raigambre.

Complementariamente, la Comisión Nacional de Valores ha reglamentado en sus “Normas” todo lo aplicable al Fideicomiso financiero. Existe además un tratamiento por parte del Banco Central de la República Argentina y también jurisprudencia y doctrina sobre varios puntos⁷. También hay un avanzado tratamiento tributario por parte de la Administración Federal de Ingresos Públicos y por las distintas direcciones de rentas provinciales.

El Código Civil y Comercial se encarga, como dijimos, de definir el Fideicomiso y delinear los principales rasgos de la operatoria al expresar:

“Artículo 1667: Hay contrato de fideicomiso cuando una parte, llamada fiduciante, transmite o se compromete a transmitir la propiedad de bienes a otra persona denominada fiduciario, quien se obliga a ejercerla en beneficio de otra llamada beneficiario, que se designa en el contrato, y a transmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomisario”.

Desmenuzando esta definición, notamos que contiene muchos puntos que resultan importantes. En primer término, determina que hay tres figuras centrales:

- ✓ Fiduciante, que será quien entregue el bien en propiedad fiduciaria. Es el que constituye el Fideicomiso, integrando en él cualquiera de los bienes que se encuentran en el comercio, incluso universalidades (aunque no pueden serlo las herencias futuras). En el caso de un Fideicomiso inmobiliario, por ejemplo, podría ser fiduciante el dueño del terreno en el que se piensa construir el edificio.

⁶ Entre muchas otras, *fideicommissum* romano, la ley de manos muertas eclesiástica de 1217, la ley de usos inglesa de 1534, ley de *trusts* estadounidense, etc.

⁷ Ver *Digesto Práctico La Ley*.

- ✓ Fiduciario es quien se encargará de administrar los bienes del Fideicomiso. Recibe el mandato y se compromete a realizar la operación. En nuestro ejemplo inmobiliario, y con sujeción a las limitaciones que le imponga el Contrato de Fideicomiso, el Fiduciario deberá llevar adelante la obra (por sí o por terceros) y vender los departamentos una vez que esta termine.
- ✓ Beneficiario es quien recibirá los beneficios y el que recibe los bienes objeto del Fideicomiso. En este caso, puede ser el “comprador en el pozo” del departamento a construirse.
- ✓ Fideicomisario es quien recibe los bienes remanentes en el patrimonio fideicomitado al finalizar el Fideicomiso, esto es, aquellos que sobren luego que el Fiduciario haya cumplido con todas las obligaciones, fueran ellas legales, reglamentarias o contractuales. Si no fuera designado, podría tomar su papel el Fiduciante u otra persona que se especificara.

Hay tres términos adicionales muy importantes en la definición del Artículo 1667, que no corresponden a los participantes del fideicomiso, sino a las condiciones de ejecución. Ellos son:

- ✓ El Fiduciante “*transmite o se compromete a transmitir la propiedad de bienes*”. Esto significa que el Fideicomiso es válido aun cuando no se entreguen los bienes, salvo en aquellos casos en los que la transmisión de los mismos deba realizarse por instrumento público, en cuyo caso el contrato igual valdrá pero sólo como promesa de transferirlos.
- ✓ El Fiduciario debe transmitir la propiedad fiduciaria “*al cumplimiento de un plazo o condición*”, que deberán estar especificados en el contrato de Fideicomiso. Una condición puede ser la habilitación municipal del edificio de nuestro ejemplo, mientras que el plazo puede estipularse, o no, haciendo el plazo máximo de 30 años.
- ✓ El “*beneficiario, se designa en el contrato*”, por lo que debe estipularse al menos genéricamente de quién se trata. Puede existir o no al tiempo del otorgamiento del contrato, pero en este último caso deben constar los datos que permitan su individualización.

También el Artículo 1667, al referirse a “una persona”, está indicando que los participantes pueden ser tanto personas humanas como personas jurídicas. Finalmente, también indica que el Fiduciario queda obligado a ejercer la propiedad en beneficio del Beneficiario y, al finalizar, transmitir los bienes luego del plazo o condición estipulada.

Si bien esta es la estructura básica, para que el Fideicomiso cobre vida existen otros roles que deberán cubrirse, relacionados con actividades complementarias. Para verlo más claramente, analicemos el esquema secuencial de la Figura 1⁸, que nos muestra un Fideicomiso básico, en el que se detallan la mayoría de los participantes, aunque por razones de simplicidad se omiten otros, como son las calificadoras de riesgo, por ejemplo.

Podemos ver que se trata de un Fideicomiso ordinario, ya que no emite títulos valores y por lo tanto no es financiero. Antes de describir a cada participante conviene aclarar que, en muchas estructuras más pequeñas, distintos participantes cubren más de un papel. Por ejemplo, es frecuente que el Desarrollador coincida con el Organizador y hasta a veces con el Auditor, o que el Asesor Impositivo coincida con el Contable.

También es posible que alguna o algunas de las figuras sean desdobladas en dos o más participantes. Así puede haber un Asesor Legal del Organizador, otro del Fiduciario y otro, por ejemplo, para legislación extranjera.

⁸ Extraída de Introducción al Negocio Fiduciario, Fortino (2006).

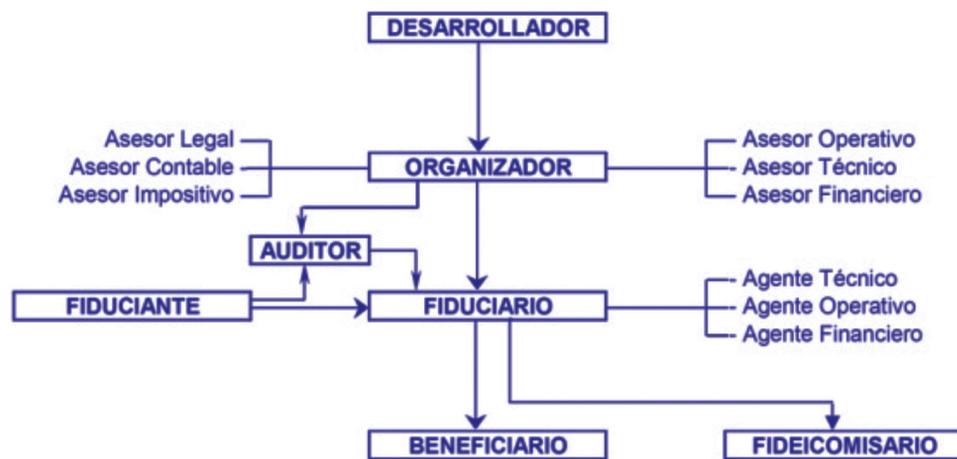


Figura 1 [Tomada de Fortino (2006)]

Yendo ahora a la Figura 1, podemos ver en primer término al Desarrollador, que es quien pensó inicialmente el negocio y, conociendo cómo funciona la industria en cuestión (inmobiliaria, eléctrica, crediticia, etc.), hace un boceto de la transacción y de las ventajas y desventajas del negocio.

Con estos mínimos elementos, el Desarrollador podrá comenzar a buscar un Organizador para este negocio, quien será la figura central a cubrir, dado que coordinará los distintos aspectos y a los diversos participantes involucrados, por lo que deberá contar con la necesaria experiencia, que le permita no sólo entender el negocio, sino sobre todo tener la capacidad para llevarlo a la práctica.

Cuando hablamos de Organizador, en general, estamos pensando en una figura institucional, cubierta la mayoría de las veces por un banco. También muchas veces este rol es tomado por la sociedad fiduciaria de una institución financiera, aunque cada vez es más común encontrar personas físicas, sobre todo en fideicomisos pequeños.

El Organizador deberá analizar el negocio, desmenuzando cada componente y las distintas alternativas posibles, listando tanto las favorables como las desfavorables o riesgosas. En primer término, verá la información brindada por el Desarrollador y comprobará su validez y consistencia. Si resulta aceptada, una vez designado deberá realizar, por sí o por terceros, el plan de negocios para llevar a la práctica la idea del Desarrollador.

En este nivel se define si se realizará un Fideicomiso ordinario o financiero, con o sin oferta pública. También se fijarán las formas de operación y se redactarán manuales operativos que deberán contemplar todos los aspectos en danza. Desde ya que los temas tributarios serán considerados de manera de hacer más eficiente la estructura, así como también los aspectos contables y financieros.

Como marco general de la operación deberá redactarse el Contrato de Fideicomiso, contemplando los alcances del mandato fiduciario y los resguardos que tendrán los participantes (Fiduciantes, Beneficiarios, etc.). Este punto es central para evaluar el riesgo global de la transacción y tendrá una incidencia fundamental en la calificación de riesgo de todo el negocio.

Para llevar adelante estos aspectos, el Organizador contará con expertos en cada una de las ramas descriptas. En aquellos casos en los que no los tuviera, contratará a terceros especialistas en cada uno de los temas.

Determinados todos estos aspectos técnicos, el Organizador deberá estructurar la transacción. La tarea de estructuración, de la cual forman parte también todos los asesores descritos, comprende además el diseño de los instrumentos que lleven a la práctica el negocio. En este sentido, deberá determinarse, entre otros, el tipo de Fideicomiso a utilizar, la mejor forma de garantizar a los participantes la manera de realizar las obras y todo otro aspecto necesario para llevar adelante la operación.

Con esa idea en mente, el Organizador deberá seleccionar al Fiduciante y al Fiduciario. También, y de acuerdo con cómo se realice la operatoria, quedarán determinados el Beneficiario y el Fideicomisario.

Características fundamentales del Fideicomiso argentino

La Ley de Fideicomiso incorporó, entre otros puntos, dos cuestiones que resultaron fundamentales para el desarrollo de los fideicomisos en la Argentina: el *patrimonio separado* y el *fideicomiso financiero*.

Ya el antiguo *use inglés* aplicaba en el siglo XVI la separación patrimonial de los bienes fideicomitados, que debían utilizarse para el fin específico por el cual se transmitían. Este concepto, que puede parecer irrelevante, es el que amplía notablemente la seguridad de las estructuras fiduciarias.

Cuando un bien se transmite en propiedad fiduciaria, alcanza una categoría diferente a la de los demás bienes, ya que no se encuentra en el patrimonio del Fiduciante (porque ya lo transmitió), ni en el del Beneficiario (que todavía no lo recibió). La propiedad la ejerce el Fiduciario, pero con dos condicionantes básicos: i) la debe utilizar para el fin establecido en el contrato de Fideicomiso, y ii) no forma parte de su patrimonio, sino que es un patrimonio separado.

De esta manera, los bienes quedan a resguardo de los inconvenientes que pudieran tener las partes involucradas. En otras palabras, sucesos extremos, como la quiebra o el fallecimiento del Fiduciante, del Fiduciario o del Beneficiario, no afectan ni atacan los bienes fideicomitados. Por ello, la figura del Fideicomiso permite que los bienes puedan mantenerse protegidos frente a las contingencias que pudieran tener los participantes. Para cualquier negocio que desee realizarse a mediano o largo plazo, esta característica resulta muy interesante, ya que evita tener que contemplar el riesgo crediticio de los demás involucrados a lo largo del tiempo⁹.

Utilizando el ejemplo inmobiliario, si el propietario del terreno en el que se construirán las viviendas fuera una pequeña empresa con algunos problemas económicos, y el Fideicomiso debiera utilizar, por ejemplo, un plazo de 5 años para recuperar lo invertido, la estructuración fiduciaria nos aseguraría que, aunque la empresa fuera a la quiebra, el terreno no podría ser destinado a otro fin ni quitado de este negocio. Es fácil ver el riesgo que se elimina cuando comienza a construirse el edificio y la estructura queda incorporada al terreno sobre el cual se construye. ¿Qué pasaría si el terreno debiera transferirse a un acreedor de la empresa porque esta se declaró en convocatoria de acreedores? ¿Qué parte de lo construido sería del inversor que aportó los fondos para la construcción?¹⁰

Sin duda esto debería ser resuelto entre las partes o en un tribunal público. Al inversor, en principio, deberían reconocerle parte de lo invertido, pero ¿cuánto es? Esta incertidumbre o riesgo haría que los inversores o bien no ingresaran al negocio, o bien solicitaran un rendimiento muy alto para participar.

Vemos entonces con este ejemplo simple la importancia de tener un patrimonio separado. Esto se vuelve más cierto cuando se trata de fideicomisos cuyos bienes están compuestos por activos que no existen en la actualidad, como es el caso de los peajes futuros de rutas concesionadas, por ejemplo.

⁹ Siempre se deben considerar las limitaciones propias del instrumento, como ser que la transmisión fiduciaria debe haber sido genuina, sin actos ilegítimos y, además, debe haberse perfeccionado con la transmisión fiduciaria de los bienes fideicomitados.

¹⁰ Está claro que los frutos que le correspondan al Fiduciante en convocatoria por su participación en el fideicomiso correrán la suerte del resto de sus bienes, incorporándose al proceso de quiebra, pero sin afectar la evolución del Fideicomiso.

Un segundo aspecto trascendental del Fideicomiso argentino es la posibilidad que brinda de crear los llamados “fideicomisos financieros”. Estas son estructuras fiduciarias que permiten la captación del ahorro a través de la oferta pública, previa autorización de la Comisión Nacional de Valores. También pueden emitirse sin oferta pública con las limitaciones del caso.

El Administrador Fiduciario puede emitir certificados de participación o títulos de deuda que tengan como respaldo el patrimonio fideicomitado. Los títulos-valores pueden venderse a los inversores que aportan así el capital necesario para desarrollar un negocio. La operatoria se denomina “titulización” y también es conocida por la acepción en inglés securitization, a veces también mencionada como “securitización”.

Detengámonos ahora por un momento en el análisis de la operatoria. En primer lugar debe notarse que, si equiparásemos el Fideicomiso con una empresa, los títulos de deuda del Fiduciario serían equivalentes a las obligaciones negociables de la firma, mientras que los certificados de participación podrían asimilarse, con algunas restricciones, a las acciones de una sociedad anónima. Las mencionadas restricciones tienen que ver, en general, con las condiciones que se estipulen en la cláusula de emisión de los certificados y sobre todo con los diferentes derechos políticos que otorgan unos y otros.

En segundo término, también puede verse que existe la posibilidad de emitir varias series o clases tanto de títulos como de certificados, otorgando condiciones de emisión diferentes a cada una de ellas. Este mecanismo permite, por ejemplo, establecer distintas prioridades en el pago de los títulos, dando lugar a los títulos-valores subordinados y los privilegiados, que son la base del diseño de la estructura fiduciaria.

Los fondos recibidos por la colocación de los títulos-valores ingresan al patrimonio del Fideicomiso y deben usarse de acuerdo con lo que establezca el contrato de Fideicomiso respectivo. Esto garantiza al inversor la seguridad y el respaldo legal acerca de la acción del Fiduciario. También de esto se deduce la importancia de contar en la estructura con un administrador fiduciario que, además de profesional, asegure el cumplimiento del contrato de Fideicomiso. De allí que la Comisión Nacional de Valores haya creado un registro especial para aquellos que, sin ser entidades financieras, quieran actuar como fiduciarios financieros.

Finalmente puede notarse que la legislación, al ser amplia, permite diseñar estructuras a la medida de cada negocio en particular, logrando los mejores resultados en cuanto a seguridad y operatividad del fideicomiso.

A todas las características señaladas para el Fideicomiso financiero, debe agregarse la posibilidad que brinda la Ley de Fideicomiso en el sentido de poder incorporar al patrimonio fideicomitado bienes inexistentes en la fecha de constitución del Fideicomiso y que sólo podrán incorporarse en el futuro.

En este sentido, es posible, por ejemplo, destinar a un fideicomiso financiero el ingreso futuro que percibirán las cabinas de peaje de un puente que será construido o ampliado. En la fecha de realización del Fideicomiso, ese “ingreso por peaje” no existe, pero la seguridad que brinda la aplicación de una parte de los fondos cobrados del peaje sólo al pago de los títulos de deuda y/o certificados de participación hace que los mismos puedan ser vendidos en oferta pública con una tasa de descuento y un plazo de repago razonable.



○ 8. Warrants

La mejor definición del *warrant* es, a la vez, la más simple: básicamente, se trata de un título de crédito emitido sobre mercaderías en depósito.

El *warrant* es un instrumento de crédito por el cual el productor entrega su mercadería como garantía y recibe a cambio un certificado de depósito que puede utilizarse como garantía para obtener un préstamo por un plazo máximo de 180 días, aunque puede ser renovable.

El marco jurídico de este instrumento financiero se da bajo la Ley Nº 9.643 y, a pesar de haber sido creado en 1914, durante 40 años quedó en desuso producto de la inflación. Sin embargo, las cosas cambiaron a partir de 1991 y recuperó su brillo, que lamentablemente volvió a disminuir durante la crisis de 2001/2002.

El despegue que lentamente comenzó a tener el *warrant* en la Argentina se refleja en el hecho de que estén participando del negocio compañías internacionales especializadas en el tema, bancos de primera línea y también empresas ligadas sobre todo al negocio agropecuario.

En los últimos años quedó probada la nobleza del *warrant*, que demostró ser un instrumento ágil y seguro, tanto para prestar fondos como para recuperar el crédito, por lo que cada vez cuesta menos imponerlo en el mercado. Prueba de ello es que, antes de la crisis de 2002 a partir de la cual todos los instrumentos financieros entraron en un “*freezer*”, la lista de bancos que aceptaba dar crédito con *warrants* iba creciendo velozmente.

¿Para qué sirve el *warrant*? Por un lado, este instrumento permite a los productores amortiguar las bajas estacionales de precios originadas en los excesos de oferta. De esta manera, se obtiene financiamiento a partir de un capital de trabajo que, de otro modo, queda atesorado en mercaderías sin brindar ningún servicio o, peor aún, debe ser malvendido a precios deprimidos.

Por otra parte, los bancos que toman este certificado de depósito se hacen de papeles de buena liquidez, que viene representada por el tipo de mercaderías en custodia (granos, máquinas, etc). Adicionalmente, los certificados de depósito son un títulos que también podrán utilizar los exportadores como elemento de transacción comercial en operaciones de *trading*, evitando el desplazamiento de mercaderías, a la vez que lograrán mejorar el financiamiento de su *stock*.

Una de las mayores ventajas de los *warrants* es que los bancos no tienen que estudiar detenidamente la calidad del cliente al que le prestan, sino más bien la del producto que este deja en garantía, sobre la cual efectúan un aforo para decidir a cuánto ascendería el préstamo.

A la hora de recuperar los fondos, el *warrant* tiene un régimen judicial particular. Si el deudor no devolvió el préstamo a término, se procede al remate extrajudicial de la mercadería, lo cual no se suspende por concurso ni por quiebra, dando la máxima garantía tanto a la empresa warrantera (almacenadora) como al banco prestador de que recuperará el dinero.

El producto que más se utilizó hasta ahora es el azúcar, aunque luego se fueron agregando otros, como algodón, arroz, soja, maíz y trigo; también electrodomésticos con estacionalidad, especialmente estufas o aire acondicionado.

Una ventaja adicional para los bancos que actúan en esta operatoria es que pueden cerrar todo el circuito del negocio: su almacenadora recibe el depósito del productor a quien le entrega el *warrant*. Quien recibe el documento puede solicitar el crédito directamente en el banco, que de esta forma se queda con las dos partes del negocio.

○ 9. Sociedades de garantía recíproca

9.1 Definición

Una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) es una sociedad comercial de carácter privado cuyo objetivo es facilitar a las PyMEs el acceso al crédito a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones; además, brindan asesoramiento técnico, económico y financiero a sus socios.

9.2 Generalidades

Se aplica la definición de PyMEs en los términos de la Ley 24.467.

9.3 Marco legal

Desde el punto de vista legal, la SGR tiene un tipo de personería jurídica especial, establecida por las leyes 24.467 y 25.300 (leyes PyMEs); también se aplican las normas de Sociedades Anónimas de la Ley 19.550. Este marco normativo se completa con el Decreto 1076/2001, las Resoluciones SEPYME 675/2002, 134/1998, 204/2002, 205/2002 y Comunicaciones del BCRA. Las autoridades de contralor son la Subsecretaría de Pequeñas y Medianas Empresas y Desarrollo Regional del Ministerio de Economía y Producción (SSEPYME y DR), Inspección General de Justicia (IGJ) o Registro Público de Comercio, Banco Central de la República Argentina (BCRA) y Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP).

9.4 Los socios

Las SGR se componen de dos tipos de socios: a) Los socios *protectores*, que aportan a un Fondo de Garantías; y b) los socios *partícipes*, que reciben los certificados de garantía para mejorar sus alternativas de financiamiento.

Son socios protectores todas aquellas personas físicas o jurídicas, ya sean públicas o privadas, que realicen aportes al capital social y al fondo de riesgo.

Los socios partícipes son únicamente las pequeñas y medianas empresas, sean personas físicas o jurídicas, que suscriban acciones y reúnan las condiciones generales determinadas por la autoridad de aplicación.

9.5 Limitaciones

Las SGR no pueden celebrar contratos de garantía recíproca con los socios protectores, ya que esto es incompatible con la condición de socio partícipe.

Las SGR no pueden otorgar a un mismo socio partícipe garantías superiores al cinco por ciento (5%) del valor del fondo de riesgo. Tampoco puede asignar más del veinticinco por ciento (25%) del fondo de riesgo a obligaciones con un mismo acreedor. Tienen prohibido conceder créditos a los socios o a terceros, y tampoco pueden realizar actividades distintas a su objeto social. Las excepciones a estos límites están planteadas en el art. 34 de la Ley 24.467.

9.6 Capital social

El capital social de las SGR se integra con el aporte de los socios y estará representado por acciones ordinarias nominativas de igual valor y número de votos. El capital social podrá variar entre el mínimo y el quíntuplo de la cifra mínima sin requerir la modificación del estatuto. La participación de los socios protectores no podrá exceder del 50% del capital social y la de cada socio partícipe no podrá superar el 5% del mismo.

9.7 Fondo de riesgo

La SGR deberá constituir un fondo de garantía que integrará su patrimonio, el cual se constituye por el aporte de los socios protectores, los resultados aprobados por asamblea general que obtuviere la sociedad, donaciones, subvenciones u otros aportes que recibiere, el rendimiento financiero proveniente de las inversiones que se realicen con el propio fondo, etc.

El fondo de riesgo es independiente del patrimonio societario de la SGR y puede tomar la forma jurídica de fondo fiduciario.

La SGR podrá recibir aportes de socios protectores que no sean entidades financieras con afectación específica a las garantías que dichos socios determinen, para lo cual deberán celebrar contratos de fideicomisos independientes del fondo de riesgo.

La SGR puede emitir certificados de garantías para avalar operaciones financieras hasta cuatro veces el fondo de riesgo.

Los aportes de capital y al fondo de riesgo de los socios protectores y partícipes serán deducibles del resultado impositivo para la determinación del Impuesto a las Ganancias de las respectivas actividades, en el ejercicio en que se efectivicen, siempre que los mismos se mantengan en la sociedad por un plazo mínimo de 2 años, y el grado de utilización del fondo de riesgo no deberá ser inferior al 80%.

9.8 Los beneficios

Se considerarán beneficios a distribuir las utilidades líquidas y realizadas obtenidas por la SGR en la actividad que hace a su objeto social, y se distribuirán de la siguiente forma: a) 5% a la constitución de la reserva legal; b) la parte correspondiente a los socios protectores podrá ser abonada en efectivo como retribución al capital aportado; y c) la parte correspondiente a los socios partícipes se destinará un 50% al fondo de riesgo y el resto puede repartirse entre dichos socios.

El BCRA ha otorgado carácter de garantía “Preferida A” a los certificados de garantía emitidos por las SGR que integran el registro creado a tal efecto por esta entidad.

9.9 Contrato de Garantía Recíproca

Hay Contrato de Garantía Recíproca cuando la SGR se obliga accesoriamente por un socio partícipe y el acreedor de este acepte la obligación accesoría. El socio partícipe queda obligado frente a la SGR por los pagos que esta afronte en cumplimiento de la garantía. El Contrato de Garantía Recíproca tiene por objeto asegurar el cumplimiento de obligaciones dinerarias asumidas por el socio partícipe para el desarrollo de su actividad. Por la realización de estos contratos, la SGR requiere contragarantías, las que son ofrecidas por los socios partícipes en respaldo de su operación. Estos contratos se celebran por escrito mediante instrumento público o privado con certificación de firmas hecha por escribano público.

○ 10. Calificadoras de riesgo

La información es un elemento esencial para el buen funcionamiento de los mercados financieros. La calificación de riesgo es una importante pieza de información adicional y nos brinda una opinión fundamentada acerca del riesgo de incumplimiento de una emisión (riesgo de no pago). Se procura así la correcta formación de precios de los instrumentos financieros.

Una empresa que haya decidido emitir un valor para captar recursos del mercado buscará venderlos a los inversionistas interesados. Sin embargo, el valor aún no estaría listo para la venta porque el inversionista deseará evaluar la confiabilidad del emisor y de la emisión que éste ofrece. La calificación de riesgo emerge, especialmente en los mercados actuales, como un elemento de información que facilita el diálogo entre emisor e inversionista. A la vez, refuerza que el precio que se pague por el valor sea el correcto al quedar en evidencia cualquier potencial riesgo sobre recuperación de la inversión en que se incurre al comprar el valor.

En sentido amplio, la calificación de riesgo es una opinión independiente, objetiva, y técnicamente fundamentada, acerca de la solvencia y seguridad de un determinado instrumento financiero emitido por alguna institución. Esta opinión es efectuada por entidades especializadas denominadas Empresas o Agencias Calificadoras de Riesgo. Al tratarse de opiniones guardan un carácter subjetivo, pero que en todo caso se respaldan en un análisis profesional de la información sobre el emisor y la emisión. Estas opiniones sugieren un ordenamiento relativo de los riesgos de los distintos valores emitidos.

Uno de los casos más usuales es el de los instrumentos representativos de deuda. En este caso, la calificación de riesgo está referida a la probabilidad e intención de una empresa emisora para cancelarlos oportunamente en las mismas condiciones pactadas (plazos, tasa de interés, resguardos, etc.). Se está midiendo por tanto el riesgo de no pago. En otros instrumentos financieros representativos de participación en el capital de las empresas –como las acciones y las cuotas partes de los fondos de inversión–, las calificaciones de riesgo tienden a medir más la solvencia y la capacidad de generar rendimientos.

Las calificadoras de riesgo son empresas independientes que se dedican a analizar la calidad crediticia de los diferentes emisores mediante una nota denominada *Issuer Default Rating* (IDR). Esta nota o calificación está basada en un profundo análisis desde lo más general (entorno macroeconómico y sectorial) a lo más particular (estados financieros, estructura de ingresos y gastos, management, etc.), calificándolos en diferentes tramos según la Agencia¹¹. Los dos grandes grupos generalmente aceptados son “*Investment grade*” y “especulativo”, según su alta o baja solvencia, con subdivisiones por matizaciones más concretas.

¹¹ Entre las agencias de mayor prestigio internacional podemos mencionar a Moody’s, Standard & Poor’s y Fitch; las tres suelen emplear nomenclatura similar, pero con ciertas peculiaridades. La reforma de la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 posibilitó el ingreso de las universidades públicas como agentes de calificación de riesgo.

Categoría	Moody's	S&P	Fitch/IBCA	Definición
<i>Investment Grade</i>	Aaa	AAA	AAA	Capacidad de pago extremadamente fuerte
	Aa	AA	AA	Capacidad de pago muy fuerte
	A	A	A	Capacidad de pago fuerte
	Baa	BBB	BBB	Capacidad adecuada, con riesgos en el medio y L/P
Especulativo	Ba	BB	BB	Capacidad moderada con riesgo a medio plazo
	B	B	B	Capaz actualmente, con alto riesgo en el futuro
	Caa	CCC	CCC	Baja calidad crediticia, claro riesgo de quiebra
	Ca	CC	CC	Baja capacidad de repago, aunque con alguna posibilidad
	C	C	C	Bajísima capacidad de repago, próximo a quiebra
	C	D	D	Quiebra o suspensión de pagos (default)

Dentro de cada apartado o categoría, las agencias lo subdividen en tres niveles con matizaciones más particulares, añadiendo un número del 1 al 3, por lo que nos podemos encontrar con AA1, AA2 y AA3 o A1, A2 y A3, describiendo con mayor riqueza la calificación crediticia. Los *ratings* con letra C corresponden a los conocidos como bonos de alta rentabilidad (*high yields*) y merecen un análisis específico al considerar los problemas de financiación de sus emisores.

Un crédito o emisor tiene una trayectoria dinámica en el tiempo; en función de su evolución y acontecimientos podrá mejorar o empeorar, sufriendo un ascenso (*up-grade*) o descenso (*down-grade*) en el *rating*. Normalmente, las agencias, antes de variar la calificación, anuncian que dicho emisor está en revisión (*watching list*) con una perspectiva positiva o, por el contrario, negativa¹².

Si un bono va a ser rebajado de *rating*, entonces habrá cotizaciones más bajas en su precio. Cada vez es más frecuente que un emisor, antes de lanzar una emisión, tenga ya el *rating*, o aun califique una emisión en particular; incluso es factible estar frente a casos en los que el *rating* de la emisión pueda ser superior o inferior a la del emisor. Por ejemplo, en los bonos hipotecarios con garantía superior a la del emisor, ya que cuentan con garantía adicional a la cartera de préstamos hipotecarios de la entidad, podrá observarse *ratings* superiores al del propio emisor.

Por el contrario, una emisión de bonos subordinados o acciones preferentes podrá tener *rating* inferior, ya que el bonista se encuentra en un rango inferior (concepto jurídico de prelación: orden de prioridad en la liquidación de las deudas en caso de disolución de la sociedad) en el concurso de acreedores y el cupón a recibir está en función de la obtención de beneficios o la aprobación del dividendo en el consejo de administración.

¹² Cualquier variación de rating conlleva un aumento o reducción de la prima de riesgo o diferencial (spread) demandado por los inversores para ese crédito. Para hacernos una idea muy general, ya que cada caso tiene sus particularidades, pasar de AAA a AA's puede tener un aumento en rentabilidad (pick-up) de 10-25 puntos básicos (0.10%-0.20%) y de AAA a A's entre 25-50bp.

La importancia de los ratings es sumamente relevante, puesto que los inversores institucionales definen en su política de inversiones el tipo de riesgo que está dispuesto a asumir, segmentando su política crediticia sobre la base del *rating*.

Una clasificación *Issuer Default Rating (IDR)* representa una evaluación de la vulnerabilidad relativa de un emisor para no cumplir con sus obligaciones financieras. Estas clasificaciones debieran ser comparables entre las distintas industrias y países. Los emisores pueden recibir *IDRs* de Corto y Largo Plazo. Ambos tipos de *IDRs* están relacionados entre sí, dado que se basan en las características crediticias fundamentales de un emisor. Las clasificaciones de emisiones de deuda (generalmente, clasificaciones de deuda preferente no garantizada) también incluyen información con respecto a la prioridad de pagos y el posible nivel de recupero en caso de producirse un incumplimiento.

La clasificación de un instrumento de deuda en particular puede estar por encima, debajo o ser igual a la *IDR*, dependiendo de la prioridad de pago que tenga el instrumento, las garantías involucradas y otros aspectos de la estructura de capital.

Para determinar el *IDR*, las calificadoras de riesgo utilizan un análisis *top-down*, es decir, de arriba hacia abajo. La metodología básica comienza evaluando el país o los países donde la empresa objetivo opera. Luego se analiza el perfil de la industria y el entorno operacional. El perfil de la industria nos ayuda a determinar si la industria en que se encuentra la empresa está en declive, si es altamente competitiva, hace uso intensivo de capital o se considera cíclica/volátil, posee muchos o pocos competidores, altas barreras de entrada, etc. También se analiza la evolución de la industria y su posible efecto sobre el desempeño futuro del emisor. El análisis del entorno operacional explora los posibles riesgos y oportunidades a los que está expuesto el emisor frente a cambios sociales, demográficos, regulatorios y tecnológicos.

Respecto a la información interna de las empresas, las calificadoras realizan, por un lado, un pormenorizado análisis del perfil de la empresa: la estrategia de administración y gobierno, la estructura del grupo empresarial y de la trayectoria que la misma tiene en cuanto se refiere a honrar sus compromisos crediticios. Por el otro lado, se concentran en analizar el perfil financiero: flujo de caja y utilidades, estructura de capital y flexibilidad financiera.

Las opiniones de las calificaciones no deben interpretarse como una recomendación para adquirir o enajenar un determinado valor, porque, como se ha expresado, sólo están reflejando cierto tipo de información respecto a la emisión. De igual manera, el calificador no es tampoco un auditor en el sentido de que normalmente toma la información que le brinda el emisor sin necesidad de cuestionar su validez.

Un elemento constante en el análisis de los mercados financieros es el riesgo. En realidad, de eso se trata la actividad en dichos mercados, puesto que lo que se negocia son transferencias de riesgo entre los participantes; de esta forma, el que transfiere el riesgo (ej.: el emisor) debe pagarle o recompensar al que lo acepta (ej.: el inversionista). Así pues, por un lado, vemos que la variabilidad de precios de los instrumentos genera un riesgo de mercado, el cual se enfrenta por medio de la diversificación. Por el otro, el riesgo de incumplimiento de una emisión que se trata incorporando en el análisis a la opinión de las calificadoras de riesgo. Es por tanto importante identificar los distintos tipos de riesgo que enfrenta un inversionista para establecer las herramientas y los instrumentos a emplear. En cualquier caso, la aspiración será a reducir el riesgo aunque no se lo elimine.

Consideraciones para medir el riesgo soberano

Riesgo Político:

- Forma de gobierno y adaptabilidad de las instituciones políticas.
- Grado de participación popular.
- Método de sucesión del mando.
- Grado de consenso sobre objetivos de la política económica.
- Integración al comercio global y al sistema financiero.
- Riesgos de seguridad interna y externa.

Ingresos y Estructura Económica:

- Estándares de vida, ingresos y distribución de la riqueza.
- Economía de Mercado.
- Dotaciones de recursos, grado de diversificación.

Perspectivas del crecimiento económico:

- Tamaños y composición de los ahorros y la inversión.
- Tasa de crecimiento o modelo de crecimiento económico.

Flexibilidad Fiscal:

- Balances presupuestarios operativos y totales del gobierno.
- Competitividad y flexibilidad impositiva.
- Presiones del gasto.

Carga de la Deuda Pública:

- Activos financieros generales del gobierno.
- Deuda Pública y carga de intereses.
- Composición por monedas y estructura de la Deuda Pública.

Estabilidad de precios:

- Tendencia de la inflación.
- Tasa de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios.

- Política cambiaria.
- Grado de autonomía del Banco Central.

Flexibilidad de la Balanza de Pagos:

- Impacto de las políticas fiscales y monetarias sobre las cuentas externas.
- Estructura de la cuenta corriente.
- Composición de los flujos de capital.

Deuda Externa y liquidez:

- Tamaño y Composición de la Deuda Externa Pública.
- La importancia de los bancos y otras entidades públicas y privadas, así como la posible existencia de pasivos contingentes por parte del gobierno.
- El perfil de la Deuda.
- El historial del servicio de la Deuda.
- El nivel, la composición de las reservas y otros activos públicos internacionales.

Proceso de calificación

La calificación de riesgo de un instrumento implica todo un proceso en el cual se evalúan tanto diferentes aspectos de los instrumentos financieros como del emisor. Se administra una gran masa de información de carácter cuantitativo (histórico y proyectado), así como cualitativo. Sí bien la evaluación es cualitativa en naturaleza, el rol del análisis cuantitativo es el de ayudar a efectuar la mejor evaluación posible porque finalmente la calificación es sólo una opinión.

El emisor que se somete al proceso de calificación de riesgo debe estar consciente de que será menester develar completamente toda la información necesaria al calificador; la misma que, más allá de la información histórica y de proyecciones numéricas realizadas, puede incluir en ciertos casos hasta la revelación de planes o estrategias futuras. El ocultamiento de información impedirá que el calificador emita una opinión correcta, lo que a su vez perjudicará al emisor porque no obtendría el mejor precio para su emisión, e incluso perdería credibilidad con los inversionistas, dificultando cualquier emisión futura.

Es importante enfatizar que la calificación de riesgo es un proceso continuo y por lo tanto, luego de la primera evaluación, la calificadora seguirá opinando sobre el nivel de riesgo de una determinada emisión, de acuerdo con los nuevos flujos de información. En algunos mercados, esta renovación o modificación de opiniones se realiza de manera general cada cierto lapso de tiempo (v.gr.: tres meses), aunque eso no debe excluir la posibilidad de variar la categoría otorgada en cualquier momento si los hechos así lo justifican.

El proceso de calificación involucra el acopio de información cuantitativa por el calificador, tanto de naturaleza pública como aquella adicional que le brinde el emisor. Asimismo implica reuniones permanentes con la gerencia de la empresa para ponderar mejor aspectos de orden cualitativo. El siguiente esquema caracteriza las etapas del proceso de calificación:



PROCESO DE CALIFICACIÓN

- El emisor provee la información necesaria.
- El staff de la agencia de riesgos realiza el análisis y somete los informes a consideración de su comité de calificación, el cual determina la calificación a otorgar.
- Se notifica al emisor la calificación.
- Usualmente, es posible que el emisor pida una revisión si no está conforme.
- La calificación definitiva se hace pública y se comunica al regulador.

EL PARA QUÉ DE LA CALIFICACIÓN

Tanto el emisor como el inversionista encuentran utilidad en las calificaciones de riesgo en sus procesos de decisión. En el caso del inversionista, brinda un indicador simple y objetivo de evaluación del riesgo crediticio, que complementa a menor costo el propio análisis, y permite determinar el premio por riesgo; esto es, el retorno adicional que se le exigirá al emisor por representar un mayor riesgo. Por otro lado, el emisor se beneficia con la posibilidad de una estructura financiera más flexible al tener acceso a mayores fuentes de recursos cuando están diseminadas las opiniones de riesgo sobre sus emisiones. También se beneficia el emisor con la determinación de un precio justo sobre sus emisiones en función del riesgo; precio que muchas veces puede significar un menor costo en relación con las fuentes tradicionales de financiamiento de que disponía.

En resumen, la calificación promueve la eficiencia del Mercado de Capitales al contribuir a un cuerpo común de información analítica. Esta transparencia reduce la incertidumbre e induce un mayor flujo de recursos hacia los segmentos de oferta pública de valores que utilizan la calificación de riesgo. Con ello, los mercados se alinean o comunican mejor, y se reducen los costos de financiamiento.

En la actualidad, la calificación de riesgo adquiere una mayor significación en razón de que la complejidad de los instrumentos financieros ha venido creciendo, como es el caso de derivados, instrumentos de titularización, valores estructurados, etc.; así, todo ello le otorga un ingrediente de mayor necesidad a la disposición de una opinión de riesgo.

Las calificaciones son esencialmente predicciones del futuro. Por tanto, su precisión sólo puede ser conocida luego de que el instrumento evaluado ha cumplido o incumplido. En este contexto, la credibilidad de la calificadora juega un papel central. De esta forma, los siguientes principios básicos deben respetarse para el éxito de una calificadora:

- ✓ La calificadora debe ser independiente. En particular se debe evitar conflictos de interés con los emisores, los inversionistas, los intermediarios, o incluso el gobierno.
- ✓ La calificadora debe ser financieramente viable. Este elemento es crítico para mantener un *staff* competente de técnicos. La viabilidad, a su vez, es función del tamaño del mercado donde se desenvuelve.
- ✓ La calificadora debe tener el derecho, y a veces la obligación, de mantener confidencialidad sobre la información a la que tiene acceso. Las reglas de transparencia se aplican sobre el emisor.
- ✓ La calificadora debe guardar total transparencia sobre sus metodologías, criterios y racionalidad de sus calificaciones.
- ✓ La calificadora debe mantener un buen grado de coordinación con el ente supervisor al tratarse de una actividad de maduración gradual.



○ 11. Sistema bancario argentino

11.1 Estructura

El sistema bancario en la Argentina se compone de un Banco Central, bancos comerciales, bancos de inversión y desarrollo, y distinto tipo de instituciones financieras (casas de cambio, cooperativas de crédito, tarjetas de crédito, etc.).

Los bancos comerciales, de inversión y desarrollo pueden ser públicos o privados, y, en relación con esta condición, cumplen distintas funciones en el sistema financiero. Si bien todos los bancos mencionados tienen el fin de lucro, cabe mencionar que los bancos públicos, a partir de las políticas establecidas por los distintos organismos, actúan como reguladores de mercado, intervienen en el mercado cambiario, y son los que canalizan buena parte de los créditos “subsidiados” o con fines sociales específicos, fomentando el desarrollo de determinados segmentos sociales o actividades (vivienda única, procrear, microemprendimientos, PyMEs, etc.).

Todo el sistema financiero argentino se rige por la Ley 21.526 de 1977 y sus modificatorias.

11.2 Banco Central de la República Argentina

Se rige por un directorio, compuesto por un presidente, un vicepresidente y ocho directores, que son nombrados por el Poder Ejecutivo con acuerdo del Senado. Tiene como objetivo principal mantener el valor de la moneda (Art. 3 de la Carta Orgánica). Debe establecer políticas monetarias y velar por el buen funcionamiento del sistema financiero y del mercado de cambios. Es el ente de contralor de todos los actores del sistema financiero (bancos, casas de cambio registradas como tales, etc.). Juntamente con la AFIP y otras entidades, vela por la prevención del lavado de activos.

Interviene en el mercado a través de la regulación del crédito, establece los encajes a los bancos, interviene en el mercado cambiario a través de la compraventa de billetes, también en la compraventa de futuros de moneda extranjera y en la colocación de distintos tipos de bonos. Regula la base monetaria mediante la colocación de letras y demás instrumentos.

11.3 Bancos comerciales

Los bancos pueden tomar cualquiera de las formas societarias establecidas en la Ley 19.550.

Los bancos comerciales tienen por función básica canalizar el excedente de dinero de las personas (ahorro) que componen una economía hacia las personas que lo necesitan para desarrollar actividades productivas o bien para financiar consumos a plazo (tomadores de crédito); asimismo también comercializan todo tipo de servicios y productos financieros. Se encargan de la gestión y todo tipo de movimiento de dinero, ya sea electrónico o físico, para realizar pagos, cobros, cambios de monedas, transferencias, guarda, custodia, etc., en el país y con el exterior, a plazo o no. También comercializan todo tipo de seguros y realizan por su cuenta o de terceros todo tipo de operaciones en el mercado de capitales tanto mayorista como minorista.

Como canalizadores del ahorro hacia el sistema productivo o de consumo, su principal función es la de reducir la asimetría de información entre las partes y ser garantistas de las operaciones. Por consiguiente, una persona que tiene ahorros puede depositarlos a plazo fijo en un banco por el plazo que desee y en general tiene alguna idea sobre el banco y su solvencia, mientras que, si tuviese que prestarle

directamente a alguna empresa, sería bastante más difícil, debido a que no cuenta con información sobre la empresa, y, por si fuera poco, la empresa sólo toma fondos al plazo que necesita de acuerdo con su proceso productivo, que puede no coincidir con el plazo al que desea colocar el ahorrista.

Los bancos comerciales se pueden clasificar por el origen de su capital como:

- **Públicos:** son aquellos cuyo capital es de origen estatal, sea nacional, provincial o municipal. Tienen como objetivo principal ser los agentes financieros del ente estatal que les dio origen, y, a través de estos, el Estado del que se trate realizan pagos a proveedores, de sueldos, subsidios, asignaciones, etc., y efectúan cobros de toda clase, principalmente de impuestos, tasas, contribuciones, etc.; también reciben los depósitos judiciales pertenecientes a la jurisdicción, entre otras tareas. A través de estos bancos se materializa todo lo monetario referido a las políticas llevadas adelante por el ente estatal.
- **Privados:** son todos aquellos bancos de origen privado; pueden ser de origen nacional o extranjero, y tienen por objetivo obtener un fin de lucro y pagar dividendos a sus accionistas, al igual que el resto de las empresas de la economía.

Dentro de los bancos comerciales cabe destacar el papel que juegan los bancos de inversión y desarrollo, que tienen objetivos específicos y canalizan los recursos a empresas para conseguir desarrollar zonas geográficas, actividades, etc.

11.4 Operaciones bancarias

Se pueden clasificar como:

- **Operaciones pasivas:** son aquellas operaciones por las que los bancos captan fondos de sus clientes, a saber:
 - Plazo fijo bajo cualquier modalidad y en cualquier moneda (precancelable, en UVAs, tradicional, etc.).
 - Depósitos en cuentas a la vista (depósitos en caja de ahorro, cuentas corrientes, etc.). Estos depósitos son totalmente líquidos.
- **Operaciones activas:** a través de estas operaciones, los bancos vuelven a poner el dinero en circulación dentro de la economía, es decir, que con el dinero que captaron por operaciones pasivas otorgan créditos a personas, empresas u otros actores de la economía, bajo diferentes modalidades/productos, a saber:
 - **Préstamos:** bajo diversas condiciones, de acuerdo con el destino, persona que los toma, diferentes monedas, con cláusulas de ajuste o no, con o sin garantías adicionales.
 - **Tarjetas de crédito** en todas las modalidades (corporativas, personales, prepagas, etc.).
 - **Leasing:** esta modalidad es muy utilizada para la adquisición de bienes de uso (maquinarias, vehículos, instalaciones, inmuebles, etc.).
 - **Factoring:** facilita el uso cuando se quiere negociar documentos comerciales.
 - **Garantías:** son contratos de crédito contingente por diferentes motivos (de cumplimiento, de pago, etc.). Pueden ser locales o internacionales.

- Servicios: los bancos comerciales venden todo tipo de servicios financieros, a saber:
 - Transferencias y/o movimientos de dinero: pueden ser electrónicos o físicos. También con el exterior a través de órdenes de pago de exportaciones, cobranzas de importaciones, etc.
 - Compraventa de activos financieros o no: pueden realizar operaciones de compraventa de distinto tipo de activos (acciones, bonos, cuotapartes de fondos de inversión cerrados, derivados financieros, etc.) en el mercado de capitales o en el mercado interbancario mayorista.
 - Sociedad depositaria de Fondos Comunes de Inversión.
 - Cambio de moneda: realizan compraventa de monedas y billetes extranjeros, o no (provinciales en los momentos en los que los hubo), metales preciosos.
 - Ventas de seguros en todas las modalidades (patrimoniales, personales, ART, internacionales, de caución, etc.).
 - Gestiones de medios de pagos (tarjetas, tickets, etc.) como generadores, liquidadores, etc.

11.5 Bancos de inversión. Rol en los procesos de fusiones y adquisiciones

11.5.1 Negocios de los bancos de inversión

La banca de inversión o banca de negocios asiste a clientes individuales, empresas privadas y gobiernos a obtener capital, mediante *underwriting*¹³ y/o erigiéndose en agente del cliente para la emisión y venta de valores en los mercados de capitales.

Un banco de inversión puede, como veremos luego asimismo, ofrecer servicios consultivos a compañías interesadas en fusiones y adquisiciones, y otros servicios financieros a clientes como actuar de agente intermediario para *market making*, operaciones de derivados financieros, renta fija, divisas, acciones, commodities.

La banca de inversión generalmente tiene dos grandes segmentos de negocios. La operación, comercio o intercambio de valores por efectivo u otros valores (para facilitar las operaciones y el *market making*) o la promoción de valores (*underwriting*, investigación) se considera el lado de la venta, *sell-side*.

Por otro lado, el trato y servicios con los fondos de pensiones, fondos mutuos, *hedge funds*, etc, constituye el lado de la compra, *buy-side*. En algunos países los bancos de inversión operan tanto del lado de la compra, como de la venta.

Generalmente los países exigen licencias especiales para los bancos de inversión y no permiten que operen simultáneamente como bancos comerciales evitando que capten depósitos.

Las finanzas corporativas constituyen el negocio tradicional de la banca de inversión. La mayoría de los bancos de inversión ofrecen servicios consultivos para las divisiones y fusiones y adquisiciones. Esto puede implicar la suscripción de los inversores a una emisión de valores, la coordinación con los licitadores, o el negociar con compañías que pueden o están afrontando una oferta de compra.

¹³ *Underwriting* es el contrato celebrado entre una entidad financiera y una sociedad comercial, por medio del cual la primera se obliga a prefinanciar, en firme o no, títulos valores emitidos por la sociedad, para su posterior colocación.

También ofrece otros servicios financieros para los clientes, tales como el comercio o la colocación de títulos a cuenta de futuros ingresos o acreencias.

Los fondos mutuos, fondos de cobertura (*hedge funds*) y fondos de pensiones, cuyo objetivo es maximizar la rentabilidad de los ahorristas mediante la inversión, como hemos comentado, constituyen el “lado de la compra” de los valores emitidos y vendidos por la banca de inversión.

Dentro de sus funciones, tiene importancia la división de investigación y análisis (*research*) que se dedica a evaluar compañías y empresas, elaborando informes acerca de las perspectivas de actividades y situación económica - financiera, siendo acompañados a menudo de recomendaciones de compra o venta.

El área de *middle office* del banco, se encarga de la gestión de riesgos, tesorería, controles internos, auditoría y estrategias corporativas. En este tipo de sujetos, la gestión de riesgos es esencial, en tanto la gestión de riesgos financieros (*financial risk management*) que consiste en un enfoque estructurado que trata de medir la incertidumbre asociada a un valor o cartera es fundamental. Suelen emplear *software* específico y modelos econométricos para ámbitos probabilísticos y caóticos, en el análisis de indicadores financieros y macroeconómicos.

Las actividades de *back office*, se conforman por las tareas contables y administrativas generadas por la confirmación escrita de una operación negociada y los servicios de IT. Las operaciones que lleva a cabo *front office* deben ser confirmadas por *back office*, comprobando que las entradas informáticas no sean erróneas ni incompletas y asegurando la liquidación de las mismas. Muchos bancos subcontratan esta parte de las operaciones. No obstante, no deja de ser una actividad crítica, dado que incorrectos sistemas de control pueden llevar a operaciones indebidas o fallos en la liquidación muy costosos.

Por otro lado, la dinámica empresarial está fundada en la generación de valor para las empresas, objetivo en el cual intervienen diversos factores administrativos, operativos, logísticos y financieros de las mismas. Uno de ellos es la capacidad de conseguir recursos para inversión directa y recursos del mercado de capitales para que las empresas crezcan en los mercados locales y regionales, realicen alianzas estratégicas y operen eficientemente creciendo a ritmos superiores a los que pueden lograr ellas solas.

Sin embargo, aunque en el mercado de capitales existe una multiplicidad de fuentes de recursos, no siempre dichos capitales se encuentran a disposición para cualquier empresa y se requieren ciertos protocolos y metodologías para acceder a ellos. Es aquí donde la Banca de Inversión entra a jugar un papel determinante ya que es quien tiene la experticia necesaria para llevar a cabo estos procesos y además provee la seguridad y el contacto directo para acceder a dichas fuentes de capital.

La Banca de Inversión no capta recursos del público para otorgar préstamos a personas o empresas, sino que realiza un contacto directo entre los dueños del capital o los inversionistas privados para que los dirija a una compañía o proyecto de inversión específico.

De esta manera, cuando un empresario necesita capitalizar o vender su compañía (es decir, conseguir un inversionista para que invierta en ella), una de las formas más confiable y efectiva es acudir a una Banca de Inversión para que identifique y acerque a las partes interesadas, estructurando los pasos técnicos conducentes a un cierre de la transacción.

Existen múltiples transacciones e instrumentos financieros a través de los cuales conseguir recursos. La elección de ellos depende de las necesidades específicas de capital, del monto y plazo de inversión buscado, de la naturaleza jurídica y operativa de la compañía o proyecto, de los intereses de los socios y de muchos otros factores. Por lo tanto, los servicios que ofrece la Banca de Inversión están diseñados para responder a cada una de estas necesidades financieras, como fusiones y adquisiciones, colocación de títulos, financiación de proyectos, etc.

De lo anterior se puede ver que la Banca de Inversión no es únicamente un intermediario entre la empresa y el inversionista, sino que es el agente reconocido que crea la estructura que sostiene dicha relación comercial y permite llevar a cabo la transacción o consecución del capital.

Es usual que las empresas utilicen los bancos comerciales tradicionales para financiarse y cuando requieren ir directamente a los mercados de capitales, lo hagan a través de un banco de inversión como intermediario, que les provee seguridad, menores costos y en general, una estrategia de financiación más eficiente.

Un primer paso en un negocio típico de Banca de Inversión es entender la industria, la empresa, sus necesidades y objetivos para poder desarrollar una estrategia que lleve esas necesidades dentro de los confines y condiciones de los mercados financieros y de capitales.

Algunos criterios básicos para un buen desarrollo de la Banca de Inversión son:

- Identificar las necesidades de los clientes.
- Ofrecer un buen conjunto de productos modernos.
- Conocer la industria, el sector y tener las herramientas para anticipar las tendencias de la misma.
- Tener buenas relaciones y trabajo en equipo con otros bancos de inversión, gobiernos e inversionistas.

Los Bancos de Inversión están estrictamente relacionados con el del Mercado de Capitales. Sin Mercado de Capitales no hay Banca de Inversión, de ahí la importancia de dinamizarlo para un mejor desarrollo.

Las operaciones características de la Banca de Inversión son las siguientes:

1) Tipo Corporativo

- ✓ Consultoría-Asesoría.
- ✓ Reorganización de su estructura financiera.
- ✓ Colocación y Emisión de Títulos Valores.
- ✓ Portafolio de Inversiones.
- ✓ Operaciones de Underwriting.

2) Adquisición de Empresas, Fusiones y Consolidaciones-Valoraciones.

3) Financiación de Nuevos Proyectos (Project Finance).

4) En la Sindicación de Préstamos (Operaciones Swap).

En las actividades de tipo Corporativo, concretamente en la consultoría, el banquero de inversión actúa como cualquier consultor profesional, asesorando a los clientes ya sea en el diseño de una emisión de títulos valores o en el portafolio de una inversión o en la conveniencia de una fusión entre empresas. La responsabilidad del banco está limitada conforme a lo que establezca las normativas del país en que opere.

La administración de portafolios o carteras colectivas e Individuales de activos financieros es una actividad rentable para la Banca de Inversión e incluye un rango de alternativas, de las cuales podríamos mencionar:

- a) Administración de Fondos de Pensiones.
- b) Administración de Portafolios Individuales.
- c) Manejo de Fondos mutuos de Inversión.
- d) Manejo de legados constituidos por personas de altos ingresos a entidades sin ánimo de lucro.

En las operaciones de *Underwriting* la Banca de Inversión actúa como un intermediario, haciendo el mercado tanto para la oferta primaria (empresa emisora) como para la demanda (inversionistas potenciales).

Otro de los servicios que ofrece un Banco de Inversión va dirigido a las actividades transaccionales. En este rubro se incluye los procesos de valoración de empresas y las fusiones y adquisiciones.

Esta función, requiere un gran conocimiento del sector en el que se lleva adelante el negocio y gran experiencia en la negociación, junto a un alto nivel de discreción.

En cuanto a las transacciones de fusiones y adquisiciones de empresas, se trata de un servicio muy rentable para los bancos de inversión que se efectivizan en una mayoría de casos como parte de la consolidación de los grupos económicos, para fortalecer su posición competitiva.

La fusión se refiere a la absorción de una empresa por parte de otra. La empresa adquiriente conserva su nombre, su identidad y obtiene todos los activos y pasivos de la empresa adquirida. Después de la fusión, la empresa adquirida deja de existir como una entidad de negocios independiente. Una consolidación es similar a una fusión excepto porque se crea una empresa nueva.

Este tipo de operaciones tiene ciertas ventajas y desventajas; entre las cuales podemos destacar para la fusión:

- Una fusión es directa en términos legales y su costo es inferior al de otras formas de adquisición.
- Elimina la necesidad de transferir el título de cada activo individual de la empresa adquirida a la empresa adquiriente.
- La fusión debe ser aprobada por los accionistas de cada empresa a través del voto. Este por lo general se hace con las dos terceras partes de los dueños de las acciones.
- En el caso en que la empresa que adquiere y los accionistas de la empresa por adquirir discrepan y no pueden llegar a un acuerdo sobre un valor justo, las negociaciones podrán derivar en procedimientos legales costosos.

Una segunda forma de adquirir empresas es comprar las acciones con derecho a voto. Esto puede comenzar con una oferta privada de parte de la administración de una empresa a la de la otra. Otra modalidad que tiene la empresa es adquirir a otra empresa mediante la compra de todos sus activos; para ello se requiere el voto formal de los accionistas de la empresa vendedora.

En la literatura jurídica financiera se considera que se pueden dar diferentes tipos de adquisiciones:

1. Adquisición horizontal: cuando la empresa pertenece a la misma industria que la empresa adquiriente. En este caso ellos compiten entre sí por el mercado de su producto.
2. Adquisición vertical: Esta se circunscribe a empresas que están en diferentes pasos del proceso de producción.
3. Adquisición de conglomerado: Esto se da cuando la empresa adquiriente y la empresa adquirida no se relacionan entre sí.

Las fusiones y adquisiciones son una respuesta a las nuevas tecnologías o condiciones en el mercado que requieran cambios estratégicos en la dirección de una empresa o del uso de sus recursos¹⁴.

Podemos resaltar que para que una empresa absorba por completo a otra es necesaria la fusión. Muchas adquisiciones de acciones terminan en una fusión formal posterior.

Se puede concluir que la Banca de Inversión participa activamente en la planeación del crecimiento externo de las empresas y contribuye a la implementación de las estrategias pertinentes, en este sentido se involucran en operaciones de fusiones entre empresas, fijando las condiciones para la operación o puede participar activamente en un *Takeover* (toma a la fuerza), utilizando para ello su posición dentro del Mercado de Capitales.

Otra de las actividades relevantes de la Banca de Inversión es la correspondiente a *Project Finance*. En ciertas ocasiones las empresas formulan proyectos que requieren la consecución de recursos de capital que demandan sus inversiones para su puesta en marcha y ejecución. En este caso los bancos de inversión tiene que diseñar una estructura adecuada de capital y conseguir los diferentes tipos de socios que van a aportar los recursos, sea estos vía aportes o acudir a la deuda, que requiere el proyecto en cuestión.

Los grandes proyectos de desarrollo en cada país requieren de inversión externa y del financiamiento por parte de entidades Internacionales de crédito (Organismos Multilaterales). La configuración de una estructura financiera adecuada, la identificación de las diferentes fuentes de financiamiento, la venta del proyecto, la negociación con cada una de las instituciones aportantes, la celebración de contratos, los trámites para los desembolsos, la negociación y trámite de las garantías exigidas por los aportantes de capital, etc., implican un adecuado conocimiento de la Banca de Inversión con los mercados internacionales de capitales y las conexiones necesarias para acceder a las diferentes fuentes de financiamiento.

Los sectores involucrados en la implantación del *Project Finance* son los sectores principales que actúan en la macroeconomía, entre ellos, minería, petrolera, petroquímica, represas, caminos y centrales de energía, telecomunicaciones, industria pesada.

Es de destacar que la financiación de estos proyectos se va a repagar con los ingresos que el proyecto genere una vez hecho realidad. En este tipo de proyecto se analiza la suficiente solvencia técnica y financiera por parte de los promotores para poder llevarlos a cabo.

¹⁴ En comparación con la administración actual, un nuevo dueño suele estar en mejores condiciones para lograr cambios importantes en las estructuras organizativas existentes. Por lo general, las compras apalancadas traen cambios organizativos al crear incentivos empresariales para la administración y eliminan los obstáculos de la maniobrabilidad en las burocracias centralizadas que son inherentes en las grandes corporaciones públicas.

En cuanto a las operaciones de sindicación de préstamos, la consecución de grandes sumas de financiamiento ya sea para proyectos aislados o para paquetes de proyectos dentro de planes de desarrollo requiere la participación de más de un banco en la aportación de los recursos necesarios. La formación de sindicatos de instituciones financieras se ha vuelto una práctica convencional cuando el monto a financiar es elevado. La principal razón para ello es la diversificación del riesgo que buscan los intermediarios financieros a nivel internacional y la eliminación de los trámites administrativos relacionados con aprobaciones, desembolsos y recolección de los respectivos pagos.

Los Sindicatos de bancos requieren de un líder del sindicato para la realización de todas las tareas de coordinación, supervisión y administración del préstamo, quien a su vez cobra una comisión para el desempeño de esas actividades. Los banqueros de inversión, por su conocimiento de los mercados financieros y por sus redes de comunicaciones, están en capacidad de cumplir eficazmente estas funciones.

Pasos en las operaciones de valoración

Selección del candidato a adquirir:

- Desarrollo de los criterios de selección.
- Búsqueda de los candidatos que se ajusten a los criterios anteriores.
- Valoración de los candidatos elegidos.
- Desarrollo de una pequeña lista de candidatos.

Valoración de la empresa objetivo:

- Análisis de sus operaciones pasadas.
- Proyección de sus operaciones futuras.
- Análisis de transacciones comparables.
- Análisis de los flujos de caja.
- Análisis del rendimiento de la inversión a realizar por el adquirente.
- Recomendaciones sobre el precio de compra.

Estructura de la transacción:

- Análisis de las estructuras alternativas de la transacción.
- Recomendación de la estructura ideal.

Negociación de la transacción:

- Adquisición de acciones en el mercado de valores.
- Aproximación inicial y presentación al equipo directivo.

- Análisis de los puntos de negociación que puedan surgir.
- Desarrollo de la carta de intenciones (con apoyo legal).
- Relaciones públicas y relaciones con la prensa.
- Cumplimentar los formularios de organismos de contralor (Comisión de Valores, Inspección de Justicia, Entes de Regulación, etc.).
- Diseñar y dirigir la oferta de compra.

Financiación:

- Análisis de la estructura financiera óptima.
- Preparación de los informes financieros solicitados.
- Distribución de dichos informes.
- Negociación con los suministradores de fondos.
- Suministrar financiación “puente”.

Concluir la transacción:

- Controlar la preparación de los documentos definitivos (con apoyo legal).
- Preparar los documentos solicitados por organismos de contralor.
- Relaciones públicas y con la prensa.

Otros servicios:

- Venta de divisiones o filiales.
- Colocación de acciones en el mercado.
- Conversión de la deuda o recompra de la misma.
- Reestructuración de capital.

Resumiendo, el papel de los bancos de inversión (denominados *Investment bank* en USA o *merchant bank* en Gran Bretaña)¹⁵, consiste en

- Señalar las oportunidades que observa a través de su red.
- Proporcionar un asesoramiento objetivo.

¹⁵ Ejemplo de bancos de inversión internacionales: Rothschild, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Salomon Brothers, Goldman Sachs, Schroders, UBS Warburg, Lehman Brothers, Citigroup, JP Morgan.

- Negociar el precio y las condiciones de pago.
- Asesorar sobre cuestiones legales.
- Coordinar a los otros asesores.

Dependiendo de las necesidades del cliente, el banco de inversión puede comenzar asesorando sobre la forma de vincularse formalmente con otra empresa, lo que no tiene porqué implicar necesariamente un proceso de fusión o adquisición; o aconsejando una escisión por parte de la compañía si ello fuese lo mejor para ella. En otras ocasiones, el primer paso consiste en la búsqueda y selección de los posibles candidatos, lo que implica asegurar de la mejor forma posible la confidencialidad debido a la sensibilidad del tema tratado.

Una vez decidida la forma de vincularse e investigado los posibles candidatos, se procede a realizar un gran número de análisis, tales como la valoración de las sinergias que se pueden lograr, así como las áreas de debilidad o de responsabilidad de cada empresa, para ello será necesario rodearse de un nutrido y amplio grupo de asesores externos como abogados, expertos en fiscalidad, contables. Posteriormente, aconsejará sobre la forma de llevar a cabo la operación, teniendo un especial cuidado con los aspectos fiscales de la misma.

Ello llevará a la negociación de las condiciones definitivas de la fusión, donde el banco se encargará de las cuestiones más controvertidas con objeto de asegurarse que se mantiene en todo momento una relación amistosa entre ambas partes. Entre estas cuestiones está el precio de compra y las condiciones de la misma (forma de pago en acciones, dinero, etc.).

Una vez ambos equipos directivos están de acuerdo en el trato, el banco preparará el anuncio de la fusión a los empleados, accionistas, clientes, proveedores, analistas económico-financieros y eventualmente a la prensa. En dicho anuncio, entre otras cosas, se hace mención al adecuado fondo de rotación del nuevo grupo puesto que, sobre todo si la operación se realiza con dinero líquido, el mercado de valores buscará asegurarse a través del banco de inversión de que existen las garantías adecuadas para llevarla a buen puerto.

Esta función de aseguramiento lleva consigo que el banco está de acuerdo en proporcionar a los accionistas de la empresa objetivo el dinero prometido por la adquirente a cambio de sus acciones.

El riesgo radica en que el valor de mercado de dichos títulos descienda, por ello la “recompensa” de los aseguradores es una comisión calculada en función de la cantidad cubierta.

PROPUESTA BANCO DE INVERSIÓN, caso ejemplificativo.

Como banco de inversión entenderemos que las empresas *Epsilon* y *Omicron* han decidido emprender un proceso de fusión con objeto de constituir el primer grupo empresarial argentino del sector y uno de los principales a nivel regional.

Reconocemos que una de las funciones fundamentales de nuestra actuación será la labor como árbitro objetivo e imparcial, en el cálculo de la relación de canje que dará lugar a la fusión efectiva de los dos grupos empresariales.

Una gestión eficaz del proceso completo de fusión, llevaría, aproximadamente y según el caso, un tiempo de entre siete y ocho meses. Ello requiere una óptima coordinación entre la disponibilidad de la información, los cálculos económico-financieros, la toma de decisiones y el cumplimiento de los plazos legales.

A continuación se hace un análisis más exhaustivo sobre el proyecto en sí mismo, el calendario de la labor de asesoramiento y los pasos sucesivos.

Puntos críticos del proyecto

- Acuerdo de intenciones entre accionistas: Permite dejar constancia desde el principio de las intenciones de las partes, su voluntad de fusionarse, la metodología que el banco empleará en el cálculo de la ecuación de canje y el reparto de responsabilidades o el criterio de asignación de las mismas, en la sociedad resultante de la fusión. Este acuerdo, facilitará el desarrollo de todo el proceso de fusión y en consecuencia, la toma de decisiones.
- Cálculo de la ecuación de canje: El banco realizará una valoración de los tres grupos empresariales, calculará las posibles sinergias de la fusión después de haber estudiado la información disponible y fruto de todo ello presentará a los socios un rango de valoración para cada grupo. La definición exacta de cada valoración será fruto de la negociación entre los socios. El banco podrá asistir a los socios en dicho proceso, defendiendo los criterios de valoración y el reparto de sinergias.
- Redacción del proyecto de fusión: Contiene el diseño completo de la fusión, incluyendo la estructura más eficiente desde todos los puntos de vista (legal, fiscal, financiero y operativo), el nombre de la nueva sociedad, domicilio, el tipo de canje, derechos, ventajas.
- Acuerdo del Consejo de Administración: Aplicable a cada sociedad integrante de la fusión, se refiere al proyecto de fusión. Esta aprobación pone en marcha el calendario legal.
- Aprobación de Accionistas: la asamblea de cada sociedad debe aprobar los términos de la fusión. Ésta consumirá aproximadamente 2 meses desde la celebración del Consejo de Administración.
- Inscripción en el Registro Mercantil: una vez inscrita la Escritura de Emisión en el Registro Mercantil, se puede considerar que la fusión ha sido consumada.

Entendimiento de las compañías y Due Diligence: Entre las principales tareas a realizar se encuentran; la organización del proyecto (establecimiento del grupo de trabajo, determinación de los objetivos de la fusión y del calendario de trabajo), recopilación y análisis de la información necesaria para la elaboración de las valoraciones, reuniones con áreas de negocio de la empresa en cuestión, análisis de las contingencias fiscales, legales, laborales o de otra índole que afecten a cualquiera de las sociedades que se fusionan, elaboración en conjunto con cada una de las compañías de las proyecciones para los próximos años y de las hipótesis de cálculo. En esta fase inicial es conveniente firmar un acuerdo de intenciones entre las compañías, que exprese su intención de fusionarse, la metodología a emplear en el cálculo de la relación de canje y el reparto de responsabilidades en la nueva compañía fusionada.

Análisis de valoración: El objetivo en esta fase es la definición de rangos de valoración para la empresa, que sirvan como referencia en el establecimiento de las ecuaciones de canje. Entre las principales tareas destacan: a) el análisis de valoración de las empresas con metodología y criterios que conforman las buenas prácticas financieras que se contrastan con otros métodos de valoración a los efectos de la comparación para este tipo de operaciones; b) el análisis de posibles sinergias; c) la identificación de los argumentos para la defensa de las valoraciones y la enunciación de los puntos fuertes y débiles de la valoración.

Análisis de valoración

	Contribución a los objetivos de la planificación	Metodología
Análisis de procesos similares	<ul style="list-style-type: none"> - Aporta una base empírica de los resultados de las fusiones anteriores, tanto en términos cualitativos como cuantitativos, que aporta argumentos razonados para la justificación de la fusión. - Identifica las principales fuentes de creación de valor de la fusión. - Permite fijar objetivos razonables para el proceso y para los primeros años de funcionamiento de la nueva empresa. 	<ul style="list-style-type: none"> - Selección de procesos a estudiar. - Definición de variables básicas de control: crecimiento de depósitos y de créditos, margen de intermediación, personal... - Estudio de la evolución de las variables, en comparación a la evolución del mercado.
Evolución por tamaño	<ul style="list-style-type: none"> - Aporta una base empírica de justificación de la fusión, en función de los diferentes tamaños de las empresas. 	<ul style="list-style-type: none"> - Definición de las variables básicas y segmentación de entidades. - Estudio comparativo de las variables básicas.
Evaluación de fuentes de creación de valor	<ul style="list-style-type: none"> - Aporta una valoración objetiva del resultado esperado de la fusión, y de sus principales componentes: creación de valor total = suma de creación de valor por los siguientes conceptos: <ul style="list-style-type: none"> - Mayor eficacia y eficiencia comercial - Mayor eficacia y eficiencia organizativa - Menores costes de recursos, etc. 	<ul style="list-style-type: none"> - Definición de variables básicas y segmentación de entidades. - Definición de las variables básicas que inciden en la creación de valor. - Definición de los niveles a alcanzar por la entidad resultante de la fusión en cada una de dichas variables.
Benchmarking	<ul style="list-style-type: none"> - Permite la valoración relativa de la eficiencia y la eficacia de las entidades implicadas en el proceso. - Permite identificar los activos de mayor valor a mantener en el proceso, de entre los existentes entre las empresas actuales, así como fijar objetivos, responsables y calendario del proceso de preparación e implantación. 	<ul style="list-style-type: none"> - Determinación de las variables críticas a estudiar en cada una de las áreas sobre las que se realiza el benchmarking. - Comparación de dichas variables: interna (entre las dos entidades) y externa (con otras entidades financieras líderes).
Valoración de las entidades fusionadas	<ul style="list-style-type: none"> - Define las participaciones relativas de las entidades iniciales en el banco resultante de la fusión. - Facilita la creación de los Órganos de Gobierno y de Dirección de la entidad resultante. 	<ul style="list-style-type: none"> - Descuento de flujos de caja libres de cada entidad. - Ratios y múltiplos derivados de cotizaciones en bolsa y transacciones recientes de las empresas comparables, adaptados a la situación de cada entidad.

11.5.2 Tipos de modelos de fusiones. Participación del banco de inversión

Modelo racionalista de adquisiciones

Este modelo es propuesto por P.S. Sudarsanam. Se divide en tres etapas:

Etapas 1

- Desarrollo de la estrategia de adquisición, lógica de la creación de valor y criterios para la adquisición

- Búsqueda del objetivo, selección e identificación
- Evaluación estratégica de la compañía objetivo y justificación de la adquisición

Etapa 2

- Desarrollo de la estrategia de compra
- Evaluación financiera y fijación del precio de la compañía objetivo
- Negociación, financiamiento y cierre del trato

Etapa 3

- Evaluación de la afinidad organizacional y cultural
- Desarrollo del enfoque de integración
- Estrategia, organización y cultura de acoplamiento entre la adquirente y la adquirida
- Resultados

Con este modelo, lo que se busca es dar una visión racionalista de las adquisiciones, a través del proceso de toma de decisiones. Se intenta evaluar los aspectos económicos, estratégicos y financieros de la propuesta de adquisición, y calcula el potencial de creación de valor en función de esa evaluación. La adquisición se justifica en función de metas estratégicas, y de qué manera será útil la adquisición para alcanzar dichas metas. La decisión resultante exigirá un compromiso por parte de todos los participantes: inversores o compradores, vendedores, y financiadores y agentes intervinientes. El banco de inversión tiene un protagonismo medio en el proceso general de la operación de compra venta de la empresa. De esta forma, las adquisiciones serán el resultado de procesos de toma de decisiones racionales en donde la compañía adquirente se considera como una unidad de decisión homogénea y sin divisiones.

Modelo del explorador o rueda de la fortuna

Este es un modelo propuesto por Ashkenas, De Mónaco y Francis, el cual divide todo el proceso en cuatro fases:

Previo a la adquisición:

- Iniciar el análisis cultural
- Identificar las barreras empresariales y culturales que pueden impedir el éxito de la integración
- Elegir un gestor de la integración
- Evaluar los puntos fuertes y débiles de la empresa y a los líderes de los departamentos
- Elaborar una estrategia de comunicación.

Establecimiento de las bases:

- Presentar debidamente al gestor de la integración
- Orientar a los nuevos ejecutivos a cerca del ritmo empresarial de la empresa adquirente y de los valores no negociables.
- Elaborar conjuntamente un plan de integración.
- Implicar de un modo visible a la alta dirección.
- Proporcionar recursos suficientes y asignar responsabilidades.

Integración rápida:

- Emplear planificaciones, simulaciones y sistemas de seguimiento del proceso para acelerar la integración.
- Utilizar al personal de auditoría para auditar el proceso.
- Utilizar procesos de retroalimentación y aprendizaje para adaptar continuamente el plan de integración.
- Iniciar el intercambio de directores a corto plazo.

Asimilación:

- Continuar desarrollando herramientas prácticas, procesos y lenguajes comunes.
- Continuar el intercambio a largo plazo de directivos.
- Utilizar personal de auditoría para auditar la integración.

El modelo comienza con el trabajo que se realiza antes de cerrar el acuerdo hasta finalizar la operación. Dentro de cada una de esas fases hay varias etapas, y cada fase incluye prácticas recomendadas y pasos para ayudar a los directivos a avanzar en el proceso. En este caso, bancos de inversión y empresas de consultoría trabajan fuertemente en las primeras etapas por sus conocimientos del contexto y de los sectores intervinientes.

Modelo de McCann y Gilkey

Según el autor en este modelo tiene especial relevancia la etapa posterior a cerrar el trato. Consta de siete fases, las cuales pueden superponerse y estar interrelacionadas entre sí.

1. Planificación estratégica:

Esta es la etapa principal del proceso de fusión y adquisición.

Desde el principio, el plan estratégico es propuesto por los propietarios y alta dirección de la empresa. Que se lleve a cabo la unión debe ser considerado como un trampolín hacia el mercado internacional, con perspectivas de llegar a controlarlo y a su vez dificultar la entrada del competidor.

El objetivo principal es crear un proceso de planificación corporativo que apoye la actividad de la fusión.

Las tareas principales de esta fase son:

- Redefinir el proceso de planificación de forma que pueda ayudar a la actividad de la fusión.
- Garantizar que los sistemas de apoyo (recursos humanos, control, estructura) sean los adecuados para reforzar la actividad de la planificación.

Una vez realizado el proceso de planificación estratégica, la empresa podrá especificar el tipo de empresas objetivo que le ayudarán a alcanzar sus metas estratégicas y crear valor.

2. Organización:

En esta etapa lo que se pretende es crear una capacidad directiva eficaz dentro de la empresa, que tenga suficiente autoridad y control para poder controlar el proceso de fusión.

Dentro de esta etapa se pueden distinguir las siguientes tareas:

- Organizar y dotar a la función de fusión coherentemente (grupos ad hoc, equipos, staff).
- Definir las funciones de los interlocutores clave y darles capacitación.
- Garantizar el acceso y el compromiso de la alta dirección.
- Desarrollo de los protocolos (fases, flujos, relaciones y calendario).
- Asegurarse de que el proceso de planificación está correctamente integrado.

3. Búsqueda:

El objetivo principal en esta fase es encontrar a los candidatos idóneos, buscar y elaborar los datos suficientes para conseguir un análisis posterior para preparar una oferta. Las tareas principales son:

- Elaborar un proceso sistemático que permita identificar los candidatos principales.
- Identificar los criterios de selección de los candidatos.
- Crear perfiles y datos necesarios.
- Aportar los resultados a la alta dirección para que esta pueda actuar en consecuencia.

McCann y Gilkey explican la clasificación de actividades realizada por Jerold Freier, quien distingue tres enfoques: el oportunista, el de investigación y el combinado. El enfoque oportunista se basa en criterios de observación amplios que no se centran en una empresa específica. La empresa compradora se apoyará en una red de profesionales tales como los bancos de inversión, o las relaciones personales de los directivos para generar candidatos.

El enfoque de investigación es más proactivo y con frecuencia agresivo. También necesita más tiempo, esfuerzo y recursos. Se establecen criterios de selección basados en las necesidades definidas en la

planificación estratégica, utilizados para situar a candidatos específicos. En el combinado, la empresa además de realizar un esfuerzo activo de búsqueda, también es capaz de aprovechar las situaciones que se le presentan.

Para llevar a cabo una búsqueda efectiva, es necesario tener en cuenta las razones por las cuales se realizó la fusión. Cuanto más precisas sean estas razones, los criterios que determinan la fusión serán más claros. Por ejemplo, si el motivo de la fusión es reducir el endeudamiento del grupo consolidado, no se tendrán en cuenta empresas que tengan mucho endeudamiento.

4. Análisis y propuesta:

En esta fase lo que se busca es desarrollar información suficiente para poder evaluar el ajuste empresarial, financiero y organizativo, que permita valorar y presentar una oferta.

Las tareas a realizar serían:

- Aplicar técnicas analíticas suficientemente rigurosas.
- Crear rangos de valor y parámetros de plazos y condiciones.
- Desarrollar una estrategia inicial para fases posteriores de transición.
- Decidir el enfoque de presentación que va tener la oferta.

Una vez que se selecciona algún candidato prometedor y se supera la selección preliminar, el siguiente paso sería recoger información más detallada y comenzar un análisis en profundidad. Esta será la base para poder determinar el precio que se va a pagar además de permitir identificar cualquier debilidad que haya llevado a la compañía vendedora a entrar en negociaciones.

Habrá que tener en cuenta la calidad del análisis, ya que la información de la que disponemos sobre las distintas compañías que pueden ser adquiridas puede ser pública o bien proceder de la propia empresa.

5. Negociación y acuerdo:

El objetivo principal de esta fase es alcanzar un acuerdo con el candidato, determinando el precio, plazo y las condiciones. Las funciones a realizar serían:

- Acercarse a la empresa candidata para establecer un ambiente adecuado para la negociación.
- No dar a conocer la negociación para tener control sobre el precio.
- Evaluación rápida y eficiente de las contraofertas.
- Plantear la negociación y su lógica.

Una vez que la empresa realiza la oferta de adquisición o de fusión, esta puede ser aceptada o rechazada. Si se rechaza, el proceso de búsqueda comenzaría otra vez, a no ser que la empresa que hace la oferta espere acontecimientos que cambien su idea de la empresa por adquirir.

Si se acepta, empezaría la fase de negociación, donde se buscaría alcanzar un acuerdo sobre el precio

y las condiciones. Si se cree que la oferta es seria, los responsables de ambas compañías (presidentes) establecerán contacto personal.

En esta etapa, es común hacer promesas, que tienen consecuencias posteriores que deben conocerse y preverse. Si bien en la etapa de análisis la empresa oferente determinaba los topes para el precio, en la etapa de negociación corresponde llegar a un acuerdo entre las partes, en relación a estos topes.

Además del precio, deben tratarse otros temas como que empresa será la dominante, la necesidad de reforzar o cambiar la ventaja competitiva de la empresa, que negocios deben mantenerse y cuáles abandonarse, que debe comunicarse a los empleados...

6. Transición:

En esta fase lo que se busca es ejercer un control suave y efectivo a través de un proceso de gestión de la transición. Las principales tareas serían:

- Evaluar y estabilizar la situación.
- Aplicar las reglas básicas para la eficacia de la transición.

Además de estabilizar la situación y crear un clima receptivo al cambio, en esta etapa el acuerdo debe ser ratificado por los accionistas de ambas empresas, fijando la financiación y creando una estructura inicial. Este será el momento de máxima incertidumbre y ansiedad para los empleados, proveedores y clientes.

7. Integración:

Esta es la última etapa del modelo en la que se busca aplicar la estrategia de integración desarrollada de la siguiente forma:

- Definiendo las prioridades específicas de acción.
- Asignando los recursos suficientes para la implantación.
- Dirigiendo y controlando la implantación.

Ahora los planes de acción que se fueron creando en la fase de transición, se ponen en práctica para ayudar al ajuste organizativo. Es en esta etapa es donde las empresas se integran y se producen cambios importantes en el proceso administrativo.

El objetivo primario de la fase de integración es ejecutar la agenda de cambio definida en la transición, a los efectos de materializar el ajuste de los tres pilares, empresarial, financiero y organizativo, considerados por ellos, factores de éxito en las fusiones.

Por lo tanto, con la integración, lo que se pretende es: crear las sinergias que dan valor al acuerdo (ajuste empresarial); darle nueva forma al balance y a la cuenta de resultados, e invertir recursos suficientes en cada uno de los nuevos negocios para que pueda conseguirse el ajuste empresarial (ajuste financiero); y realizar los cambios necesarios en la estructura, los procesos y los sistemas, los recursos humanos y la cultura, para conseguir que se produzcan tanto el ajuste empresarial como el financiero (ajuste organizativo). Los bancos de inversión tienen un papel importante en el proceso de la fusión, aún cuando el mayor protagonismo está en la inversión que implica la operación de la compra de la empresa.

11.5.3 Consideraciones finales

Cuando las empresas deciden fusionarse, lo hacen siempre con un alto grado de optimismo sobre el futuro de la nueva empresa, haciendo planes de mejoras en rentabilidad, distribución de productos, ampliación de mercados, buscando como último objetivo incrementar el valor económico del negocio. Pero no todas las fusiones y adquisiciones consiguen alcanzar los objetivos iniciales que con ellas se pretendían conseguir. Muchos estudios sobre fusiones y adquisiciones llevados a cabo en los últimos años, han concluido que un número alto de estas operaciones no resultaron muy positivas en cuanto a alcanzar los objetivos totales previstos. Como contrapartida a este efecto, se reduce el valor económico para el accionista o no se produce un incremento en la valoración de la nueva empresa.

Entre las causas por las que fusiones y adquisiciones no son exitosas se identifican los siguientes factores:

- Insuficiente investigación de la empresa a adquirir o fusionar.
- Subestimar las dificultades de la unión de dos empresas similares.
- Poner mucho énfasis en lograr la fusión o adquisición, y dejar de lado la integración y planificación posterior.
- Aplazamiento decisiones importantes por no existir una clara definición de responsabilidades post-fusión.
- Desestimar los puntos de vista de los organismos antimonopolios.
- No llevar a cabo una comunicación permanente, clara y abierta, tanto interna como externa entre las empresas.
- Descuidado del personal, provocando la desmotivación y el alejamiento de personal importante de la empresa.
- Desatender los negocios o clientela existente por prestar más atención a la nueva estructura.
- Mostrar poco respeto hacia la otra empresa, a su gente, a su metodología de trabajo y a sus logros.
- Posponer el liderazgo de la nueva empresa en el tiempo.

El asesoramiento con los consultores y bancos de inversión es fundamental para evitar y/o menguar los trastornos mencionados precedentemente.

Las fusiones y adquisiciones que crean valor en general atienden las siguientes variables:

- La valoración de la sinergia
- La planificación del proyecto de integración:
- Las diligencias debidas:

Estos tres puntos son cruciales para el análisis predictivo y el funcionamiento exitoso de la operación.

La inversión es un motor de progreso en la medida en que permite a las empresas llevar a cabo proyectos para continuar su crecimiento y consolidación, y a su vez genera recursos para que el Estado realice inversiones que aumenten la competitividad del país y el bienestar social. De esta forma, la Banca de Inversión al promover los flujos de capital y recursos en las compañías, está contribuyendo al desarrollo empresarial del país y a su progreso económico y social.

Un sistema financiero sólido y un mercado de capitales desarrollado que respalden la competitividad de las empresas son fundamentales para el crecimiento económico de los países. Las bancas de inversión juegan un papel determinante, dando acceso a fuentes de financiación en condiciones competitivas y brindando asesoría financiera especializada.

Disponer de fuentes de financiación, un mercado de capitales desarrollado, solidez del sistema, tasas competitivas y capital de riesgo, son factores que determinan la competitividad de un país en materia financiera.

Es de crucial importancia su rol de intermediación y la red de contactos con los diferentes actores que se ajustan a un perfil de financiación e inversión, como son la banca comercial, multilateral e inversionistas institucionales.

La Banca de Inversión debe jugar un papel cada vez más importante en la promoción del desarrollo de las empresas y del país. Ella debe facilitar los procesos que contribuyen a la creación de valor. En la medida que el Mercado de Valores, el mercado de capitales se dinamiza, crecen; cuando las empresas acuden más a estas, la Banca de Inversión tendrá mayor desarrollo.

11.6 Otros

En relación con las casas de cambio, las cooperativas de crédito, etc., cabe mencionar que se trata de personas físicas o jurídicas que desarrollan algunas de las actividades específicas de los bancos, cuyo volumen de operaciones por sí no es significativo, pero cuando se las toma en conjunto pasan a ser un actor importante de la economía y suelen operar en aquellos segmentos que normalmente no acceden al sistema de los bancos comerciales por diferentes motivos.



○ 12. Bibliografía

Ashkenas R., De Mónaco L.J. y Francis S.C. (1998). Making the real deal: How GE Capital Integrates Acquisitions. *Harvard Business Review*, 76 (1): 108-178

Batiza, Rodolfo, *Principios Básicos del Fideicomiso y de la Administración Fiduciaria*, México DF, Editorial Porrúa, 1977.

Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Resoluciones varias.

Breadly, R. y Meyers, S. (1998): “*Fundamentos de Financiación Empresarial*”. McGraw-Hill. Madrid

Brilman, J. y Maire, C. (1990): “*Manual de Valoración de Empresas*”. Díaz de Santos. Madrid

ByMA, Resoluciones varias.

Carregal, Mario, *El Fideicomiso. Regulación jurídica y posibilidades prácticas*, Buenos Aires, Editorial Universidad, 1982.

Comisión Nacional de Valores (CNV), Resoluciones varias.

Cortínez, Pablo, “Las Pymes y el acceso a la financiación no tradicional a través del fideicomiso”, 8ª Reunión Anual Red Pymes, Rosario, 1 – 3 de octubre de 2003.

Di Lorenzo, R.; Ruberto, G.; Torres Barros, G.; Marincola, M., “Informe sobre el proyecto de reforma a la Ley 26.831 – Mercado De Capitales”, 2017. Publicado en : http://www.consejo.org.ar/areas/eco_fin_act/files/Informe_proyecto_reforma_Ley_Mercado_Capitales.pdf

Di Lorenzo, Raúl R., “Asesorando en la financiación al cliente MIPYME”, revista *Consejo Digital* N° 45, octubre 2017.

Erpen, Mónica, *Cómo financiar a la empresa a través del mercado de capitales: una guía para no especialistas*, Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC), 1998.

Ezzamel M., “Discussion of International Diversification and Firm Value”, *Journal of Business, Finance & Accounting* 25(9-10): 1284-1285, 1998.

Fabozzi, F., Modigliani, F.; Jones, F.; Ferri, M., *Foundations of Financial Markets and Institutions*, México DF, Prentice Hall, 2002.

Fernández, Pablo, *Valoración de empresas*, Barcelona, Gestión 2000, 1999.

Fortino, Luis V., *Introducción al Negocio Fiduciario*, Buenos Aires, Editorial Osmar Buyatti, 2006.

Freire, Bettina, *El Fideicomiso, sus proyecciones en los negocios inmobiliarios*, Buenos Aires, Editorial Ábaco de Rodolfo Depalma, 1997.

Ginabreda, Gustavo, “Mercados de Futuros de Dólar. Evolución y Perspectivas”, *Panorama Económico y Financiero* N° 50 del CIME-UNSAM, 2009.

- Hansen, Leonardo, *Fideicomisos. Tratamiento Tributario*, Buenos Aires, Macchi, 2000.
- Hull, John, *Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones*, Ed. Prentice Hall, 2009.
- Kenny, Mario O., *Titulización y Fideicomiso Financiero*, Buenos Aires, Errepar, 2002.
- La Ley, *Digesto Práctico Contratos*, Tomo III Fideicomiso, Segunda Edición. Buenos Aires, Editorial La Ley, 2000.
- Lamothe Fernández, Prosper y Pérez Somalo, Miguel, *Opciones financieras y Productos Estructurados*, Madrid, McGRAW-HILL, 2006.
- Mackeprang, Horacio Carlos, “Fideicomisos Agropecuarios: Una alternativa para financiar al sector”– Septiembre 2001, Tesis del Programa de Agronegocios y Alimentos – Facultad de Agronomía – Universidad de Buenos Aires.
- Olivo, Sergio Luis, *Fundamentos para la administración de carteras de acciones*, Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2008.
- Pavel, *Securitización*, Chicago, Ed. Probus, 1989.
- Rotstein, Fabio; Milanesi, Gastón; Esandi, Juan, Trabajos SADAF Jornadas XXI, XXII, XXIII y XXV “Estructura de costos de capital”, 2001-2002-2003-2005.
- Tapia, Gustavo y Ariganello, Claudio, *Valuación de bonos*, Buenos Aires, ENT., 2001.
- Tapia, Gustavo; Cuniolo, Carlos; Planas, Sebastián, *Mercado de Capitales. Actuación e interpretación*, Buenos Aires, Omicron, 2013.
- Weston, Fred y Copeland, Thomas, *Finanzas en Administración*, México DF, Mc Graw Hill, 1996.
- Weston, F. y Brigham, E.F., *Fundamentos de Administración Financiera*, México DF, McGraw-Hill, 1994.
- Sitios Web
- www.bcba.sba.com.ar
- <https://www.byma.com.ar>
- www.cnv.gov.a
- www.consejo.org.ar
- http://www.consejo.org.ar/areas/eco_fin_act/finanzas.html
- www.rofex.com

○ 13. Apéndice

Legislación (leyes y decretos)

En esta sección es posible acceder a las leyes, decretos y resoluciones generales que forman parte de la legislación que le posibilita a la CNV ejercer sus funciones de regulador en el Mercado de Capitales argentino.

LEY	DESCRIPCIÓN		
27.440	Ley de Financiamiento Productivo		
26.831	Ley de Mercado de Capitales		
22.169	Control societario de CNV de las sociedades por acciones que hacen oferta pública de sus valores negociables		
24.083	Ley de Fondo Comunes de Inversión		
23.576	Ley de Obligaciones Negociables		
24.587	Ley de Nominatividad de los Títulos-Valores Privados		
20.643	Régimen para la compra de Títulos-Valores Privados		
21.526	Ley de Entidades Financieras		
25.246	Encubrimiento y Lavado de Activos de origen delictivo		
21.382	Ley de Inversiones Extranjeras		
26.994	Código Civil y Comercial de la Nación. En dicho Código, entre otra normativa, obra regulación respecto del Contrato de Leasing (v. también la Ley N° 25.248) y del Contrato de Fideicomiso (v. también la Ley N° 24.441). Por otro lado, dicho Código, además de incorporar un régimen general aplicable a toda persona jurídica, produjo una modificación de la Ley General de Sociedades 19.550		
17.811	Ley de Oferta Pública (derogada por el artículo 154 de la LMC)		
RESOLUCIONES GENERALES			
9 ago 2018	RGCRGN758-18	Consultas Públicas	REGISTRO DE OPERACIONES DE DERIVADOS - REGLAMENTACIÓN LEY 27.440
1 ago 2018	RGCRGN757-18	Fondos Comunes de Inversión	MODIFICACIÓN FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN MONEY MARKET
1 ago 2018	RGCRGN756-18	Fideicomisos Financieros	ADECUACIÓN NORMATIVA F.F. (SUPLEMENTO DE PROSPECTO DE TÉRMINOS GENERALES Y PARTICULARES)
26 jul 2018	RGCRGN755-18	Disposiciones Transitorias	AMPLIACIÓN DEL PLAZO DE PRESENTACIÓN DE EEFF TRIMESTRALES DE ENTIDADES AUTORIZADAS POR EL BCRA POR INCORPORAR NORMAS INTERNACIONALES DE INFORMACIÓN FINANCIERA
24 jul 2018	RGCRGN754-18	Facultades Delegadas	DELEGACIÓN DE FACULTADES CNV

24 jul 2018	RGCRGN753-18	Fideicomisos Financieros	PLAZO DE VIGENCIA DE FIDEICOMISOS FINANCIEROS, CUYO ACTIVO SUBYACENTE SEAN CRÉDITOS HIPOTECARIOS Y/O INSTRUMENTOS ASIMILABLES
16 jul 2018	RGCRGN752-18	Fideicomisos Financieros	MODIFICACIÓN DEL PROSPECTO Y SUPLEMENTO DE PROSPECTO DE FIDEICOMISOS FINANCIEROS Y PUBLICACIÓN DEL INFORME DEL AGENTE DE CONTROL Y REVISIÓN
6 jul 2018	RGCRGN751-18	Disposiciones Generales	EXENCIÓN DE MÓDULOS DEL EXAMEN DE IDONEIDAD - CEMA / TORCUATO DI TELLA -
2 jul 2018	RGCRGN750-18	Fondos Comunes de Inversión	MODIFICACIÓN PLAN Y MANUAL DE CUENTAS FCI
2 jul 2018	RGCRGN749-18	Consultas Públicas	REGLAMENTACIÓN ART. 72 LEY N° 24.441 Y ART. 1.692 CCYCN MODIFICADOS POR LA LEY N° 27.440
26 jun 2018	RGCRGN748-18	Fondos Comunes de Inversión	AMPLIACIÓN DE CANALES DE DISTRIBUCIÓN Y COLOCACIÓN DE CUOTAPARTES FCI
26 jun 2018	RGCRGN747-18	Emisoras	OBLIGACIONES NEGOCIABLES PARA PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA
26 jun 2018	RGCRGN746-18	Emisoras	NUEVO RÉGIMEN DE EMISOR FRECUENTE
14 jun 2018	RGCRGN745-18	Consultas Públicas	MODIFICACIÓN FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN MONEY MARKET
12 jun 2018	RGCRGN744-18	Consultas Públicas	CONTROL DE CALIDAD DE LAS AUDITORÍAS EXTERNAS
12 jun 2018	RGCRGN743-18	PyMES	MODIFICACIÓN DEFINICIÓN PyME CNV Y ACTUALIZACIÓN DE MONTO DE EMISIÓN PARA PyMEs
4 jun 2018	RGCRGN742-18	Consultas Públicas	MODIFICACIÓN OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN (OPA) Y RETIRO DEL RÉGIMEN DE OP
1 jun 2018	RGCRGN741-18	Consultas Públicas	REGLAMENTACIÓN LEY N° 27.440 MODIFICATORIA DE LA LEY N° 24.083 –FCI–
29 may 2018	RGCRGN740-18	Consultas Públicas	PROYECTO DE RG S/ MODIFICACIÓN F.F. PROSPECTO Y SUPLEMENTO DE PROSPECTO Y PUBLICACIÓN DEL INFORME DEL AGENTE DE CONTROL Y REVISIÓN – EPN

29 may 2018	RGCRGN739-18	Consultas Públicas	PROYECTO DE RG (EPN) S/ REGLAMENTACIÓN ARTÍCULO 202, LEY N° 27.440 – (ARTÍCULO 1692 CCYCN) – FIDEICOMISOS FINANCIEROS
24 may 2018	RGCRGN738-18	Fideicomisos Financieros	PROYECTO DE RG S/ MODIFICACIÓN REGISTRO DE FIDUCIARIOS NO FINANCIEROS Y FIDUCIANTE EMISOR
24 may 2018	RGCRGN737-18	Emisoras	PROYECTO DE RESOLUCIÓN GENERAL S/ REGLAMENTACIÓN ARTÍCULO 148, LEY 27.440 – PUBLICACIÓN ARTÍCULO 10 DE LA LEY DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES
24 may 2018	RGCRGN736-18	Emisoras	PROYECTO DE RESOLUCIÓN GENERAL S/ REGLAMENTACIÓN DE LA LEY 27.440 Y DEL DECRETO 471/2018 EN MATERIA DE CONTROL SOCIETARIO DE LA CNV
24 may 2018	RGCRGN735-18	Fondos Comunes de Inversión	REGLAMENTOS DE GESTIÓN FCI
17 may 2018	RGCRGN734-18	Consultas Públicas	RESOLUCIÓN GENERAL S/ DEFINICIÓN INVERSOR CALIFICADO
14 may 2018	RGCRGN733-18	Agentes	DECRETO 279/2018 Y RESOLUCIÓN AFIP N° 42 27/2018. BENEFICIARIOS DEL EXTERIOR
8 may 2018	RGCRGN732-18	Disposiciones Transitorias	AMPLIACIÓN DEL PLAZO DE PRESENTACIÓN DE EEFF TRIMESTRALES
3 may 2018	RGCRGN731-18	Agentes	MODIFICACIÓN NORMATIVA DE AGENTES
19 abr 2018	RGCRGN730-18	Emisoras	MODIFICACIÓN DEL ART. 11, SECCIÓN III, CAPÍTULO III DEL TÍTULO II DE LAS NORMAS
9 abr 2018	RGCRGN729-18	Consultas Públicas	PLAN Y MANUAL DE CUENTAS FCI – EPN
9 abr 2018	RGCRGN728-18	Disposiciones Transitorias	REGISTRO DE IDÓNEOS
9 abr 2018	RGCRGN727-18	Fondos Comunes de Inversión	FORMULARIOS DE PRESENTACIÓN
19 mar 2018	RGCRGN726-18	Consultas Públicas	OBLIGACIONES NEGOCIABLES PARA FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA - Anexo I y II
19 mar 2018	RGCRGN725-18	Agentes	Proy.R.G. s/Prórroga de fecha de pago de tasas de fiscalización y control – Agentes
27 feb 2018	RGCRGN724-18	Agentes	PROYECTO RG S/AGENTE ASESOR GLOBAL

19 feb 2018	RGCRGN723-18	Fondos Comunes de Inversión	MODIFICACIÓN NORMATIVA FCI- AMPLIACIÓN DE CANALES DE DISTRIBUCIÓN Y COLOCACIÓN DE CUOTAPARTES
19 feb 2018	RGCRGN722-18	Agentes	REGISTRO DE IDÓNEOS
14 feb 2018	RGCRGN721-18	Consultas Públicas	RÉGIMEN DE EMISOR FRECUENTE – Anexo I y II
15 ene 2018	RGCRGN720-18	Valores Negociables	PROYECTO DE RESOLUCIÓN GENERAL SOBRE VENTA EN CORTO Y PRÉSTAMOS DE VALORES
8 ene 2018	RGCRGN719-18	Fondos Comunes de Inversión	PROYECTO DE RG S/ MODIFICACIÓN FCI FORMULARIOS DE PRESENTACIÓN
8 ene 2018	RGCRGN718-18	Emisiones en UVA	RÉGIMEN DE EMISIONES EN UVA
3 ene 2018	RGCRGN717-17	Financiamiento colectivo	SISTEMAS DE FINANCIAMIENTO COLECTIVO
27 dic 2017	RGCRGN715-17	Agentes	MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE AGENTES [CAPÍTULOS I, II, IV, V, VI y VII del Título VII de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.)]
18 dic 2017	RGCRGN714-17	Emisoras	APLICACIONES DE DISPOSICIONES DE LAS NIIF 9 SOBRE DETERIORO DE VALOR DE LOS CRÉDITOS
21 nov 2017	RGCRGN713-17	Emisoras	MODIFICACIÓN DEL ART. 11, SECCIÓN III, CAPÍTULO III DEL TÍTULO II DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.) - Anexo Resolución 713
21 nov 2017	RGCRGN712-17	Mercados y Cámaras Compensadoras	VENTA EN CORTO Y PRÉSTAMOS DE VALORES - Anexo RESOLUCIÓN GENERAL SOBRE VENTA EN CORTO Y PRÉSTAMOS DE VALORES
21 nov 2017	RGCRGN711-17	Emisoras	RÉGIMEN DE EMISIONES EN UVA - Anexo RG RÉGIMEN DE EMISIONES EN UVA
27 sep 2017	RGCRGN710-17	Agentes	AGENTE ASESOR GLOBAL DE INVERSIÓN Y PROYECTOS RG MODIFICACIÓN AP, AN Y ALYC - ANEXO I - AAGI
27 sep 2017	RGCRGN709-17	Agentes	AGENTE ASESOR GLOBAL DE INVERSIÓN Y PROYECTOS RG MODIFICACIÓN AP, AN Y ALYC
27 sep 2017	RGCRGN708-17	Agentes	AGENTE ASESOR GLOBAL DE INVERSIÓN Y PROYECTOS RG MODIFICACIÓN AP, AN Y ALYC - ANEXO I ALyC – AN

19 sep 2017	RGCRGN707-17	Disposiciones Transitorias	SUSCRIPCIÓN DE FCI EN DISTINTAS MONEDAS
18 sep 2017	RGCRGN706-17	Régimen de Transparencia	CERTIFICACIÓN PROGRAMAS CURRICULARES DEL INSTITUTO ARGENTINO DE EJECUTIVOS DE FINANZAS CIA – CEFA – AFC y N° 2644/2013 CERTIFICACIÓN EXAMEN CFA
14 sep 2017	RGCRGN705-17	Disposiciones Transitorias	TASAS Y ARANCELES CNV
29 ago 2017	RGCRGN704-17	Mercados y Cámaras Compensadoras	CIBERSEGURIDAD Y RESILIENCIA CIBERNÉTICA
25 ago 2017	RGCRGN703-17	Mercados y Cámaras Compensadoras	REFORMA ARTÍCULO 14, SECCIÓN VII, CAPÍTULO V, DEL TÍTULO VI DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)
15 ago 2017	RGCRGN702-17	Agentes	PROTOCOLO DE POSTRADE ISO 15022
31 jul 2017	RGCRGN701-17	Disposiciones Transitorias	SUSPENSIÓN PERCEPCIÓN DE TASA ANUAL DE FISCALIZACIÓN Y CONTROL
26 jul 2017	RGCRGN700-17	Consultas Públicas	CONSULTA PÚBLICA S/ SISTEMAS DE FINANCIAMIENTO COLECTIVO
26 jul 2017	RGCRGN699-17	Calificadoras de Riesgo	MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE ROTACIÓN DE AGENTES DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS
26 jul 2017	RGCRGN698-17	Fondos Comunes de Inversión	SUSCRIPCIÓN DE FCI EN DISTINTAS MONEDAS
19 jul 2017	RGCRGN697-17	Régimen disciplinario	REGLAMENTACIÓN ARTÍCULO 25 LMC
15 jun 2017	RGCRGN696-17	PyMEs	ON PyME CNV GARANTIZADA
6 jun 2017	RGCRGN695-17	Régimen de Transparencia	REGISTRO DE IDÓNEOS
6 jun 2017	RGCRGN694-17	Emisoras	MODIFICACIÓN ART. 18, SECC. III, CAP. VIII, TÍT. II DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD)
26 may 2017	RGCRGN693-17	Disposiciones Transitorias	SUSPENSIÓN PERCEPCIÓN DE TASA ANUAL DE FISCALIZACIÓN Y CONTROL
5 may 2017	RGCRGN692-17	Agentes	MODIFICACIÓN NORMAS CNV (N.T. 2013 Y MOD.) S/ INVERSORES NO RESIDENTES
2 may 2017	RGCRGN691-17	PyMEs	RÉGIMEN PyME CNV
2 may 2017	RGCRGN690-17	Mercados y Cámaras Compensadoras	MODIFICACIÓN RÉGIMEN INFORMATIVO. CONTRAPARTIDA LÍQUIDA. AGENTES DE PIC
27 abr 2017	RGCRGN689-17	Emisoras	MODIFICACIÓN SECCIÓN II, CAPÍTULO II, TÍTULO III -OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN- DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)

8 mar 2017	RGCRGN688-17	Fondos Comunes de Inversión	MODIFICACIÓN ART. 35 SECCIÓN VII CAP. II TIT. V Y ART. 32 SECCIÓN II CAP III TIT. XVII DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)
20 feb 2017	RGCRGN687-17	Emisoras	MODIFICACIÓN ARTÍCULOS 24,25 Y 26 DEL CAPÍTULO II DEL TÍTULO II DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)
28 dic 2016	RGCRGN686-16	Mercados y Cámaras Compensadoras	NEGOCIACIÓN SECUNDARIA. OPERACIONES AL CONTADO. ART. 14 SECCIÓN VII, CAPÍTULO V, TÍTULO VI DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)
28 dic 2016	RGCRGN685-16	Mercados y Cámaras Compensadoras	ARTÍCULO 23 DE LA SECCIÓN VII DEL CAPÍTULO I TÍTULO VI DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)
27 dic 2016	RGCRGN684-16	Régimen de Transparencia	SUSPENSIÓN PERCEPCIÓN DE TASA DE CONTROL Y FISCALIZACIÓN
21 dic 2016	RGCRGN683-16	Fondos Comunes de Inversión	REGISTRO DE IDÓNEOS
16 dic 2016	RGCRGN682-16	Fondos Comunes de Inversión	MODIFICACIÓN MODALIDADES DE COLOCACIÓN DE FCI
16 dic 2016	RGCRGN681-16	Disposiciones Transitorias	ARTÍCULO 29 DE LA SECCIÓN II DEL CAPÍTULO III TÍTULO XVII DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)
14 dic 2016	RGCRGN680-16	Fondos Comunes de Inversión	MODIFICACIÓN REGISTRO Y RÉGIMEN INFORMATIVO AGENTES DE COLOCACIÓN Y DISTRIBUCIÓN FCI
24 nov 2016	RGCRGN679-16	Facultades Delegadas	TÍTULO XVI DE LAS NORMAS (N.T. 2013 y mod.) – DISPOSICIONES GENERALES - NOTIFICACIONES
10 nov 2016	RGCRGN678-16	Disposiciones Transitorias	SISTEMA ERECAUDA. MODIFICACIÓN ARTÍCULOS 1º, 2º, 3º Y 4º DEL CAPÍTULO I DEL TÍTULO XVII DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)
24 oct 2016	RGCRGN677-16	Facultades Delegadas	PROYECTO R.G. S/ASIGNACIÓN FACULTADES EN LA GERENCIA AGENTES Y MERCADOS
29 sep 2016	RGCRGN676-16	Agentes	OBJETO SOCIAL AGENTES DE DEPÓSITO COLECTIVO
22 sep 2016	RGCRGN675-16	Fideicomisos Financieros	MODIFICACIÓN CAPÍTULO IV DEL TÍTULO V DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)

22 sep 2016	RGCRGN674-16	Facultades Delegadas	MODIFICACIÓN REQUISITO ÓRGANOS DE ADMINISTRACIÓN Y FISCALIZACIÓN A LAS DISTINTAS CATEGORÍAS DE AGENTES CONTEMPLADOS EN LA LEY NRO 26.831 Y LAS NORMAS CNV (N.T.2013 Y MOD.)
26 ago 2016	RGCRGN673-16	Mercados y Cámaras Compensadoras	HACEDOR DE MERCADO CAPÍTULO V DEL TÍTULO VI DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)
29 jul 2016	RGCRGN672-16	Disposiciones Transitorias	PROYECTO DE RESOLUCIÓN GENERAL S/ REGLAMENTACIÓN ART. 42 INC. B) LEY N° 27.260
22 jul 2016	RGCRGN671-16	Fideicomisos Financieros	MODIFICACIÓN NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.) EN MATERIA DE FIDEICOMISO CONFORME AL CÓDIGO CIVIL Y COMERCIAL DE LA NACIÓN
22 jul 2016	RGCRGN670-16	PYMES	RÉGIMEN PyME CNV
15 jul 2016	RGCRGN669-16	Disposiciones Generales	REGLAMENTACIÓN DE LAS REUNIONES DEL DIRECTORIO DE LA CNV A DISTANCIA EN EL MARCO DE LA LEY N° 26.831
15 jun 2016	RGCRGN668-16	Emisoras	MODIFICACIONES EN DISPOSICIONES CONTENIDAS EN LOS TÍTULOS II, IV Y XII DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)
9 jun 2016	RGCRGN667-16	Fondos Comunes de Inversión	MODIFICACIÓN ARTÍCULO 17 DE LA SECCIÓN II, CAPÍTULO I, DEL TÍTULO V DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)
30 may 2016	RGCRGN666-16	Facultades Delegadas	DELEGACIÓN DE FACULTADES
30 may 2016	RGCRGN665-16	Mercados y Cámaras Compensadoras	MERCADOS - NEGOCIACIÓN DE PAGARÉS. MODIFICACIÓN SECCIÓN XV, CAPÍTULO V, TÍTULO VI.-
9 may 2016	RGCRGN664-16	Mercados y Cámaras Compensadoras	Resolución Conjunta suscripta con fecha 05.05.2016, con la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP)
6 may 2016	RGCRGN663-16	Emisoras	MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE CONTROL DE CALIDAD DE AUDITORÍA, INDEPENDENCIA Y ROTACIÓN DE AUDITORES EXTERNOS
6 may 2016	RGCRGN662-16	Mercados y Cámaras Compensadoras	REFORMA DEL CAPÍTULO IV, TÍTULO VI DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.) -COLOCACIÓN PRIMARIA-

29 abr 2016	RGCRGN661-16	Autopista de la Información Financiera	MODIFICACIÓN TÍTULO XV –AUTOPISTA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA- DE LAS NORMAS – (N.T. 2013 Y MOD.)
22 abr 2016	RGCRGN660-16	Fideicomisos Financieros	MODIFICACIÓN SECCIÓN XVII DEL CAPÍTULO IV DEL TÍTULO V DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)
20 abr 2016	RGCRGN659-16	PyMEs	RÉGIMEN PyME CNV y el Expediente N° 2255/2015 caratulado “DEFINICIÓN PYME CNV”
20 abr 2016	RGCRGN658-16	Fideicomisos Financieros	MODIFICACIÓN ARTÍCULO 19 DEL CAPÍTULO IV DEL TÍTULO V DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)
23 mar 2016	RGCRGN657-16	Mercados y Cámaras Compensadoras	Resolución Conjunta suscripta con fecha 17.03.2016, con el Ministerio de Agroindustria
11 mar 2016	RGCRGN656-16	Fondos Comunes de Inversión	INVERSIÓN EN PROYECTOS DE INICIATIVA PRIVADA DE FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN
11 mar 2016	RGCRGN655-16	Fideicomisos Financieros	DEFINICIÓN FIDEICOMISO FINANCIERO PyME
11 mar 2016	RGCRGN654-16	Fondos Comunes de Inversión	MODIFICACIÓN RÉGIMEN ESPECIAL FCI PyMEs
18 ene 2016	RGCRGN653-16	Fondos Comunes de Inversión	MOD ART. 20, SECCIÓN II, CAPÍTULO I, TÍTULO V DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)
18 ene 2016	RGCRGN652-16	Fondos Comunes de Inversión	PRÓRROGA PLAZO - RESOLUCIÓN GENERAL N° 644
29 dic 2015	RGCRGN651-15	Mercados y Cámaras Compensadoras	MODIFICACIÓN DEL CAPÍTULO V DEL TÍTULO VI DE LAS NORMAS (N.T. 2013 y mod.)
17 dic 2015	RGCRGN650-15	Mercados y Cámaras Compensadoras	Modificación texto del artículo 13 del Capítulo III –LIQUIDACIÓN Y COMPENSACIÓN DE OPERACIONES- del Título VI –MERCADOS Y CÁMARAS COMPENSADORAS- de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.)
30 oct 2015	RGCRGN649-15	Mercados y Cámaras Compensadoras	MODIFICACIÓN NORMAS GARANTÍA DE CONTRATOS DE FUTUROS
16 oct 2015	RGCRGN648-15	Emisoras	PROPUESTA DE MODIFICACIÓN DEL CRITERIO INTERPRETATIVO N° 47 PUNTO 5.2. –APARTADO 5.- PROSPECTO –ANEXO I DE CAPÍTULO IX DEL TÍTULO II DE LAS NORMAS

2 oct 2015	RGCRGN647-15	Agentes	MODIFICACIÓN ART. 28, SECCIÓN VIII DEL CAPÍTULO I, TÍTULO VIII DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)
21 sep 2015	RGCRGN646-15	Fondos Comunes de Inversión	CRITERIOS DE VALUACIÓN FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN s/ VALORES NEGOCIABLES EN MONEDA EXTRANJERA
21 sep 2015	RGCRGN645-15	Régimen disciplinario	ADECUACIÓN DE LA NORMATIVA APLICABLE AL PROCEDIMIENTO ABREVIADO PREVISTO EN EL ARTÍCULO 140 DE LA LEY N° 26.831
17 sep 2015	RGCRGN644-15	Fondos Comunes de Inversión	INVERSIÓN EN PROYECTOS DE INICIATIVA PRIVADA DE FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN
27 ago 2015	RGCRGN643-15	Mercados y Cámaras Compensadoras	MERCADOS-NEGOCIACIÓN DE PAGARÉS. MODIFICACIÓN SECCIÓN XV. CAP. V. TIT.VI
27 ago 2015	RGCRGN642-15	Mercados y Cámaras Compensadoras	MODIFICACIONES A LA NEGOCIACIÓN DE CHEQUES DE PAGO DIFERIDO
27 ago 2015	RGCRGN641-15	PyMEs	ASISTENCIA FINANCIERA PyMEs
27 ago 2015	RGCRGN640-15	PyMEs	RÉGIMEN PYME CNV
22 abr 2015	RGCRGN639-15	Emisoras	PROPUESTA DE MODIFICACIÓN DE ROTACIÓN DE AUDITORES. ART. 28 INC C) CAPÍTULO III, TÍTULO II DE LAS NORMAS
6 mar 2015	RGCRGN638-15	Fondos Comunes de Inversión	REGISTRO DE IDÓNEOS
27 feb 2015	RGCRGN637-15	Mercados y Cámaras Compensadoras	MODIFICACIÓN ART. 3° DEL CAPÍTULO V DEL TÍTULO VI DE LAS NORMAS (N.T. 2013 Y MOD.)
10 dic 2014	RGCRGN636-14	Mercados y Cámaras Compensadoras	MODIFICACIÓN ARTÍCULO 71. CAPÍTULO V. TÍTULO VI. NORMAS (N.T. 2013 y mod.)
1 dic 2014	RGCRGN635-14	Emisoras	FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN - INVERSIÓN EN CERTIFICADOS DE DEPÓSITO ARGENTINOS (CEDEAR)
21 nov 2014	RGCRGN634-14	Disposiciones Transitorias	DELEGACIÓN DE FACULTADES – ART. 148 LEY DE MERCADO DE CAPITALES
10 oct 2014	RGCRGN633-14	Disposiciones Generales	RESOLUCIÓN CONJUNTA SECRETARÍA DE GABINETE Y COORDINACIÓN ADMINISTRATIVA DE LA JEFATURA DE GABINETE DE MINISTROS Y LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES - ANEXO EN BOLETÍN OFICIAL 09.10.14

19 sep 2014	RGCRGN632-14	Emisoras	COMPLEMENTARIA DE RG N° 629 SOCIEDADES EMISORAS - GUARDA DE DOCUMENTACIÓN-
19 sep 2014	RGCRGN631-14	Disposiciones Generales	COOPERACIÓN EN MATERIA TRIBUTARIA ENTRE LA REPÚBLICA ARGENTINA Y OTROS PAÍSES
22 ago 2014	RGCRGN630-14	Mercados y Cámaras Compensadoras	RESOLUCIÓN CONJUNTA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES-SECRETARÍA DE AGRICULTURA, GANADERÍA Y PESCA
15 ago 2014	RGCRGN629-14	Emisoras	SOCIEDADES EMISORAS - GUARDA DE DOCUMENTACION-
14 jul 2014	RGCRGN628-14	Mercados y Cámaras Compensadoras	RESOLUCIÓN CONJUNTA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES-SECRETARÍA DE AGRICULTURA, GANADERÍA Y PESCA
11 jul 2014	RGCRGN627-14	Disposiciones Transitorias	FACULTADES DELEGADAS EN LA GERENCIA DE PRODUCTOS DE INVERSIÓN COLECTIVA
3 jul 2014	RGCRGN626-14	Fondos Comunes de Inversión	FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN - CRITERIOS DE VALUACIÓN PARA ACTIVOS EN CARTERA
19 jun 2014	RGCRGN625-14	Fideicomisos Financieros	AGENTES DE CONTROL Y REVISIÓN.
19 jun 2014	RGCRGN624-14	Agentes	RÉGIMEN INFORMATIVO ESPECIAL
26 nov 2013	RGCRGN623-13	Fideicomisos Financieros	Fideicomisos Financieros Inmobiliarios
5 sep 2013	RGCRGN622-13	Disposiciones Generales	Aprobación NORMAS de la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES (N.T. 2013)
26 jul 2013	RGCRGN621-13		RESOLUCIÓN GENERAL N° 621 DISPOSICIONES TRANSITORIAS
27 jun 2013	RGCRGN620-13		RESOLUCIÓN GENERAL N° 620 REGLAMENTACIÓN NEGOCIACIÓN DE "CERTIFICADO DE DEPÓSITO PARA INVERSIÓN" (Ley N° 26.860)
18 abr 2013	RGCRGN619-13		RESOLUCIÓN GENERAL N° 619 ACREDITACIÓN DEL ENCUADRE PyME, ART. 23 DEL CAPÍTULO VI DE LAS NORMAS CNV (N.T. 2001 y mod.)

21 mar 2013	RGCRGN618-13		RESOLUCIÓN GENERAL N° 618 FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN - RÉGIMEN INFORMATIVO COMPOSICIÓN DE CARTERAS
21 mar 2013	RGCRGN617-13		RESOLUCIÓN GENERAL N° 617 FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN – INVERSIÓN EN CERTIFICADOS DE DEPÓSITO ARGENTINOS (CEDEAR)
1 mar 2013	RGCRGN616-13		RESOLUCIÓN GENERAL N° 616 PUBLICIDAD DE COMISIONES DE INTERMEDIARIOS, DE DERECHOS DE MERCADO, Y DE OTROS COSTOS A CARGO DEL CLIENTE EN EL MERCADO DE CAPITALES
21 ene 2013	RGCRGN615-13		RESOLUCIÓN GENERAL N° 615 – APLICACIÓN NORMAS (N.T. 2001 y mod.)
21 dic 2012	RGCRGN614-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 614 “PRÓRROGA VIGENCIA DEL REGISTRO DE ASESORES IDÓNEOS”
21 dic 2012	RGCRGN613-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 613 ESTADOS FINANCIEROS DE TRANSPORTISTAS Y DISTRIBUIDORAS DE GAS Y SUS CONTROLANTES
30 nov 2012	RGCRGN612-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 612 REGLAMENTACIÓN DE MEDIOS ELECTRÓNICOS PARA FACILITAR LA INTERMEDIACIÓN DE VALORES NEGOCIABLES EN SEGMENTO MINORISTA
17 oct 2012	RGCRGN611-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 611 PRESENTACIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS DE SOCIEDADES CONTROLADAS O VINCULADAS
20 sep 2012	RGCRGN610-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 610 “CERTIFICACIÓN DE IDONEIDAD”
13 sep 2012	RGCRGN609-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 609 DISPOSICIÓN DE RESULTADOS NO ASIGNADOS ORIGINADOS POR APLICACIÓN DE NIIF POR PRIMERA VEZ
8 ago 2012	RGCRGN608-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 608 FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN - VALUACIÓN DE LA MONEDA EXTRANJERA

12 jul 2012	RGCRGN607-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 607 AMPLIACIÓN DEL PLAZO PARA LA PRESENTACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS TRIMESTRALES (Segundo y Tercer trimestre de los ejercicios iniciados a partir del 01.01.2012)
24 may 2012	RGCRGN606-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 606 CÓDIGO DE GOBIERNO SOCIETARIO (Mod. RG N° 516/07)
13 abr 2012	RGCRG605-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 605 REEMPLAZO CAPÍTULO XVI CALIFICADORAS DE RIESGO
13 abr 2012	RGCRG604-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 604 RÉGIMEN DE INFORMACIÓN PARA SOCIEDADES CONSTITUIDAS EN EL EXTRANJERO
14 feb 2012	RGCRG603-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 603 RECTIFICATORIA DE LA RESOLUCIÓN GENERAL N° 602
3 feb 2012	RGCRG602-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 602 REFORMA INTEGRAL DEL CAPÍTULO XXII "PREVENCIÓN DE LAVADO DE DINERO Y LA FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO" DE LAS NORMAS (N.T. 2001 Y MOD.)
3 feb 2012	RGCRG601-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 601 Modificación CAP. VI – GARANTÍAS - DE LAS NORMAS (N.T. 2011 Y MOD)
25 ene 2012	RGCRG600-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 600 ESTADOS FINANCIEROS DE TRANSPORTISTAS Y DISTRIBUIDORAS DE GAS Y SUS CONTROLANTES. DIFERIMIENTO EN LA APLICACIÓN DE LAS NIIF
5 ene 2012	RGCRG599-12		RESOLUCIÓN GENERAL N° 599 Registro Transitorio de Administradores de Sistemas de Convergencia
22 dic 2011	RGCRG598-11		RESOLUCIÓN GENERAL N° 598 AMPLIACIÓN DEL PLAZO PARA LA PRESENTACIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS TRIMESTRALES (Primer trimestre del ejercicio que se inicia el 01.01.2012)
30 nov 2011	RGCRG597-11		RESOLUCIÓN GENERAL N° 597 COLOCACIÓN PRIMARIA DE VALORES NEGOCIABLES

30 nov 2011	RGCRG596-11		RESOLUCIÓN GENERAL N° 596 FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN CERRADOS PARA PROYECTOS DE INNOVACIÓN TECNOLÓGICA
25 nov 2011	RGCRG595-11		RESOLUCIÓN GENERAL N° 595 PRESENTACIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS DE SOCIEDADES INVERSORAS EN BANCOS Y COMPAÑÍAS DE SEGURO
10 nov 2011	RGCRG594-11		RESOLUCIÓN GENERAL N° 594 CREACIÓN DE LA OFICINA DE COORDINACIÓN DE POLÍTICAS DE DERECHOS HUMANOS, MEMORIA, VERDAD Y JUSTICIA
1 nov 2011	RGCRG593-11		RESOLUCIÓN GENERAL N° 593 TRATAMIENTO DEL SALDO DE LA CUENTA RESULTADOS NO ASIGNADOS INCORPORACIÓN PUNTO II.19 ARTÍCULO 27, CAP. II, DE LAS NORMAS (N.T. 2001 Y MOD.)
24 oct 2011	RGCRG592-11		PRESENTACIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS DE SOCIEDADES SUBSIDIARIAS Y ASOCIADAS, Y MODIFICACIONES A LA RG 576 – NORMAS CONTABLES INTERNACIONALES
6 oct 2011	RGCRG591-11		Resolución General N°591 Modificación Artículo 11 del Capítulo XXVI de las Normas (N.T 2001 y MoD.)
26 jun 2013	RG620		Reglamentación negociación de "Certificado de Depósito para Inversión".
29 sep 2011	RG590-11		Modificación arts. 4° del Cap. II –Asambleas y Modificaciones Estatutarias- y 11 del Cap. XXVI –Autopista de la Información Financiera (AIF)- de las NORMAS (N.T. 2001 y mod.).
6 jul 2011	RG589-11		MODIFICACIÓN CAP. VI DE LAS NORMAS (N.T. 2001 Y MOD.) – PROGRAMAS GLOBALES DE VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA DE CORTO PLAZO
7 jun 2011	RG588-11		MODIFICACIÓN ARTÍCULO 9° y 38 DEL CAPÍTULO XXIV DE LAS NORMAS (N.T. 2001 y mod)
17 mar 2011	RG587-11		SISTEMAS INFORMÁTICOS DE NEGOCIACIÓN DE VALORES NEGOCIABLES

17 mar 2011	RGC586-11		MODIFICACIÓN AL CAPÍTULO XXVI DE LAS NORMAS (N.T. 2001 Y MOD.) – ARTÍCULO 17 (FIDEICOMISOS FINANCIEROS)
11 mar 2011	RGC585-11		INCORPORACIÓN DE LA REGLAMENTACIÓN CONTENIDA EN LA DECISIÓN MERCOSUR/ CMC N° 31/10
19 ene 2011	RGC584-11		DELEGACIÓN DE FACULTADES EN LA GERENCIA GENERAL Y TRASGERENCIAS. MODIFICACIÓN R.G. 558/09.
11 nov 2010	RGC583-10		REGLAMENTACIÓN PROCEDIMIENTOS DE CONTROL PARA RECEPCIÓN Y ENTREGA DE FONDOS DE Y A CLIENTES
3 nov 2010	RGC582-10		MODIFICACIÓN ARTÍCULO 36 DEL CAPÍTULO VI DE LAS NORMAS CNV (N. T. 2001 Y MOD.)
1 nov 2010	RGC581-10		PRESENTACIÓN DE BALANCES DE ACUERDO CON LAS NIIF EN LOS INGRESOS A LA OFERTA PÚBLICA
1 oct 2010	RGC580-10		REGLAMENTACIÓN COBROS Y PAGOS
9 sep 2010	RGC579-10		INVERSORES CALIFICADOS
22 jul 2010	RGC578-10		AGENTE COLOCADOR INTEGRAL DE CUOTAPARTES
19 jul 2010	RGC577-10		VALORES DE CORTO PLAZO (VCP) – MODIFICACIÓN RÉGIMEN INFORMATIVO
5 jul 2010	RGC576-10		AMPLIATORIA DE LA RESOLUCIÓN GENERAL N° 562
24 jun 2010	RGC575-10		MODIF. ART. 29 DEL CAP. XI DE LAS NORMAS CNV
4 jun 2010	RGC574-10		MODIF. ART. 41 A.1) DEL CAP. XI DE LAS NORMAS CNV
4 jun 2010	RGC573-10		SISTEMA DE ACCESO DIRECTO AL MERCADO
28 may 2010	RGC572-10		MOD. ART. 5° CAP XXII PREVENCIÓN DEL LAVADO DE DINERO Y LA FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO
19 may 2010	RGC571-10		FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN S/MECÁNICA PROCESO REESTRUCTURACIÓN DEUDA PÚBLICA DISPUESTO POR EL DECRETO N° 563/2010
30 abr 2010	RGC570-10		REGLAMENTACIÓN PLAZO PERMANENCIA EN EL RÉGIMEN DESPUÉS DE LA CANCELACIÓN DE VALORES NEGOCIABLES

14 abr 2010	RGC569-10		DIFUSIÓN DENOMINACIÓN ENTIDAD AUTORREGULADA DONDE ESTÁ INSCRIPTO CADA INTERMEDIARIO
12 mar 2010	RGC568-10		S/RÉGIMEN ESPECIAL PARA LA CONSTITUCIÓN DE FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN PARA PROYECTOS PRODUCTIVOS DE ECONOMÍAS REGIONALES E INFRAESTRUCTURA
26 feb 2010	RGC567-10		MODIFICACIÓN DE LOS ARTÍCULOS 5° Y 9° DEL CAPÍTULO XV DE LAS NORMAS (N.T.2001 Y MOD.)
26 feb 2010	RGC566-10		BOLSAS DE COMERCIO SIN MERCADOS DE VALORES ADHERIDOS: AUMENTO REQUISITOS PATRIMONIALES
1 feb 2010	RGC565-10		REGLAMENTACIÓN CHEQUES DE PAGO DIFERIDO GARANTIZADOS POR WARRANTS
7 ene 2010	RGC564-10		REEMPLAZO CAPÍTULO XX "CAJAS DE VALORES" DE LAS NORMAS (N.T. 2001) Y RESUMEN ELECTRÓNICO PARA CONSULTA EN LÍNEA DE SALDOS Y MOVIMIENTOS EN SUBCUENTAS COMITENTES
30 dic 2009	RGC563-09		PROYECTO RESOLUCIÓN GENERAL S/ ADECUACION ENTIDADES AUTORREGULADAS A COMUNICACIÓN "A" del BCRA del 03/11/08
30 dic 2009	RGC562-09		ADOPCIÓN DE NORMAS CONTABLES INTERNACIONALES PARA LA PREPARACIÓN DE ESTADOS CONTABLES
18 dic 2009	RGC561-09		PUBLICACIÓN DE RESOLUCIONES DISCIPLINARIAS FINALES A INTERMEDIARIOS DICTADAS POR ENTIDADES AUTORREGULADAS
24 sep 2009	RGC560-09		PRÓRROGA ENTRADA EN VIGENCIA DEL ART. 25, CAP: XV DE LAS NORMAS (N.T. 2001 Y MOD.)
12 ago 2009	RGC559-09		INFORMACIÓN SOBRE NORMATIVA AMBIENTAL
17 jul 2009	RGC558-09		DELEGACIÓN DE FACULTADES EN LA GERENCIA GENERAL Y OTRAS GERENCIAS
30 jun 2009	RGC557-09		STOCK WATCH II ONLINE

19 jun 2009	RGC556-09		MODIFICACIÓN ARTÍCULO 12 CHEQUES DE PAGO DIFERIDO DEL CAPÍTULO XVII DE LAS NORMAS (N.T. 2001 Y MOD.)
29 may 2009	RGC555-09		MODIFICACIÓN DEL APARTADO XV.2 Y ANEXO II DEL CAPÍTULO XV DE LAS NORMAS (N.T.2001 Y MOD.)
11 may 2009	RGC554-09		NUEVO ARTÍCULO 8° DEL CAPÍTULO XXII PREVENCIÓN DEL LAVADO DE DINERO Y LA FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO
28 abr 2009	RGC553-09		PRÓRROGA SUSPENSIÓN INCISO E) ARTÍCULO 11, CAPÍTULO I DE LAS NORMAS CNV
13 mar 2009	RGC552-09		MODIFICACIÓN DE LOS ARTÍCULOS 11 Y 22 DEL CAPÍTULO XV DE LAS NORMAS (N.T.2001 Y MOD.)
20 feb 2009	RGC551-09		PROYECTO DE RESOLUCIÓN GENERAL S/ ADECUACIÓN DE ENTIDADES AUTORREGULADAS A COMUNICACIÓN "A" BCRA DEL 3/11/08
20 feb 2009	RGC550-09		PRÓRROGA SUSPENSIÓN INCISO E) ARTÍCULO 11, CAPÍTULO I DE LAS NORMAS CNV
20 feb 2009	RGC549-09		RENUMERACIÓN ARTÍCULOS DISPOSICIONES TRANSITORIAS
9 feb 2009	RGC548-09		MODIFICATORIA RESOLUCIÓN GENERAL N° 539/08
16 feb 2009	RGC547-09		REFORMA INTEGRAL DEL CAPÍTULO XXII DE LAS NORMAS (N.T. 2001) "PREVENCIÓN DEL LAVADO DE DINERO Y LUCHA CONTRA EL TERRORISMO"
22 dic 2008	RGC546-08		RESOLUCIÓN GENERAL N° 546 PRÓRROGA SUSPENSIÓN INCISO E) ARTÍCULO 11, CAPÍTULO I DE LAS NORMAS CNV
19 dic 2008	RGC545-08		IMPLEMENTACIÓN FORMULARIOS FICHAS INDIVIDUALES, NÓMINAS Y TENENCIAS EN LA AIF
18 dic 2008	RGC544-08		PRÓRROGA ENTRADA EN VIGENCIA DE LA RESOLUCIÓN GENERAL N° 516

1 dic 2008	RGC543-08		COMPLEMENTARIA DE RESOLUCIÓN GENERAL N° 539/08
28 nov 2008	RGC542-08		CÓDIGO DE PROTECCIÓN AL INVERSOR – MODIFICACIÓN RG N° 529/08
28 nov 2008	RGC541-08		PRESENTACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE RESERVAS DE PETRÓLEO Y GAS
24 nov 2008	RGC540-08		NUEVO ACCESO EN "AIF" CNV PARA PUBLICACIÓN TÉRMINOS Y CONDICIONES CONTRATOS DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE FUTUROS
4 nov 2008	RGC539-08		COMPLEMENTARIA DE LA RESOLUCIÓN GENERAL N° 538 DEL 3/11/08 SOBRE LA COMUNICACIÓN A 4864 DEL BCRA
3 nov 2008	RGC538-08		ADECUACIÓN ENTIDADES AUTORREGULADAS A COMUNICACIÓN A DEL BCRA DEL 03/11/08
29 oct 2008	RGC537-08		RÉGIMEN PARA LA RECONVERSIÓN DE INVERSIONES DE FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN
29 oct 2008	RGC536-08		RESOLUCIÓN CONJUNTA SUSCRIPTA POR LA SAFJP, EL BCRA Y LA CNV
23 oct 2008	RGC535-08		SUSPENSIÓN INCISO E) ARTÍCULO 11, CAPÍTULO I DE LAS NORMAS CNV
29 ago 2008	RGC534-08		RÉGIMEN ESPECIAL PARA LA CONSTITUCIÓN DE FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN PYMES
31 jul 2008	RGC533-08		MODIFICACIÓN DE LOS ARTÍCULOS 94 Y 95 DEL CAPÍTULO XXXI DE LAS NORMAS (N.T. 2001 Y MOD.)
31 jul 2008	RGC532-08		MODIFICACIÓN DEL ARTÍCULO 93 DEL CAPÍTULO XXXI DE LAS NORMAS (N.T. 2001 Y MOD.)
17 jul 2008	RGC531-08		R.G. N° 531 - MODIFICACIÓN ARTÍCULO 79, CAPÍTULO XXXI -DISPOSICIONES TRANSITORIAS- DE LAS NORMAS (N.T.2001 Y MOD.)
11 jul 2008	RGC530-08		MODIFICACIÓN DEL ARTÍCULO 3° DEL CAPÍTULO XV DE LAS NORMAS (N.T. 2001 Y MOD.)

13 jun 2008	RGC529-08		CÓDIGO DE PROTECCIÓN AL INVERSOR E INFORME EXPLICATIVO A SER PUBLICADOS POR PARTE DE ENTIDADES BAJO JURISDICCIÓN DE LA CNV
26 may 2008	RGC528-08		INCORPORACIÓN ART. 45 DEL CAPÍTULO XI – FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN - DE LAS NORMAS (N.T. 2001)
14 may 2008	RGC527-08		REGLAMENTACIÓN DECRETO N° 319/08 PYMES
28 feb 2008	RGC526-08		LIBRE ACCESO AL REGISTRO DE IDÓNEOS
4 feb 2008	RGC525-08		UNIFICACIÓN PLAZO PREVIA PRESENTACIÓN EN CNV DE NORMATIVA REGLAMENTARIA DICTADA POR ENTIDADES AUTORREGULADAS
16 ene 2008	RGC524-08		MODIFICACIÓN DEL ARTÍCULO 2° DEL CAPÍTULO XXV DE LAS NORMAS (N.T. 2001)
7 dic 2007	RGC523-07		PAGO DE RESCATES EN DIVISAS
7 dic 2007	RGC522-07		FIDEICOMISOS FINANCIEROS S/OFFERTA AL PÚBLICO EN GENERAL DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
6 dic 2007	RGC521-07		RESOLUCIÓN CONJUNTA CNV-AFIP
20 nov 2007	RGC520-07		RESOLUCIÓN MINISTERIAL N° 229/2007 EN EL ÁMBITO DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES
8 nov 2007	RGC519-07		FIDEICOMISOS FINANCIEROS Y FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN CERRADOS PARA MIPYMES
8 nov 2007	RGC518-07		MODIFICACIÓN ARTÍCULO 91 DEL CAPÍTULO XXXI DE LAS NORMAS (N.T. 2001)
19 nov 2007	RGC517-07		RESOLUCIÓN CONJUNTA CNV-SAFJP-BCRA
12 oct 2007	RGC516-07		CÓDIGO DE GOBIERNO SOCIETARIO
21 sep 2007	RGC515-07		MODIFICACIÓN ARTÍCULO 41 DEL CAPÍTULO XI - FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN - DE LAS NORMAS (N.T. 2001)
21 sep 2007	RGC514-07		MODIFICACIÓN AL CAPÍTULO XXVI DE LAS NORMAS (N.T. 2001) – AUTOPISTA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA

14 sep 2007	RGC513-07		MODIFICACIÓN CAPÍTULOS XXI Y XXVI DE LAS NORMAS (N.T. 2001)
12 jul 2007	RGC512-07		REGISTRO DE AUDITORES EXTERNOS NUEVO PLAZO
6 jul 2007	RGC511-07		MODIFICACIÓN ARTÍCULOS 41 DEL CAPÍTULO XI - FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN - Y 79 Y 80 CAPÍTULO XXXI - DISPOSICIONES TRANSITORIAS DE LAS NORMAS (N.T. 2001)
29 jun 2007	RGC510-07		VALORES DE CORTO PLAZO (VCP) – INVERSORES CALIFICADOS
8 jun 2007	RGC509-07		PYMES - INVERSORES CALIFICADOS
8 jun 2007	RGC508-07		CEDEARS S/CALIFICACIÓN DE RIESGO
8 jun 2007	RGC507-07		MODIFICACIONES AL LIBRO III, CAPÍTULO XV - FIDEICOMISOS NORMAS CNV (N.T. 2001)
7 may 2007	RGC506-07		DEFINICIÓN ESPECIAL DE PYMES PARA LA EMISIÓN DE DEUDA O CAPITAL
30 abr 2007	RGC505-07		CONTROL DE CALIDAD DE LAS AUDITORIAS EXTERNAS
30 abr 2007	RGC504-07		CREACIÓN DEL REGISTRO DE AUDITORES EXTERNOS
27 abr 2007	RGC503-07		FIDEICOMISOS FINANCIEROS S/ SOPORTE LISTADO CRÉDITOS
27 abr 2007	RGC502-07		MODIFICACIÓN ARTÍCULOS 10 Y 14 CAPÍTULO XXI NORMAS (NT 2001 Y MOD.)
1 mar 2007	RGC501-07		RESOLUCIÓN GRAL. 501 CUMPLIMIENTO ART.10 CAP. XXI DE LAS NORMAS (N.T. 2001)
28 feb 2007	RGC500-07		RESOLUCIÓN CONJUNTA CNV-AFIP
15 feb 2007	RGC499-07		MODIFICACIÓN CAPÍTULOS XI, XIV Y XXVI DE LAS NORMAS (N.T. 2001)
16 ene 2007	RGC498-07		MODIFICACIÓN CAPÍTULO XI FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN DE LAS NORMAS (N.T. 2001)
16 ene 2007	RGC497-07		MODIFICACIÓN ART. 24 DEL CAPÍTULO VII DE LAS NORMAS (N.T. 2001)
5 ene 2007	RGC496-07		REFORMA ART. 39 DEL CAP. XX, LIBRO 5 DE LAS NORMAS

2 ene 2007	RGC495-06		FIDUCIARIOS FINANCIEROS S/ ADECUACIÓN PATRIMONIAL
15 dic 2006	RGC494-06		RESOLUCIÓN TÉCNICA N° 23 DE LA FACPE
10 oct 2006	RGC493-06		INFORME ANUAL DIRECTORIOS SOCIEDADES OFERENTES DE ACCIONES
29 sep 2006	RGC492-06		INCORPORACIÓN DEL ARTÍCULO 18 DEL CAPÍTULO XXVI –AUTOPISTA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA- DE LAS NORMAS (N.T. 2001 Y MOD.)
18 sep 2006	RGC491-06		MODIFICACIÓN ARTÍCULOS 79 Y 80 CAPÍTULO XXXI DISPOSICIONES TRANSITORIAS DE LAS NORMAS (N.T. 2001)
4 ago 2006	RGC490-06		PROYECTO DE MODIFICACIÓN ARTÍCULO 10 DEL CAPÍTULO VI DE LAS NORMAS (NT 2001) Y MOD. - INGRESO O.P. - AIF
24 may 2006	RGC489-06		AGENTES DE ENTIDADES AUTORREGULADAS NO BURSÁTILES
9 may 2006	RGC488-06		ACUERDO INSTRUMENTAL SINTYS - CNV
9 may 2006	RGC487-06		MODIFICACIÓN DE NORMAS CONTABLES
9 may 2006	RGC486-05		INTRODUCCIÓN ARTS. 79 Y 80 CAPÍTULO XXXI DISPOSICIONES TRANSITORIAS DE LAS NORMAS (N.T. 2001)
9 MAY 2006	RGC485-05		MODIFICACIÓN DE NORMAS CONTABLES
9 MAY 2006	RGC484-05		MODIFICACIÓN SISTEMA DE FIDEICOMISOS FINANCIEROS (AIF - FF)
23 AGO 2006	RGC483-05		CERTIFICADOS DE VALORES -CEVA-
9 MAY 2006	RGC482-05		INCORPORACIÓN ART. 16 AL CAPÍTULO XXVI DE LAS NORMAS (NT 2001) Y MOD.
9 MAY 2006	RGC481-05		MODIFICACIÓN ARTÍCULO 29 CAPÍTULO XI (TEXTO SEGÚN RG 460/02)
9 MAY 2006	RGC480-05		NEGOCIACIÓN DIRECTA CHEQUES DE PAGO DIFERIDO - MODIFICACIÓN CAPÍTULO XVII DE LAS NORMAS (N.T. 2001)
9 MAY 2006	RGC479-05		MODIFICACIÓN ARTÍCULO 24 CAPÍTULO XIV (RG 477/05)

9 MAY 2006	RGC478-05		ENTIDADES FINANCIERAS S/CRONOGRAMA DE VENCIMIENTOS PARA LA PRESENTACIÓN DE ESTADOS CONTABLES
9 MAY 2006	RGC477-05		SISTEMA INFORMÁTICO PARA REMISIÓN Y CONTROL DE INFORMACIÓN RELATIVA A FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN

Normas CNV texto ordenado

Las Normas CNV contemplan la reglamentación de la Ley N° 26.831 y de su Decreto Reglamentario N° 1.023/13.

CRITERIOS INTERPRETATIVOS

Número	Descripción
CRI69	31/08/2017 CRITERIO INTERPRETATIVO N° 69 Resolución General N° 622/13 –Agentes y Mercados
CRI68	30/12/2016 CRITERIO INTERPRETATIVO N° 68 RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13- AGENTES Y MERCADOS
CRI67	29/06/2016 CRITERIO INTERPRETATIVO N° 67 RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13- AGENTES Y MERCADOS
CRI66	07/01/2016 CRITERIO INTERPRETATIVO N° 66 - RESOLUCIÓN GENERAL N°622/13 – AGENTES Y MERCADOS
CRI65	30/10/2015 CRITERIO INTERPRETATIVO N°65 RESOLUCIÓN GENERAL N°622/13 – AGENTES Y MERCADOS
CRI64	11/08/2015 CRITERIO INTERPRETATIVO N°64 RESOLUCIÓN GENERAL N°622/13 – DESARROLLO Y PROTECCIÓN AL INVERSOR
CRI63	25/06/2015 CRITERIO INTERPRETATIVO N°63 RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13 – AGENTES Y MERCADOS
CRI62	05/06/2015CRITERIO INTERPRETATIVO N°62 RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13 – AGENTES Y MERCADOS
CRI61	30/03/2015 CRITERIO INTERPRETATIVO N°61 RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13 – AGENTES Y MERCADOS
CRI60	22/12/2014 CRITERIO INTERPRETATIVO N°60 RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13 – AGENTES Y MERCADOS
CRI59	18/09/2014 CRITERIO INTERPRETATIVO N°59 RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13 – AGENTES Y MERCADOS
CRI58	05/06/2014 CRITERIO INTERPRETATIVO N°58 RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13 – EMISORAS
CRI57	28/02/2014 CRITERIO INTERPRETATIVO N°57 RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13 – AGENTES Y MERCADOS
CRI56	28/02/2014 CRITERIO INTERPRETATIVO N°56 RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13 – SOCIEDADES EMISORAS

CRI55	20/02/2014 CRITERIO INTERPRETATIVO N°55 RESOLUCIÓN GENERAL Nro 622/13 – AGENTES Y MERCADOS
CRI54	14/02/2014 CRITERIO INTERPRETATIVO N°54 – RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13 – FIDEICOMISOS FINANCIEROS
CRI53	14/02/2014 CRITERIO INTERPRETATIVO N°53 – RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13 – FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN
CRI52	6/02/2014 CRITERIO INTERPRETATIVO Nro 52 – RESOLUCIÓN GENERAL Nro 622/13 – AGENTES Y MERCADOS
CRI51	20/12/2013 Criterio Interpretativo N°51 – Resolución General N° 622/13 – Agentes y Mercados
CRI50	13/12/2013 CRITERIO INTERPRETATIVO N°50 – RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13 – AGENTES Y MERCADOS
CRI49	26/11/2013 CRITERIO INTERPRETATIVO N°49 – RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13 – FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN
CRI48	12/11/2013 CRITERIO INTERPRETATIVO N°48 – RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13 – AGENTES Y MERCADOS
CRI47	12/11/2013 CRITERIO INTERPRETATIVO N°47 - RESOLUCIÓN GENERAL N° 622/13 - SOCIEDADES EMISORAS
CRI46	01/10/2013 CRITERIO INTERPRETATIVO N° 46 – MODIFICACIÓN DEL CRITERIO INTERPRETATIVO N°21 – TEMAS CONSULTADOS POR ENTIDADES REGULADAS
CRI45	Criterio interpretativo N°45 - Información sobre remuneraciones individuales. Artículo 75 del decreto n° 1.023/2013
CRI44	Acordar a las licenciatarias de transporte y distribución de gas y sus controlantes el mismo trato que tuvieron las empresas que adoptaron NIIF en los ejercicios iniciados a partir del 01/01/2012
CRI43	Nota interpretativa del decreto 918/2012
CRI42	Providencia de Directorio de fecha 1.11.12 s/ Expte 1405/2012 - Mercado de Valores del Litoral s/sumario Palmares S.B S.A.
CRI41	Decisión del H. Directorio de la COMISIÓN en Reunión de fecha 17 de octubre de 2012 en Expediente CNV N° 2382/12, caratulado “Caja de Valores S.A. s/Criterio extensivo del inc. h) Art. 11, Cap. XX NORMAS a Cías. Reaseguradoras”
CRI40	El Directorio de la CNV, en su reunión del día 02/08/12, estableció un criterio interpretativo vinculado con la RESOLUCIÓN GENERAL N° 597 s/entidad autorregulada (MERCADO) para la colocación primaria de valores negociables
CRI39	El DIRECTORIO, en reunión del 04/08/11, resolvió se incluya el sig. criterio interpretativo: que el pedido de ejercicio del poder disciplinario que disponga este Organismo a las entidades autorreguladas conlleva la obligación de proceder a la apertura de la vía sumarial
CRI38	El DIRECTORIO, en su reunión del 23/02/12, resolvió: II. Adoptar como CRITERIO INTERPRETATIVO que la RESOLUCIÓN GENERAL N° 597/11 sea aplicable a todas aquellas autorizaciones de oferta pública a partir del 1° de marzo de 2012
CRI37	Expte. N° 174/12 BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES s/Consulta
CRI36	Memorando N° 1632/2011 “Sociedades Calificadoras de Riesgo s/Publicidad de Honorarios sobre el Servicio de Calificación”
CRI35	Memorando N° 1395/2011 “Sociedades Calificadoras de Riesgo s/Publicidad Manuales y/o Metodologías de Calificación”
CRI34	Art. 57 Cap. VI Normas - Obligaciones Negociables
CRI33	Art. 57 Cap. VI Normas - Valores Fiduciarios
CRI32	Criterio Interpretativo Garantía Directores del Estado

CRI31	Criterio Interpretativo art.25 del Cap. XV de las NORMAS (N.T. 2001 y mod.)
CRI30	NOTA N° 9.546/08 Mercado a Término de Buenos Aires S.A. s/Resolución CNV N° 529/08
CRI29	Consulta Criterio Valuación Cuentas Corrientes Remuneradas en Entidades Financieras Autorizadas por el Banco Central de la República Argentina
CRI28	Criterio Interpretativo s/Publicación del Detalle de Composición de Carteras en Internet
CRI27	Criterio interpretativo art. 18 Ley 17.811
CRI26	Providencia Directorio 09.02.07 s/Pago Tasa por FCI en Liquidación
CRI25	Providencia del Directorio "Fideicomisos Financieros: Abstención de asumir características tipificantes de los FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN regidos por la Ley N° 24.083"
CRI24	Providencia del Directorio Expte. N° 631/06 Cobro del arancel de autorización al tipo de cambio vendedor del Banco de la Nación Argentina "Dólar Divisa"
CRI23	Dictamen sobre Expte. 1420/05 Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Régimen de Oferta Pública y de cotización de acciones por PyMEs
CRI22	Expte. N° 533/00: Resulta admisible la existencia del "Comité Ejecutivo" en los Fideicomisos con fundamento en la naturaleza contractual del negocio
CRI21	Criterios interpretativos de la RG 467/04 S/AIF. Este criterio queda modificado y sustituido por el Criterio Nro. 46
CRI20	Dictamen - Aplicación de RG 485 y RG 487
CRI19	Dictamen Expte. N° 1339/03 (Gcia. de Emisoras)
CRI18	Dictamen Expte. N° 1339/03 (Gcia. de Emisoras)
CRI17	Dictamen Expte. N° 1339/03 (Subgcia. de Asesoramiento Técnico Contable)
CRI15	Dictamen Expte. N° 72/03 "Garovaglio y Zorraquin S.A. s/Incumplimiento Arts. 19 y 20 -Capítulo III (Conforme RR.GG. Nros 400 y 402)"
CRI14	Dictamen sobre Designación Auditor Externo
CRI13	Providencia del Directorio s/Expte. N° 690/03 "Proyecto de Resolución General s/ Modificación Anexo I del Capítulo VIII Prospecto. Fecha de Reunión 18/09/03
CRI12	Dictamen sobre Entrada en vigencia del Comité de Auditoría
CRI11	Nota a la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión sobre Expte. 651/01 "Resolución General 369/01 s/pedido de la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión"
CRI10	Nota a la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión sobre Expte. 1355/01 "Fondos Comunes de Inversión s/Decreto 1570/01"
CRI09	Nota a la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión sobre Expte. 1387/01

Acuerdos internacionales

Multilaterales (MOU)

Los Memorándum de Entendimiento (MOU por sus siglas en inglés) son convenios de cooperación y asistencia técnica e intercambio de información entre reguladores de valores.

ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL	FIRMA	DOCUMENTO	ESPAÑOL	ENGLISH
IOSCO	06/12/2014	Acuerdo Multilateral de Entendimiento sobre Consulta, Cooperación e Intercambio de Información	Aclaración 2012	
OECD	21/11/1997	Convención para Combatir el Cohecho de Servidores Públicos Extranjeros en Transacciones Comerciales Internacionales		

Bilaterales

NOMBRE	FIRMA	DOCUMENTO	IDIOMA	RG CNV
Alemania	18/12/1998	Memorando de Entendimiento de Intercambio de Información	Alemán	Resolución Interna N° 2638
Bolivia	28/07/1992	Memorándum de Entendimiento sobre Consulta y Asistencia Técnica entre la Comisión Nacional de Valores de Argentina y la Comisión Nacional de Valores de Bolivia	Español	
Brasil	12/17/1991	Memorándum de Entendimiento sobre Consulta y Asistencia Técnica entre la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil y la Comisión Nacional de Valores de la Argentina	Español - Portugués	Resolución Interna N° 1825
Chile	28/04/1992	Memorándum de Entendimiento sobre Consulta y Asistencia Técnica entre la Superintendencia de Seguros y Valores de Chile y la Comisión Nacional de Valores de Argentina	Español	Resolución Interna N° 1885
China	20/09/2006	Memorándum de Entendimiento entre la China Securities Regulatory Commission de China y la Comisión Nacional de Valores de Argentina respecto de la Cooperación Regulatoria de Valores y Futuros	Español - Chino	

Colombia	06/04/1993	Memorando de Entendimiento entre la Comisión Nacional de Valores de la Argentina y la Superintendencia de Valores de Colombia sobre Consulta y Asistencia Técnica	Español	Resolución Interna N° 2063
Colombia	28/10/1993	Documento Modificador del Memorandum de Entendimiento suscrito entre la Comisión Nacional de Valores de la Argentina y la Superintendencia de Valores de Colombia	Español	Resolución Interna N° 2135
Costa Rica	25/03/1993	Memorandum de Entendimiento sobre Consulta y Asistencia Técnica entre la Comisión Nacional de Valores de la Argentina y la Comisión Nacional de Valores de Costa Rica	Español	Resolución Interna N° 2078
Ecuador	10/07/1995	Memorando de Entendimiento entre la Comisión Nacional de Valores de la Argentina y la Superintendencia de Compañías de la República del Ecuador sobre Consulta y Asistencia Técnica	Español	Resolución Interna N° 2380
El Salvador	29/06/2000	Memorandum de Entendimiento sobre Consulta y Asistencia Técnica entre la Superintendencia de Valores de El Salvador y la Comisión Nacional de Valores de la Argentina	Español	Resolución Interna N° 2776
ESMA-UE	17/04/2012	Memorandum of Understanding for the Cooperation on the Supervision of Credit Rating Agencies between The National Securities Commission of Argentina and European Securities and Markets Authority	Inglés	
España	22/06/1993	Memorandum de Entendimiento entre la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España y la Comisión Nacional de Valores de la República Argentina para la Realización de Consultas y Cooperación en la Aplicación de las Disposiciones Legales Relativas a los Mercados de Valores	Español	Resolución Interna N° 2091
Estados Unidos	09/06/1991	Memorando de Entendimiento entre la Comisión Nacional de Valores de la Argentina y la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de América sobre Consulta, Asistencia Técnica y Asistencia Recíproca para el Intercambio de Información	Español - Inglés	Resolución Interna N° 1900

Estados Unidos	30/05/1995	Memorandum of Understanding between The Comisión Nacional de Valores of The Republic of Argentina and The United States Commodity Futures Trading Commission on Consultation, Technical Assistance, and Mutual Assistance for The Exchange of Information	MOU CFTC (30/5/95)	
Francia	24/05/1993	Acuerdo Administrativo sobre Cooperación y Asistencia Técnica entre la Comisión Nacional de Valores de la Argentina y la Commission des Opérations de Bourse de Francia	Español	Resolución Interna N° 2092
India	16/09/2013	Memorando de Entendimiento entre la Securities and Exchange Board of India y la Comisión Nacional de Valores, Argentina en Relación con Cooperación Mutua y Asistencia Técnica	Español - Inglés	
Israel	04/04/2007	Memorando de Entendimiento referido a Consultas y Cooperación en la Administración y Aplicación de la Legislación Bursátil entre la Comisión Nacional de Valores de la Argentina y la Autoridad de Valores de Israel	Español - Inglés	
Italia	22/06/1993	Memorándum de Entendimiento sobre Cooperación Técnica entre la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa y la Comisión Nacional de Valores de la Argentina	Español - Italiano	Resolución Interna N° 2090
Malasia	21/05/1998	Memorando de Entendimiento entre la Comisión de Valores de Malasia y la Comisión Nacional de Valores de la Argentina	Español - Inglés	Resolución Interna N° 2580
México	19/11/1990	Memorando de Entendimiento entre la Comisión Nacional de Valores de la Argentina y la Comisión Nacional de Valores de México	Español	
Panamá	28/10/1993	Memorándum de Entendimiento sobre Consulta y Asistencia Técnica entre la Comisión Nacional de Valores de la Argentina y la Comisión Nacional de Valores de Panamá	Español	Resolución Interna N° 2136
Paraguay	07/08/1992	Memorándum de Entendimiento sobre Consulta y Asistencia Técnica entre la Comisión Nacional de Valores de la Argentina y la Comisión Nacional de Valores de Paraguay	Español	Resolución Interna N° 1928

Perú	24/03/1992	Memorandum de Entendimiento sobre Consulta y Asistencia Técnica entre la Comisión Nacional de Valores de Argentina (CNV) y la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores de Perú (CONASEV)	Español	Resolución Interna N° 1994
Polonia	26/05/1999	Memorando de Entendimiento entre la Komisja Papierów Wartosciowych i Giełd (Comisión de Valores de Polonia) y la Comisión Nacional de Valores de la Argentina sobre Cooperación, Asistencia Recíproca e Intercambio de Información	Español - Inglés	
Portugal	20/03/2001	Memorando de Entendimiento entre la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários de la República Portuguesa y la Comisión Nacional de Valores de la República Argentina para la Realización de Consultas y Cooperación en la Aplicación de las Disposiciones Legales Relativas a los Mercados de Valores	Español - Portugués	
Quebec	26/05/2000	Memorando de Entendimiento entre la Comisión Nacional de Valores de la República Argentina y la Commission des Valeurs Mobilières du Quebec	Español - Francés	
Reino Unido	07/05/2001	Memorandum de Entendimiento entre Her Majesty's Treasury, La Financial Services Authority del Reino Unido y la Comisión Nacional de Valores de la Argentina	Español - Inglés	
República Dominicana	05/02/2003	Memorandum de Entendimiento entre la Comisión Nacional de Valores de la Argentina y la Superintendencia de Valores de la República Dominicana sobre Intercambio de Información, Consultas y Asistencia Técnica	Español	Resolución Interna N° 2973
Sudáfrica	26/05/1999	Memorando de Entendimiento entre la Financial Services Board de la República de Sudáfrica y la Comisión Nacional de Valores de la Argentina sobre Intercambio de Información, Cooperación y Consultas	Español	
Tailandia	13/11/1997	Memorando de Entendimiento sobre Intercambio de Información entre la Comisión Nacional de Valores de la República Argentina y la Oficina de la Comisión de Valores de Tailandia	Español - Inglés	Resolución Interna N° 2510

Taipei	02/11/1995	Memorándum de Entendimiento acerca del Intercambio de Información entre la Comisión Nacional de Valores de Buenos Aires y la Securities and Exchange Commission en Taipei	Español - Chino	Resolución Interna N°
--------	------------	---	-----------------	-----------------------

Gobierno corporativo

El Gobierno Corporativo tiene por objetivo facilitar la creación de un ambiente de confianza y transparencia para favorecer las inversiones a largo plazo, la estabilidad financiera y la integridad en los negocios. Todo ello, contribuyendo a un crecimiento sólido y al desarrollo de sociedades más inclusivas (OCDE, 2016). Asimismo, el Gobierno Corporativo promueve las buenas prácticas de gobernanza, la diversidad y la sustentabilidad en los negocios.

Principios de Gobierno Corporativo de OCDE + IOSCO

Marco normativo de CNV	Descripción
Resolución General N° 606 /2012 de CNV	Código de Gobierno Societario
Decreto 677/2001	RÉGIMEN DE TRANSPARENCIA DE LA OFERTA PÚBLICA
TÍTULO IV. RÉGIMEN INFORMATIVO PERIÓDICO anexo IV Código de Gobierno Societario	TO2013