

The Center for Migration and Development
Working Paper Series • Princeton University



**La Bolsa de comercio de
Buenos Aires**

by

Mariana Heredia

September 2008

CMD Working Paper #08-05c

PRINCETON UNIVERSITY
THE CENTER FOR MIGRATION
AND DEVELOPMENT

UNIVERSIDAD DE SAN MARTÍN
INSTITUTO DE ALTOS ESTUDIOS
SOCIALES

LA BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES*

INFORME SEMI-FINAL ARTÍCULO- MARIANA HEREDIA, JUNIO 2008

Creada en 1854, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires se erige como la más antigua de América Latina.¹ No obstante, contrariamente a lo que puede deducirse de esta creación temprana, el mercado bursátil argentino presenta un desarrollo muy poco significativo en relación a la envergadura del producto nacional. En efecto, tras su primigenia centralidad, la Bolsa de Buenos Aires conoció, a lo largo del siglo XX, los embates de un contexto político y económico particularmente inestable. La sucesión de autoridades civiles y militares que signó al país entre 1930 y 1983 así como la diversidad y hasta la contradicción de las políticas públicas implementadas durante este período conspiraron contra el desarrollo del mercado bursátil y su posibilidad de canalizar ahorros hacia la expansión de la inversión productiva. Para principios del siglo XXI, y aún luego de varios años de crecimiento sostenido, la principal Bolsa Argentina se encontraba muy por detrás de sus pares latinoamericanas.

Pero la Bolsa de Buenos Aires no sólo se destaca por su creación temprana y su devenir declinante: se trata también de aquella que presenta una estructura organizativa singular.² El término “Bolsa de Comercio” tiende a delimitar, en la mayor parte de los

*Deseamos expresar nuestra gratitud a Jorge Schvarzer y Jesús Monzón por el acceso al archivo del CISEA, a Martín di Lullo (BCBA), Mónica Erpen (IAMC-MERVAL), María Soledad Castro (CNV) y sus respectivos equipos por facilitarnos el acceso a la información estadística mencionada. Esta investigación no hubiera sido posible sin el aporte de los diversos actores del mercado que aceptaron conversar con nosotros. Tampoco sin la asistencia de Juan Manuel Heredia. A todos ellos, nuestro sincero agradecimiento.

¹ La Bolsa de Lima se encuentra entre las más antiguas, fue creada en 1860, la de San Pablo, en 1890, la de Santiago en 1893, la de México, en 1910 y la de Bogotá en 1928.

² Todos los actores entrevistados son conscientes de esta singularidad. Como lo veremos, algunos la rechazan y otros la defienden con orgullo. Según un especialista (Laas Braun, 1983: 926), la BCBA “presenta un sistema híbrido (que), hasta donde llega nuestro conocimiento, no existe en ninguna bolsa importante del mundo”.

países, a todos los actores del mercado bursátil. En la Argentina, en cambio, la Bolsa no es sino una de al menos tres instituciones que componen este mercado. Mientras la Bolsa es el espacio donde se desarrollan las transacciones de títulos valores, el Mercado de Valores es la organización que congrega a los actores que intermedian en él (agentes y sociedades de Bolsa) y la Caja de Valores el tesoro donde se registran las operaciones y se depositan los papeles. A estas tres instituciones ha de sumarse el Mercado Abierto Electrónico (MAE) que, conformado por los grandes bancos, concentra la mayor parte de la operatoria en títulos públicos del país.

La supervivencia de esta estructura singular evoca lo ocurrido en otros países pero sobresale por la capacidad de los actores locales para perpetuar pautas que, en otras latitudes, fueron progresivamente abandonadas. En efecto, todos los estudios sobre las transformaciones recientes del mercado bursátil identifican, tanto en América latina (Gómez Fonseca; Wormald, Brieva y Rodríguez Gavarito, 2007) como en Europa (Godechot, 2005), una aguda tensión entre los agentes más tradicionales y los nuevos actores bursátiles, vinculados, en su mayoría, con los grandes bancos. Lo interesante del caso argentino, es que más allá de las numerosas tentativas de “alineamiento” a las pautas organizativas predominantes en el mundo y de “unificación” de los diversos actores del espacio local, la resistencia se reveló particularmente efectiva.

Al menos por el momento, se ha logrado preservar el carácter dual de la Bolsa de Comercio argentina: representante de valores, formas de organización y dirigentes fuertemente tradicionales, se la ha asociado más recientemente con los valores, las formas de organización y los actores vinculados a la globalización financiera y al gran salto tecnológico de los últimos años. De este modo, aún en los nodos asociados con el capitalismo financiero contemporáneo, los anclajes normativos, las culturas organizacionales, los lazos sociales más o menos personalizados constituyen elementos cruciales para comprender la relación entre instituciones y desarrollo desde una perspectiva sociológica atenta a los mercados realmente existentes. La misma no puede eludir el interrogante de si la persistencia de ciertas tendencias de largo plazo propicia u obstaculiza el cumplimiento de los objetivos que se acuerda a la institución.

Para aproximarnos al mundo de la Bolsa en Buenos Aires, nos hemos servido de tres tipos de fuentes de información: material periodístico y memorias institucionales de los últimos veinte años así como entrevistas en profundidad realizadas en 2007 y 2008. En este último caso, intentamos recoger la opinión de una quincena de personas: entre ellos,

dirigentes de las distintas instituciones implicadas, funcionarios, agentes, sociedades de Bolsa y expertos ajenos a las mismas.

Este artículo se divide, a su vez, en cuatro apartados. El primero presenta los fundamentos institucionales y organizacionales del mercado bursátil argentino. El segundo desarrolla una breve reseña histórica de la entidad. El tercero se concentra en el derrotero de las tensiones entre agentes y bancos en el seno de la institución entre 1989 y 2001. El cuarto y último profundiza, desde la perspectiva de la sociología del desarrollo, las dimensiones internas y externas que permiten caracterizar la adecuación entre la estructura organizacional y las normas institucionales de la Bolsa argentina.

I. FUNDAMENTOS INSTITUCIONALES Y ORGANIZACIONALES

I. I. El Mercado Bursátil: presentación general

Cuando se hace referencia al mercado financiero, la imagen que predomina no contempla mayores distinciones entre los actores que componen y las prácticas que caracterizan al sistema bancario y al mercado de capitales. No obstante para comprender el mercado financiero en la Argentina y su evolución reciente, esta primera distinción parece necesaria. Aunque el sistema bancario y el mercado de capitales compitan por la atracción de inversores y la colocación de fondos, sus formas de organización y mecanismos de control son distintos y también lo es la importancia relativa que adquiere cada uno de estos mercados en distintos países. Como concluye un informe de la CEPAL (2003:125), “los mercados financieros de América Latina se caracterizan por el predominio de la banca y el escaso desarrollo del mercado de capitales”. Dentro de este diagnóstico general, la Bolsa de Buenos Aires parece encontrarse entre las menos desarrolladas de la región. El promedio de capitalización bursátil sobre PBI, la medida convencionalmente utilizada para evaluar la profundidad de un mercado de capitales, revela que, para el período 1993-2007, la misma se encontraba, en la Argentina, en el orden del 21%.³ Hacia fines del último año, este indicador se encontraba en sus promedios históricos (20,3%), mientras que otros países de la región registraban cifras mucho más elevadas.

³ Ver Gráfico 1 del Anexo.

En términos generales, puede decirse que el mercado de capitales es aquel cuyo objeto de la negociación es el capital financiero. Quienes demandan este bien son empresas y Estados mientras que quienes los ofrecen son inversores, tanto a título individual como colectivo. El vínculo entre ambas partes se concretiza en los instrumentos financieros que pactan entre ellos. A diferencia de los bancos, la función de mercado de capital es indisociable de la función de mercado de transacciones. Como subraya Schvarzer (1990: 2) “la existencia de este último otorga liquidez a los títulos emitidos y posibilita que los tenedores (aportantes originales de capital) puedan desprenderse de ellos en cualquier oportunidad. (...) [la Bolsa] “puede considerarse un mercado de capital sólo en la medida en que es capaz de atraer ahorros del público hacia los títulos que ofrece pero no puede serlo si no consolida su actividad como mercado de transacciones que asegure la liquidez de sus operaciones.”

Si estos principios institucionales son generalizables a otros países del mundo, la Argentina posee como particularidad un mercado bursátil compuesto por al menos *tres instituciones*: la Bolsa de Comercio, el Mercado de Valores y la Caja de Valores.⁴

La *Bolsa de Comercio de Buenos Aires* (BCBA) es una organización civil autorregulada sin fines de lucro.⁵ Está legalmente autorizada para admitir, suspender y cancelar la cotización de valores negociables, de acuerdo con reglamentos propios aprobados por la Comisión Nacional de Valores. Las funciones de la BCBA incluyen el registro de las operaciones, la difusión de los volúmenes y precios negociados así como la divulgación de toda la información que pueda incidir en las cotizaciones. La BCBA detenta asimismo facultades de supervisión y puede interrumpir la cotización de ciertos valores cuando lo considere necesario a fin de controlar o prevenir alteraciones bruscas o anormales en los precios. La BCBA también desarrolla tareas de asistencia a los interesados en operaciones de exportación e importación.

El *Mercado de Valores* (MERVAL) es una sociedad anónima fundada en 1929 y encargada de la concertación, la vigilancia, la garantía entre las partes y la liquidación de las

⁴ Las otras entidades que componen el mercado de capitales argentino son: el Banco de Valores, el Mercado Abierto Electrónico (MAE), el Tribunal de Arbitraje, las Bolsas y mercados de Valores provinciales.

⁵ En la mayoría de los casos, las Bolsas son o han devenido Sociedades Anónimas.

operaciones realizadas en el mercado. Está dividido en accionistas y los titulares de las acciones son los agentes o sociedades de Bolsa.⁶ No hay que confundir a los agentes o sociedades de Bolsa con los operadores que son profesionales que participan en las transacciones bursátiles y que siguen una formación en el MERVAL. El Mercado de Valores lleva la matrícula y ejerce la disciplina sobre los agentes o sociedades de Bolsa.

La *Caja de Valores* es una sociedad anónima, creada en 1974, cuya función es la de ser la única depositaria del país que, bajo la figura del depósito colectivo, efectúa la custodia de valores negociables tanto públicos como privados, facilitando las transacciones de los mismos en el marco de seguridad y privacidad exigido por la ley 20.643 y normas complementarias.⁷ Los principales accionistas de la empresa son la BCBA (49%) y el MERVAL (49%), y participan minoritariamente las Bolsas y Mercados del interior del país. La Caja es agente de pago de dividendos, ejerce los derechos de suscripción preferente en nuevas emisiones y extiende certificados de las acciones en depósito para asistencia a las asambleas. Lleva el registro de las acciones y obligaciones negociables de muchas sociedades como también de valores públicos escriturales.

Aunque no forma parte del mercado bursátil, completa este esquema la *Comisión Nacional de Valores* (CNV), el organismo público autárquico,⁸ “dependiente” del Ministerio de Economía que, creado en 1969 por ley 17.811, controla al mercado de capitales del país. Su objetivo es velar por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de precios en los mismos así como la protección de los inversores. Para ello regula, fiscaliza, instruye y, eventualmente, sanciona a los participantes del mercado de capitales, con el fin de que sus operaciones cumplan con los principios, políticas y objetivos

⁶ En 2007, el Mercado de Valores estaba dividido en 183 acciones, existiendo 133 titulares de las mismas (MERVAL, 2007: 40). Como lo expresa la diferencia entre las acciones y los accionistas, algunos titulares detentan más de una acción. El valor de esta acción ha ido variado a lo largo del tiempo. En la actualidad, la misma cuesta aproximadamente 1 millón de dólares y sirve como garantía de las operaciones realizadas.

⁷ La casa central se halla en la ciudad de Buenos Aires (frente a la BCBA) y existen sucursales en Córdoba, Mendoza, Rosario y Santa Fe.

⁸ Se define como autárquica toda entidad dependiente de fondos públicos pero gobernada por personas con idoneidad en la materia e independencia de criterio en el ejercicio de la gestión.

inscritos en la ley.⁹ Por esa razón, suele decirse que la Comisión ejerce un “poder de policía sobre las instituciones bursátiles”.

La Bolsa constituye el espacio de encuentro y negociación de un conjunto diverso de participantes, entre ellos merecen mencionarse las compañías emisoras de acciones, los intermediarios y los inversores individuales e institucionales.

Compañías emisoras de acciones: Las empresas que concurren a la Bolsa lo hacen, en general, en busca de financiamiento. Los recursos requeridos por una empresa pueden provenir de créditos bancarios (para lo cual se dirigen a una entidad bancaria) o de acciones, para lo cual concurren a la Bolsa. En este último caso, la empresa no devuelve el dinero a los inversionistas sino que éstos se hacen socios de la empresa y obtienen dividendos. Para poder cotizar en la Bolsa, las empresas deben constituirse en sociedades anónimas y presentar sus balances a esta institución, deben asimismo informar todo hecho que resulte relevante para los inversores. Hoy en día, cotizan en la BCBA 131 empresas, entre ellas, Acindar, Alpargatas y Telecom. El número de empresas cotizantes ha ido disminuyendo en el tiempo: la caída es notable si se tiene en cuenta que en los años setenta cotizaban en la entidad un promedio de más de 500 compañías.

Intermediarios: Las sociedades de Bolsa son las únicas entidades autorizadas para operar dentro del ámbito de la BCBA, como consecuencia, constituyen el único canal por el cual acceder a la inversión de títulos valores a nivel individual o institucional. Con este objetivo, las sociedades cuentan con profesionales especializados y, por estos servicios, cobran comisiones.¹⁰ Pueden identificarse en este caso dos grupos claramente diferenciados: los agentes de Bolsa que, son personas físicas y en general operan en el mercado desde hace varias generaciones y las Sociedades de Bolsa, personas jurídicas, de creación más reciente, que operan como *brokers* de grandes bancos. Hacia fines de 2007, los agentes y sociedades de Bolsa eran 133, una cifra inferior al promedio de los años ochenta y

⁹ Las facultades y competencias de la CNV han dado lugar a controversia. Una presentación e intento de síntesis de las mismas puede consultarse en Giovenco (1994).

¹⁰ Para operar con títulos valores, es necesario depositar una determinada cantidad de dinero en una cuenta a nombre del inversor en una sociedad de bolsa. Una vez abierta esta cuenta, el inversor debe comunicarse periódicamente con ésta última para enviar órdenes de compra y venta sobre diversos activos. La sociedad de bolsa se limita a cumplir con los requerimientos del cliente y solo cobra una comisión por cada transacción realizada. Las tarifas de comisión cobradas por las sociedades de bolsa son fijadas por las propias entidades.

noventa pero superior a los 125 que habían sobrevivido, como tales, a la crisis de 2001-2002.¹¹

Entre los *inversionistas*, es posible distinguir a los particulares de los institucionales. Los *inversionistas particulares* son personas físicas que invierten su capital en los instrumentos financieros a fin de valorizarlo. No existe ningún dato oficial que permita evaluar su número ni su nivel patrimonial. La Caja de Valores cuenta con esta información en la medida en que registra las operaciones. De hecho, las autoridades de la Bolsa y del Merval han recurrido, en ciertas circunstancias, en declaraciones públicas, a cifras que permitiría describir este universo.¹² Las entrevistas realizadas con agentes y miembros de Sociedades de Bolsa tampoco permiten dilucidar su composición: algunos subrayan que poseen un número considerable de pequeños inversores en su cartera de clientes (de una inversión de alrededor de \$1.000), otros afirman que el monto mínimo con que suele ingresarse a la Bolsa ronda los \$10.000 y que los promedios de inversión se ubican en los \$500.000. Más allá de estas apreciaciones generales, la confidencialidad es la norma.

Dentro de los *inversionistas institucionales*, se destacan:

1) *las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP)*. En 1993, con la reforma del sistema provisional, se crea un nuevo sistema de jubilaciones y pensiones que comienza a regir en 1994. Se constituye así un sistema mixto que ofrece a quienes cotizan la elección entre un régimen de reparto y otro de capitalización. Cuando se elige un sistema de capitalización, los aportes personales del trabajador van dirigidos a una Administradora de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) y los mismos son invertidos para obtener beneficios.¹³ Las AFJP pueden invertir en títulos público nacionales, provinciales, municipales y entes autárquicos, en obligaciones negociables, en depósitos a plazo fijo en entidades financieras, en acciones de sociedades anónimas nacionales, mixtas o privadas, en

¹¹ La evolución del número de agentes y sociedades de Bolsa se consigna en el Gráfico 3 del anexo.

¹² En 1991, el entonces Presidente del Merval afirmaba que “no es para nada despreciable el número y la proporción de los inversores individuales. Nuestra Caja de Valores (...) posee hoy en día unas 400.000 cuentas abiertas, de las cuales ha no menos de 250.000 activas” (en *Ambito financiero*, 12/7/91). Del mismo modo, en 2007, el Presidente de la Bolsa afirmaba que en Argentina “solo el 3,3% de personas activas tienen actualmente acciones en la Bolsa” (Adelmo Gabbi, en *El Cronista Comercial*, 3/5/07).

¹³ Las obligaciones de las AFJP están enumeradas por la ley respectiva como así también los porcentajes máximos del total de fondos administrados que pueden poseerse en cada especie.

cuotas de fondos comunes de inversión, etc. Merece aclararse que en el caso de títulos del Estado o de sociedades extranjeras, los límites máximos de posesión son más reducidos que cuando se trata de títulos nacionales. Según datos del Merval (2007: 32), los fondos administrados por las AFJPs totalizaban, a fines de junio de 2007, \$96.761 millones, de los cuales habrían operado \$6.130 millones en el mercado bursátil. Aún cuando las AFJPs son numerosas, se trata de un mercado altamente concentrado.¹⁴

2) *Fondos Comunes de Inversión*. Creados en los años noventa, así se denominan los patrimonios integrados por diversos valores pertenecientes a diversas personas a las cuales se les reconocen derechos de copropiedad representados por cuotapartes cartulares o escriturales. Estos fondos se conforman con la contribución de un grupo de personas con objetivos semejantes de inversión y por su forma jurídica son condominios indivisos, es decir, el inversor conserva en todo momento la propiedad y delega la administración y la custodia de la inversión a terceros.¹⁵ La principal ventaja de estos fondos es que permiten una diversificación de la inversión y una gestión profesional de las operaciones. Existen fondos de inversión abiertos o cerrados según se permita o no rescatar los fondos cuando el inversionista así lo desee. Siguiendo al Merval (2007: 32), el patrimonio administrado por estos fondos alcanzó en el mismo ejercicio \$22.392 millones, de los cuales un porcentaje importante fue invertido en acciones.

Con la apertura de los mercados financieros, ni los inversores particulares ni los institucionales se limitaban exclusivamente a capitales argentinos. Bien por el contrario, en algunos períodos, los fondos provenientes del exterior parecieron superar con creces a los aportados por el ahorro local.¹⁶ Las evidencias parece señalar que, al menos hacia mediados de los años noventa, los capitales estadounidenses aventajaba y por mucho a los europeos:

¹⁴ Según datos de la Superintendencia de AFJP, “las tres AFJPs con mayor número de afiliados y aportantes (Orígenes, Met y Consolidar) concentran el 47% del total y, junto a las tres siguientes (Arauca Bit, Máxima y Nación), el 81%” (*Clarín*, 28/2/8:15).

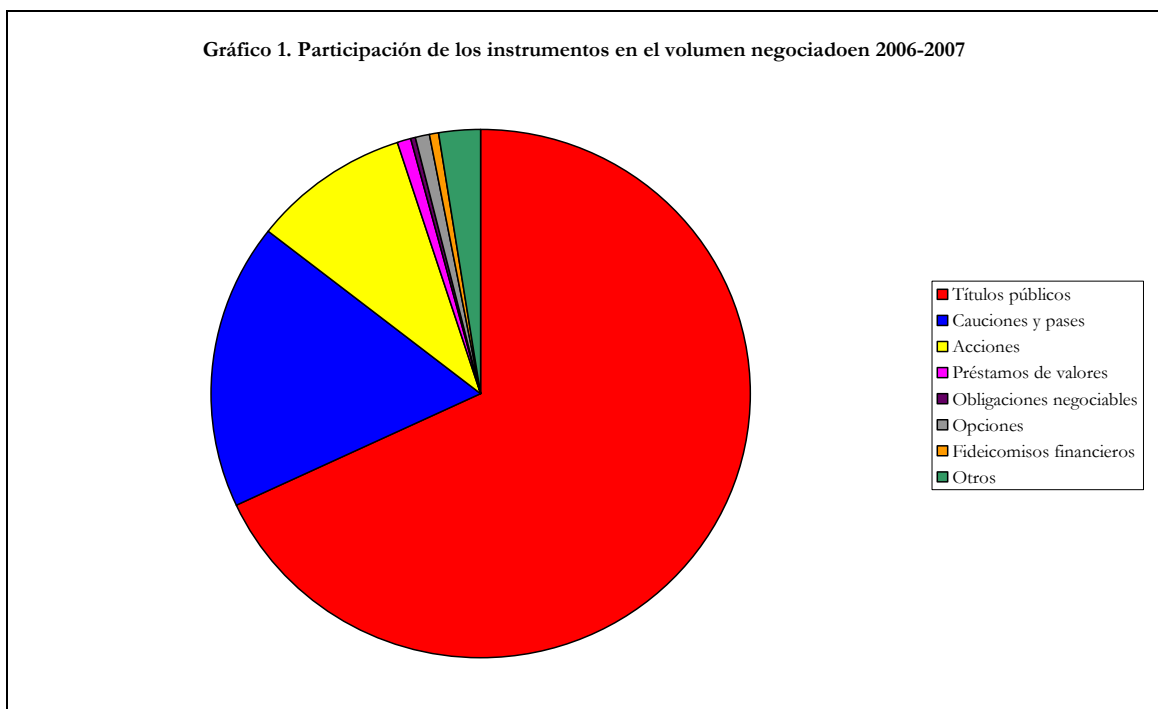
¹⁵ En estos casos, existe una Sociedad Gerente -que tiene a su cargo la dirección y la administración- y una Sociedad Depositaria -que se encarga del registro de suscriptores y de la custodia de los títulos. Estas sociedades deben ser totalmente distintas y cada fondo tiene un reglamento de gestión que establece con precisión su política de inversión.

¹⁶ Hacia 1994, un diario afirmaba que los inversores extranjeros habían acumulado 11.700 millones de dólares en acciones y bonos argentinos. Según esta misma fuente, se trataba del 60% de las acciones que se transan en la rueda (*Página 12*, 12/6/94).

9 de cada 10 fondos extranjeros con mayores inversiones eran norteamericanos (Página 12, 23/2/95).

Si bien es frecuente asociar las actividades bursátiles a la transacción de acciones, lo cierto es que la Bolsa ha desarrollado una gran diversidad de *instrumentos financieros* y algunos de ellos suelen superar holgadamente al capital movilizadado en las negociaciones accionarias. Los activos financieros pueden clasificarse según diversos criterios: 1) Según la rentabilidad (de renta fija o renta variable), 2) según el agente emisor (títulos público o privados), 3) Según la designación del titular (títulos nominativos, al portador o a la orden), 4) Según el soporte material que los sustenta (documentales o material). Entre los instrumentos que la Bolsa ofrece hoy a los inversionistas se encuentran: las acciones, los bonos públicos, las acciones PYMES, las obligaciones negociables, los valores fiduciarios, los cheques de pago diferido.

Aunque las acciones conocieron un cierto auge a principios de los noventa, los títulos públicos eran, en el ejercicio 2006-2007, los principales instrumentos financieros negociados en la BCBA.



Fuente: Memoria del Merval 2006-2007: 22

I. II. La Bolsa de Comercio: normativa, objetivos y organización

El mercado de capitales argentino está regido por una serie de normativas, de las cuales las más importantes son: la Ley de Oferta Pública de títulos valores y su reglamentación, la Ley del sistema integrado de Jubilaciones y Pensiones, la Ley de Fondos Comunes de Inversión, la Ley de Fideicomisos Financieros, los Decretos sobre

calificadoras de riesgo, las resoluciones administrativas de la CNV y los reglamentos internos de las entidades autorreguladas. Dentro de estos últimos se encuentran, el Estatuto y el Reglamento de la BCBA.

Además de un negocio que se pretende rentable, la misión del mercado de capitales consiste en convertir recursos de corto en largo plazo, canalizando el ahorro hacia la inversión pública o privada. Idealmente, este mercado habría de permitir un aumento en la rentabilidad de quienes ofrecen fondos y una disminución en costos para quienes los demandan a través de la transparencia, la legalidad y la seguridad de las transacciones. Los primeros incisos de los estatutos de la BCBA así lo subrayan: “1) facilitar toda clase de negocios lícitos y de operaciones mercantiles, cuidando su realidad, legalidad y seguridad; 2) cumplir las funciones que le confieran las disposiciones legales en todo lo referente a la cotización de títulos valores y auspiciar su realización; 3) auspiciar la realización de transacciones en monedas, metales preciosos, giros, letras de cambio, papeles de crédito comerciales y todo otro bien, servicio o mercadería; 4) Asegurar la veracidad del registro de las operaciones realizadas en sus recintos y su publicación para informar el precio corriente de los bienes y servicios negociados.”

Se ha dicho que la BCBA es una entidad “autorregulada”, esto significa que, en tanto entidad que agrupa personas que actúan en el mercado de capitales, esta institución establece las normas que regirán los actos de tales personas y que les aplicará un régimen disciplinario en caso de infracción de dichas normas (Geovenco, 1994: 213). Es por estas prerrogativas que suele afirmarse que las entidades autorreguladas cumplen una actividad de policía, delegada por el Estado, en defensa del interés general. Aunque la existencia de la CNV revela que la delegación no es absoluta, es evidente que las actividades de regulación y control de la Bolsa y de la Comisión estatal presentan cierta superposición. Y que la tendencia ha sido, en esta y otras bolsas, a alentar y reforzar los sistemas de supervisión y fiscalización internos más que los controles directos por parte de la burocracia pública.

La BCBA no sólo está compuesta por los accionistas del Merval que se desempeñan como intermediarios bursátiles sino que cuenta con alrededor de 4500

socios,¹⁷ para quienes la Bolsa funciona como un club de negocios.¹⁸ Los socios que se desempeñan en el mismo sector de actividad pueden constituir cámaras y sus presidentes participan del Consejo de la entidad. Lo interesante es que a la hora de convocar a elecciones, el voto de cada socio es equivalente.

En lo que respecta a su estructura organizativa, la BCBA revela cierta continuidad, ligeramente modificada en los últimos años. Por un lado, desde hace décadas, la Bolsa está conducida por un Consejo, una Mesa directiva y un Presidente. El Consejo está integrado por 36 miembros y sus funciones, como las del Presidente, son honorarias. Por otro lado, la estructura organizacional está compuesta por 240 empleados más 10 pasantes distribuidos en 4 gerencias.¹⁹ Aunque la BCBA ha conocido en los últimos años un proceso de reformulación de su organigrama, alentado por el diagnóstico de una consultora internacional (Arthur Andersen), su planta es particularmente estable. Así, si bien los canales de reclutamiento son variados, la bajísima rotación del personal (del orden del 1% al 4%) revela, en 2008, una estructura en la cual el promedio de edad es de 44 años y el de antigüedad en la institución de 16 años.²⁰ Los directivos de la Bolsa han preferido sistemáticamente la contratación de gente joven apenas graduada (por lo general abogados y contadores) y la retención de quienes han hecho carrera en la institución.

Evidentemente, la Bolsa no sufraga sus gastos operativos con el aporte de sus socios. Una estructura con más de 300 empleados y con una infraestructura edilicia de magnitud necesita otros recursos que son, básicamente, el canon para cotizar y la comisión a las transacciones. Todos los actores entrevistados coincidieron en considerar a la Bolsa como una institución rica y próspera. Y esa fue una de las razones esgrimidas para explicar la supervivencia de su organización tradicional.

¹⁷ Esta cifra constituye el promedio de la cifra manifestada por la guía en la visita guiada a la Bolsa y la publicada en la página de la entidad.

¹⁸ Cada nuevo socio de la Bolsa debe hacerse presentar por dos miembros de la casa y pagar una cuota de inscripción de \$550, luego cada uno tributa una cuota trimestral de \$72.

¹⁹ Las cuatro gerencias son: Técnica y de Valores negociables, de Operaciones, de Administración y Finanzas, de Desarrollo del Mercado de Capitales (según Memoria, 2005: 51).

²⁰ En los últimos años se ha registrado una disminución de la dotación de recursos humanos así como el rejuvenecimiento y el alza de calificaciones de la misma. Datos suministrados por la subgerencia de Recursos Humanos y publicados en la memoria de la entidad.

II. BREVE RESEÑA HISTÓRICA

II. I. De euforias, caídas y contradicciones: la BCBA hasta los fines de los años 1980

Los orígenes de la intermediación financiera en el Río de la Plata remontan a principios de siglo XIX, aunque las memorias oficiales de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA, 1934, 1954 y 2004) presenten algunas incongruencias al respecto. Si bien el desarrollo temprano de estas actividades tiende a ser subrayado por todos los relatos históricos, una cierta ambigüedad refiere a las continuidades o diferencias entre la institución y las primeras asociaciones de corredores locales. En efecto, ya en 1821 el gobierno de Bernardino Rivadavia promueve la formación de una Bolsa Mercantil y muchos de los protagonistas de esta experiencia se integran más tarde a la BCRA. No obstante, las denuncias de especulación y agio que pesaba sobre estos grupos y la persecución que los había llevado a desarrollar una actividad semiclandestina (y hasta itinerante) no constituyen referencias históricas muy valoradas.²¹

Con estos antecedentes, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) formaliza su existencia el 10 de julio de 1854 y constituye desde entonces el principal centro bursátil de la Argentina.²² Tres grupos confluyen en su seno: miembros conspicuos de la elite política porteña (con intereses económicos diversificados); comerciantes de origen extranjero y corredores de extracción menos prominente pero con mayor experiencia en las transacciones de oro que sería, durante décadas, la principal actividad de la entidad.

Espacio de aglutinamiento y representación de la elite local – a través de cámaras de distintos productos y de capitales tanto nacionales como extranjeros-, la BCBA reclamará un lugar central como interlocutora de las autoridades y como instancia de intermediación financiera. La capacidad política de la BCBA se corresponderá, entre fines de siglo XIX y principios de siglo XX, con una singular expansión de las actividades bursátiles. Beneficiada

²¹ De hecho, la asociación de este grupo de primeros corredores comerciales fue llamada peyorativamente “Camoati”, voz indígena que significa conjunto de avispas que se reúnen en un árbol y construyen su nido para luego deshacerlo y construir otro en distinto lugar.

²² Progresivamente, otras Bolsas Comerciales se desarrollarían en el interior del país. Entre ellas, merecen mencionarse la de Rosario (creada en 1884), la de Santa Fé (del mismo año), la de Mar del Plata (s/d), la de Córdoba (1900), la de Mendoza (1942), la de Bahía Blanca (1979) y la de Río Negro (1989). Aún cuando la de Rosario y Córdoba se destacan de las otras, la de Buenos Aires representaba, en diciembre de 2007, el abrumador 98% del volumen negociado en Bolsa en la Argentina. Según los datos provistos por la CNV.

por la estabilización del país y la expansión de la producción agropecuaria, la entidad construye uno de los edificios más imponentes del centro de la ciudad, en gran medida gracias a un notable aumento de sus socios. Los mismos pasaron de ser 1.850 en 1881 a 4.566 en 1888 (BCBA, 1954: 140). Este crecimiento se vio acompañado por la expansión de las actividades financieras que desembocaron en la crisis de 1890. En efecto, según datos de Etchepareborda (citado por Sidicaro, 1988: 25), los montos de las operaciones habrían escalado de 172 millones de pesos en 1886 a 496 millones de pesos en 1889; es decir que casi se triplicaron en apenas tres años. Pero la primera gran crisis de la Bolsa no sólo dejaría a la institución virtualmente paralizada por varios años sino que dañaría profundamente su reputación: varias de las novelas más famosas de la literatura realista de la época asociarían sus actividades con la especulación y la estafa.²³

Las primeras cuatro décadas del siglo XX introdujeron modificaciones importantes en la organización y las operaciones de la Bolsa pero desembocaron en un nuevo ciclo de euforia y colapso. En 1905, una reforma de los estatutos posibilitó la creación de Cámaras Gremiales integradas por asociados que operaban en el mismo sector de actividad. A partir de 1914 –con el decreto de inconversión del papel moneda nacional– la Bolsa pasó a centrarse en la negociación de valores públicos y privados que fueron reemplazando al metálico en sus transacciones. Así, si, en 1934, los valores privados representaban apenas el 4% del total; diez años más tarde concentraban más de la mitad (50,35%) de los movimientos de la institución (BCBA, 1954: 266). En un principio, la Bolsa reclamó entonces un lugar de importancia en la financiación de la expansión industrial. No obstante, si bien este crecimiento fue acelerado hacia comienzos de la década del cuarenta, tuvo como desenlace el crac de 1949 que selló el final de una época.

En el gobierno desde 1945, Perón introdujo una serie de modificaciones que se afirmaron frente a la crisis. A través del decreto-ley 13.353 del 29 de mayo de 1946, se dispuso la oficialización de la Comisión de Valores –creada en 1937 para regular el mercado–, la Superintendencia del Banco Central sobre las Bolsas y Mercados de Valores y

²³ Cf. *Quilotos* de Carlos María Ocantos, *Horas de fiebre* de Segundo Villafañe y *La Bolsa* de Julián Martel.

una reglamentación a la que debían ceñirse éstas y los comisionistas de Bolsa.²⁴ Como consecuencias de estas reglamentaciones, ciertas funciones hasta entonces privativas de la Bolsa fueron sometidas al control estatal: el acuerdo de cotización, el régimen normativo de las operaciones, el nombramiento de comisionistas de Bolsa, el registro de operaciones.²⁵ Pero el peronismo no sólo restó atribuciones a la Bolsa sino que desincentivó la compra y venta de acciones como medio de financiamiento del desarrollo. La nacionalización y la modificación de la Carta Orgánica del Banco Central concentraron en este organismo todo el ahorro colocado en los bancos comerciales y permitieron a las autoridades intervenir en la asignación de crédito, canalizando el capital hacia aquellas actividades consideradas como prioritarias (Cortés Conde, 2005: 149).

Aunque el derrocamiento de Perón y algunas de las políticas económicas implementadas en los años sesenta y setenta aspiraron a estimular una reactivación de las actividades bursátiles, la evolución de las mismas fue errática. Ciertamente, las políticas desarrollistas de apertura a las inversiones extranjeras hicieron subir la cantidad de sociedades cotizantes, de 306 en 1955 a 669 en 1961, alcanzando un pico histórico para el país. No obstante, los créditos subsidiados otorgados por los bancos, la laxitud de los controles (que permitió muchos negociados) sumados a la inflación y la devaluación monetaria conspiraron contra el interés de las empresas y los inversores en las colocaciones bursátiles. Del mismo modo, la inestabilidad política y el carácter contradictorio de las iniciativas estatales encontraron una clara ilustración en la reglamentación de las actividades bursátiles.²⁶ A fines de la década no quedaban más de 414 empresas cotizantes y los

²⁴ Las modificaciones se consolidaron tres años después a través de los decretos 12.793 de 1 de julio de 1949 y sus complementarios, la ley 13.571 del 23 de septiembre y el decreto 25.120 del 8 de octubre de 1949.

²⁵ En primer lugar, la Bolsa perdió la atribución de autorizar la cotización de valores. En segundo lugar, la Bolsa cesó de tener jurisdicción sobre el nombramiento de comisionistas quienes pasaron a depender directa y exclusivamente del Banco Central. Por último, la Bolsa quedó constituida bajo la forma de sociedad anónima con acciones nominativas.

²⁶ El golpe militar de 1966 en su intento de “normalizar” el capitalismo argentino dedicó una atención particular a la Bolsa que había emprendido ya cierta modernización. Por su parte, la BCBA lanzó el índice de Valor Nivel General donde se fundían los precios de todas las especies cotizantes ajustando los retiros e ingresos a la oferta pública mediante un coeficiente. Este hecho inauguraba el sistema de estadísticas que permitiría sintetizar la evolución de las actividades bursátiles. Uno de los miembros de la Bolsa devenido Ministro de Economía, Adalberto Krieger Vasena, propuso sancionar la ley 17.811 que incorporaba al país ciertas reglamentaciones y experiencias de los mercados desarrollados. Se trataba de cubrir un gran vacío regulatorio para salvaguardar los intereses de los inversores. Con ese fin, fue creada la Comisión Nacional de

montos efectivos en moneda constante se habían replegado de \$ 271 millones en 1961 a \$54 millones en 1965 y a apenas \$ 33 millones en 1970 (BCBA, 2004: 149).

Paradójicamente, la historia de la BCBA a partir de 1955 revela el desajuste entre las dos formas de poder que se le asocian. En efecto, al tiempo que la BCBA perdía protagonismo como vehículo para canalizar fondos hacia la inversión, se consolidaba su centralidad como portavoz de los valores e intereses de las elites económicas. En lo que respecta a la financiación del desarrollo industrial, la BCBA se encontró pronto con la desconfianza de autoridades y usuarios que prefirieron recurrir a otras fuentes para obtener capitales y ubicar sus ahorros. Ahora bien, si otras organizaciones se revelaron más atractivas en lo que respecta a las funciones estrictamente económicas, la ausencia de espacios unificados de representación de las clases altas y del empresariado local reforzaron el papel de la Bolsa como representante de los intereses patronales. Según Sidicaro (1988: 4), “los roles políticos de la entidad argentina fueron durante mucho tiempo notablemente más importantes que los de estricto carácter bursátil”.

Cierto, el estatuto de la BCBA manifiesta expresamente que uno de sus objetos es petitionar frente a las autoridades “una adecuada legislación relativa al comercio, producción, finanzas, y economía en general”,²⁷ no obstante, la orientación “gremial” asumida por la entidad devino una fuente de conflicto en el seno de la organización.²⁸ A partir de 1971 convivieron dos listas en la elección de sus autoridades: una, asociada a los agentes de Bolsa, que buscaba retrotraer la organización a sus tareas específicas, las actividades bursátiles, y otra, vinculada a los grandes empresarios representados en la entidad, que consideraba a la institución centenaria como un espacio de representación de los reclamos de las elites locales.

Valores (CNV) que detenta, desde 1969, un poder de policía sobre el mercado de capitales. Esta normativa no alcanzó a reavivar las actividades bursátiles y hacia 1971, el Ministro Aldo Ferrer propuso desgravar la compra de nuevas acciones, provocando una cierta reactivación. Pero la conflictividad política se hizo sentir en el recinto bursátil con el pánico generado por un rumor de 1973 según el cual las acciones se harían nominativas y se suspendería el secreto bursátil y bancario. Aún cuando estas medidas no fueron adoptadas, el repunte no sobrevino (e incluso en este caso de manera transitoria y de implicancias dudosas) hasta 1976.

²⁷ Inciso 5 del artículo nro. 1 del Estatuto de la BCBA.

²⁸ En este punto seguimos el análisis de Sidicaro (1988: 53-80).

Frente a la merma de empresas cotizantes y al desinterés de los inversores en las acciones de las mismas, la BCBA tendió a concentrar sus actividades en la transacción de títulos públicos. Siguiendo datos de Berardi (1974: 30), las transacciones de títulos públicos que representaban el 10% del mercado bursátil en 1960, alcanzaron el 66% en 1970, el porcentaje habría trepado, según Schvarzer (1990: 3), al 89% de dichas operaciones en 1976, manteniéndose en torno del 80% del total operado en el período 1984-1988.

II. II. La BCBA frente a la globalización financiera: efectos paradójales

Como hemos observado, la reducida presencia de la Bolsa en la financiación de las actividades productivas se correspondió hacia la década de los 1970 con el desarrollo de las transacciones de títulos públicos. Si bien la colocación de éstos últimos tendía a ser compulsiva, la Bolsa garantizaba luego su liquidez. Sin estas colocaciones del Estado, el mercado bursátil hubiera reducido aún más su significación en la economía local.

La importancia de la Bolsa y su articulación con el mercado financiero internacional conocería un vuelco hacia principios de los noventa. El antecedente más mencionado de este cambio es el llamado “Big Bang” londinense de 1986. Así se designa a la ampliación del ámbito de acción y de la normativa de la Bolsa inglesa que anticiparía lo que ocurriría más tarde en otros países de occidente. En efecto, el mundo pequeño de los comisionistas de Bolsa se abrió a la intervención directa de bancos y entidades financieras y se reemplazó progresivamente la rueda presencial de operaciones por una red de computadoras que conectaron el recinto con los grandes mercados del mundo.

En la Argentina, como en los grandes países de América Latina, la aplicación de las reformas estructurales dio, conjuntamente a la estabilización de la moneda, un fuerte impulso al mercado de capitales. Luego de décadas de alta inflación y de dos picos hiperinflacionarios, las actividades económicas recobraron, con la ley de convertibilidad, cierta perspectiva de largo plazo. La inflación que había permanecido en tres dígitos entre 1975 y 1989 y había trepado a 3080% y 2310% en 1989 y 1990 respectivamente, descendió bruscamente a partir de abril 1991 y se mantuvo, por casi una década, entre las más bajas de mundo. Pero en lo que respecta específicamente al mercado bursátil, fueron las privatizaciones las que llevaron a varias grandes empresas a cotizar en Bolsa, al tiempo que se incrementaba el volumen de capital disponible para la inversión gracias al ingreso del país en el plan Brady. La reforma del sistema de jubilaciones y pensiones y el desarrollo de inversionistas institucionales incrementó asimismo los fondos locales a negociar en este tipo de actividades.

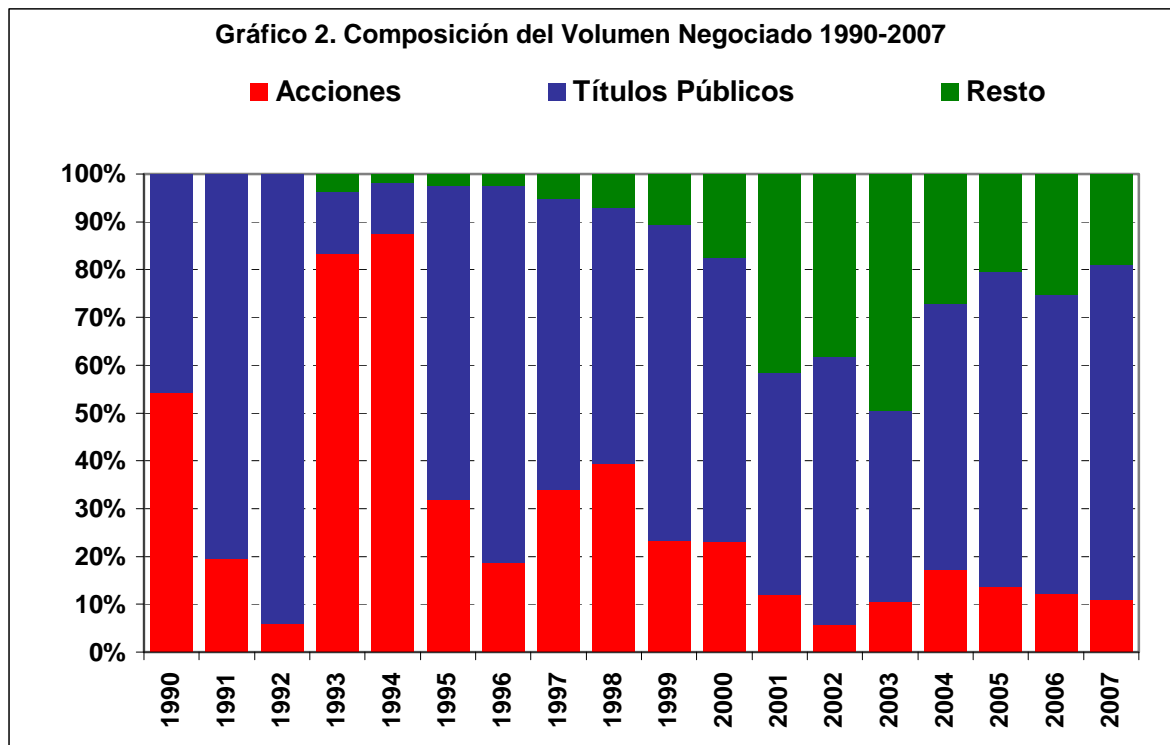
A partir de 1989 y sobre todo de 1991, las actividades bursátiles conocieron, en la Argentina, no sólo un extraordinario repunte sino, por primera vez en muchos años, un crecimiento relativamente sostenido. Si a fines de los años ochenta, el índice de actividad de la BCBA era de aproximadamente 600 mil dólares diarios, en el apogeo del programa de convertibilidad este mismo índice había trepado a 130 millones de dólares (IADER, 2000: 29). Igual situación expresa el volumen promedio diario de transacciones que entre 1988-1991 había sido de 11 millones de dólares y que en 1994 alcanzaba los 514 millones de dólares; tras la caída provocada por el efecto tequila, dicho indicador se recuperó, al alcanzar 597 millones de dólares en julio de 1996 (Macchi, 1996: 3).²⁹

No obstante, a los relatos eufóricos sobre la década de los noventa merecen anteponerse varios matices. El alza experimentada por la BCBA no logró contrarrestar el retraso de Buenos Aires como plaza bursátil en relación con sus pares latinoamericanas ni alentar una canalización regular de inversiones hacia el sector privado. Por un lado, hacia principios de la década de los noventa, la relación entre capitalización bursátil/PBI era de 5,20% en la Argentina frente al 7,7% en Brasil, 15,87% en México y 50,80% en Chile (Marinozzi, 1990: 50). Esta distancia se mantuvo hasta mediados de la década: según datos de la BCBA, hacia mediados de 1996, el mismo indicador era de 12,76% en Buenos Aires, frente al 14,57% de Medellín; 26,27% y 27,66% en Río de Janeiro y San Pablo, respectivamente; 41,47% en México y 123,43% en Santiago de Chile (Macchi, 1996: 6).³⁰ Por otro lado, la BCBA no logró revertir la tendencia secular registrada desde los años sesenta a una disminución de las empresas cotizantes: si en 1991, las mismas alcanzaban el número de 170, en 1998 habían caído a 131 y en 2002 eran apenas 83. El avance de la Bolsa en la financiación del sector privado se reveló, por tanto, pasajero. Como la propia memoria de la institución lo apunta, “Observando las diferencias anuales, 1997 había resultado el último ejercicio favorable para el sector accionario. De allí en más, cuatro años de signos negativos, con incremento en la cartera de títulos públicos sobre el papel

²⁹ Este *boom* era registrado y celebrado por la prensa de la época: “...en 1991 se quiebra definitivamente una tradición de tres lustros durante la cual la opción fue la tasa o el dólar salvo en momentos muy puntuales y concretos” (*Ámbito financiero*, 31/12/91).

³⁰ Cabe aclarar que los datos mencionados por estos autores difieren levemente de los registrados por el IAMC e incluidos en el anexo de este trabajo. Las diferencias no son significativas a los fines de este estudio.

privado” (BCBA, 2004: 185). Como ilustra el gráfico 2, y en continuidad con lo ocurrido desde la segunda postguerra, la mayor parte del volumen bursátil remite, en el período 1990-2007, a operaciones con títulos públicos.



Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

Más allá de la evolución (ahora matizada) de las transacciones, los cambios en los mercados financieros y en la política económica doméstica no tuvieron solo implicancias positivas para la BCBA. El incremento de los volúmenes desafió su centralidad en el mercado de capitales e implicó un notable incremento de la competencia, tanto para la institución como para los comisionistas tradicionales. En general, es la competencia externa la que suele mencionarse y con razón: las acciones de las grandes empresas que operan en la Argentina pueden ahora negociarse libremente en los grandes mercados del mundo³¹ y muchas de las compañías adquiridas por capitales extranjeros optaron por retirarse de la plaza local. Pero también la competencia interna ha sido significativa.

³¹ Aunque merece señalarse que los grandes *brokers* norteamericanos ya tenían filiales en el país desde hacía más de dos décadas y que la sucursal argentina de la Merrill Lynch era la de mayor tamaño fuera de los Estados Unidos (Schvarzer, 1990: 30). Devenida Sociedad de Bolsa del Merval, en 1995, la misma ocupa el primer puesto del ranking de operaciones en la actualidad.

Un conjunto de instituciones, bancos comerciales públicos y privados, compañías financieras y casas de cambio, crearon el Mercado Abierto Electrónico (MAE) que se identifica hoy con las “operaciones extrabursátiles” y que, en muchos sentidos se superpone con las actividades desarrolladas en el seno de la BCBA. El MAE comenzó a funcionar en 1989 y, desde marzo de 1993, es una entidad bajo la supervisión de la CNV.³²

Aunque el ámbito “natural” de negociación de los distintos instrumentos financieros fue centro de la disputa entre los dirigentes del mercado bursátil y el extrabursátil, desde un principio, el primero se especializó en los papeles privados y el segundo en los títulos públicos. Si consideramos que fueron estos últimos el principal negocio del mercado de capitales, con algunos breves períodos de interrupción, los datos del Cuadro 1. expresan cabalmente la porción del negocio retenida por el MAE.

Cuadro 1. Montos negociados por el MAE y la BCBA (en miles de pesos).

Institución /Año/Título	1990		1995		1998	
	Títulos Públicos	Títulos Privados	Títulos Públicos	Títulos Privados	Títulos Públicos	Títulos Privados
MAE	97	7	98	3	97	5
Bolsa	3	93	2	97	3	95
Total	100 (15 055 549)	100 (450 214)	100 (150 658 229)	100 (6 978 157)	100 (175 722 032)	100 (15 172 294)

Nota: Las cifras consignadas son de ventas totales más cartera propia.

Fuente: M.A.E. S.A. Y Boletín Semanal de la Bolsa de Comercio de Bs. As. Los datos son gentileza de la CNV y el cuadro es elaboración propia.

A esta competencia entre instituciones, se sumó el avance de los bancos en las actividades propiamente bursátiles. El Merval modificó sus estatutos, en 1989, y permitió la creación de Sociedades de Bolsa. En pocos años, estas últimas representaban

³² Merece aclararse que el MAE tiene sus antecedentes en la creación de un Mercado Abierto de Títulos Valores en 1970 que comenzó a operar a fines de la década. Pero no es sino con la sanción de la Resolución Nro. 128 (de 1988) que se crea una corporación que funcionará como un ámbito electrónico para la realización de operaciones *over-the-counter*. En dicha resolución se estableció que todos los agentes (*Broker-Dealers*) participantes en el Mercado, deberían estar interconectados a través de un sistema electrónico común para la realización de sus operaciones. Es entonces el año 1989 el que se toma como fecha de inicio de las actividades del MAE. Cf. <http://www.mae.com.ar>, consultado en noviembre 2007.

más de un tercio de los intermediarios del recinto y se ubicaban entre los primeros puestos del ranking por derechos de operaciones.³³

Pero esta competencia entre instituciones y comisionistas no fue fácil. En efecto, una primera aproximación al mercado de capitales argentino revela hoy dos hechos contradictorios: la multiplicidad de actores que lo componen y la poca profundidad del mismo. Una comparación sistemática entre el mercado bursátil y extra-bursátil no hace sino acentuar esta perplejidad inicial, obligándonos a descartar una clara división de tareas. Ciertamente, el MAE es un mercado mayorista sin garantía de compensación y el mercado bursátil, un mercado minorista donde el Merval garantiza todas las operaciones. No obstante, la superposición es evidente en varios aspectos: muchos de los intermediarios operan en ambos escenarios;³⁴ los títulos públicos concentran, en ambos casos, la mayor parte de la operatoria; los dos utilizan portales electrónicos; tanto la Bolsa como el MAE están sometidos a la misma gerencia de control de la CNV.³⁵ La pregunta que se desprende naturalmente de esta constatación es ¿cómo ha logrado sobrevivir esta segmentación organizacional en un mundo globalizado?

Ciertamente podría alegarse, como lo hicieron muchos de los actores entrevistados, especificidades locales de larga data. La composición tripartita del mercado bursátil precede a la creación de la agencia pública que las ha sometido a su control y la Bolsa detenta con orgullo una continuidad institucional que la diferencia y la prestigia frente a otras organizaciones del país. Nada quita, sin embargo, que los mercados financieros han protagonizado un intenso proceso de integración internacional y que esa integración se ha correspondido, en la Argentina, con la estandarización de normativas, instrumentos y prácticas de gestión.

³³ Vale aclarar que algunos Agentes bursátiles, que supieron reconvertirse a las nuevas reglas, retuvieron altas posiciones: Allaria Ledesma o SBS Sociedad de Bolsa ocupaban hacia principios de 2008, el tercer y sexto puesto respectivamente. Las Sociedades de Bolsa asociadas a entidades bancarias concentraban, no obstante, las primeras posiciones. Cf. Ranking Derechos de Mercado de Concurrencia, Merval, marzo 2008.

³⁴ Tras cotejar la nómina de agentes del Merval y del MAE, los nombres de los mismos permiten identificar al menos 19 intermediarios que operan en ambos mercados. Su nómina se incluye en el Cuadro 1 del Anexo.

³⁵ Nos referimos a la Gerencia de Intermediarios, Bolsas y Mercados.

Una mirada sincrónica no parece suficiente para comprender este proceso. La peculiar composición del mercado de capitales local era, hacia fines de 2007, un hecho aceptado y hasta naturalizado para la mayoría de los entrevistados. Ciertamente, los empleados del MAE, de la CNV e incluso algunos agentes modernizadores criticaron en las entrevistas esta segmentación. No obstante, todo parece indicar que cada miembro encontró su lugar, estableciendo una relación relativamente armónica, o cuanto menos respetuosa, frente a los otros participantes del mercado. Estos testimonios se corresponden con lo sucedido en los últimos comicios: se han presentado listas únicas en las elecciones de autoridades de la Bolsa y el Merval y los vínculos entre estas instituciones, el MAE y la CNV son juzgados hoy como “constructivos” por el personal de estas organizaciones. La prensa, que sirvió de caja de resonancia de las tensiones, daba cuenta también de esta pacificación.³⁶

III. LA BOLSA DE BUENOS AIRES: ENTRE MODERNIZACIÓN Y TRADICIONALISMO

III. I. Bancos vs. Bolsa: la tentativa unificadora en el auge del mercado de capitales

El primer gran acto de la contienda entre los bancos, la Bolsa y las autoridades nacionales estuvo dado por la sanción de la ley de Emergencia Económica que, en vísperas de una gran transformación, alentaba la integración de los distintos componentes del mercado de capitales. Como la integración se revelaba difícil, el gobierno nacional autorizó el funcionamiento del MAE. La Bolsa y el Merval no hicieron esperar sus reacciones y se resistieron a esta medida con un proyecto alternativo.³⁷ Se inauguraría así un largo proceso de negociación cuyas dificultades se revelaron no en las declaraciones virulentas de las distintas instituciones y las innumerables reuniones para acercar a las partes sino también en la inestabilidad de las autoridades designadas al frente de la Comisión Nacional

³⁶ Al respecto, el titular de la Caja de Valores concluía: “estamos en un año fundamental para el mercado bursátil. Y eso es así porque se ha conseguido una armonía de las conducciones de las distintas entidades como hace mucho tiempo no se conseguía” (*Ámbito financiero*, 18/7/05). Un año más tarde, la BCBA, el Merval, el MAE y la Caja de Valores compartían un foro para analizar el sistema financiero y manifestaban afinidades y coincidencias. Cf. *El Cronista Comercial*, 27/4/06. En una semblanza de Juan Bautista Peña se concluía que “hoy en día, donde afortunadamente las entidades del sistema conviven en armonía, es difícil pensar en años donde las divisiones internas creaban elecciones plenas de dramatismo (y hasta con pujas feroces, entre las listas)” Fontana (2007: 4).

³⁷ La reacción conjunta de la BCBA y el Merval fue proponer la constitución de un mercado integrado, compuesto por dos sectores: la rueda (correspondiente al sistema de información bursátil (SIB) y el mercado continuo (SIC, con participación de los bancos) (BCBA, Memoria 1989: 29).

de Valores.³⁸ La misma quedaba presa de una disputa que, según un alto funcionario, expresaba

“un conflicto de intereses entre los intermediarios en la comercialización de títulos valores. Por lo tanto, tiene como finalidad ver quién se queda con la mayor porción del negocio de la intermediación” (Aiello en *Mercado*, 28/2/90: 57).

Bien lejos de la impersonalidad que suele asociarse a los mercados financieros, dos hombres se enfrentaron públicamente por el control del mercado de capitales: José Bautista Peña (BCBA) y Rodolfo Lanús de la Serna (MAE). Además de Presidentes de sus respectivas entidades, cada uno de ellos presentaba atributos diferenciados. El primero sintetizaba una trayectoria diversificada como miembro de sociedades anónimas del sector agropecuario e industrial y se desempeñaba como Agente de Bolsa.³⁹ En tanto líder de la institución, ocuparía la Presidencia en tres períodos: 1960-1964; 1987-1992 y 1999-2002. Lanús de la Serna era presidente del Bank of New York y de la Cámara Agentes del Mercado Abierto (CADEMA).

Según los integrantes del MAE la creación del mismo no remitía a una voluntad de autonomía sino a la resistencia de los agentes tradicionales a incorporarlos al mercado bursátil y abrirse a la competencia. De acuerdo con este diagnóstico, era solo la preservación de “pequeños negocios” la que justificaba la segmentación. Para de la Serna, lo que estaba en juego era el enfrentamiento entre “dos filosofías”:

“por un lado, la que sostiene que un mercado de capitales no se puede construir en el mundo de hoy si no se apoya en un alto profesionalismo, elevados patrimonios y la utilización de los sistemas informáticos; por otro lado, la que cree en los principios corporativos, donde el criterio profesional no está dado por la competencia y la calidad sino porque goza de una patente”(de la Serna en *A fondo*, 1/90).

Estos modelos de gestión que se resistían al cambio no sólo conspiraban contra la libre competencia entre intermediarios, alentaban además una operatoria centrada en la información privilegiada y la colusión de intereses:

³⁸ El modo en que la CNV era comprometida por el conflicto, se revela en las declaraciones de un observador de la época. Según un dirigente de la Cámara de Fondos Comunes: “Todo se ha vuelto corporativo de manera hartamente pernicioso. (...) Y, en el caso expuesto, el tironeo entre bursátiles y extrabursátiles deja en alejado plano a la única y autárquica entidad, que debe velar por el simple inversor del sistema: como es la maltratada imagen de nuestra CNV” (*Ambito financiero*, 4/5/89).

³⁹ Cf. Sidicaro (1988: 79) y Fontana (2007).

“Los mercados de capital de riesgo, como son las acciones, necesitan del inversor que invierta en las empresas no sólo porque conoció un secreto en el mercado, que no es lo correcto. El ‘inside information’ en este país es una de las ciencias para hacer una buena inversión, y es un delito en el resto de los mercados del mundo” (Lanús de la Serna en *El Cronista Comercial*, 2/8/89).

Para oponerse a estos argumentos, el mercado bursátil subrayaba la transparencia de sus mecanismos de autorregulación y alentaba, en cambio, sospechas sobre la operatoria de su concurrente. Según Peña,

“Nadie controla al mercado abierto, la veracidad de sus operaciones y todo se maneja a un viva la pepa” (Peña en *El Cronista Comercial*, 21/9/08).

La reacción estaba planteada abiertamente contra los bancos y Peña no escatimaba argumentos a la hora de denostar la actuación de estos últimos en la historia reciente:

“Creo que los bancos deben guardar piadoso silencio sobre las bondades de los bancos en la Argentina, ya que en el sistema hemos visto a operadores de mesa transformarse en banqueros, mientras la sociedad soportaba la pérdida de los que quebraban. Además hay que tener en cuenta que en los mercados de capitales no hay bancos centrales que, con redescuentos, fusiones y otras intervenciones producen salvamentos milagrosos” (Peña en *La Nación*, 3/10/98).

Detrás de esta disputa, estaba en juego la definición misma de mercado. Mientras Peña juzgaba que “es necesario contar con mercados fuertemente regulados y no librados a la mano de Dios”, un banquero respondía que “la mano de Dios que tanto aflige a la Bolsa no es otra cosa que la libertad y la competencia” (en *La Nación*, 19/5/90). Peña contraatacaba: “Sin instituciones no hay sistemas y sin sistemas no hay mercados” (en *Ámbito financiero*, 11/7/90).

La tercera institución comprometida en la disputa, el Merval, dio un paso, hacia fines de 1989, para acercar posiciones: en una asamblea extraordinaria autorizó, por unanimidad, el funcionamiento de personas jurídicas como intermediarios. Los bancos podrían operar en la Bolsa. Esta situación transformaría profundamente al mercado de capitales: los agentes no sólo perdería a los bancos como clientes sino que además deberían enfrentar una fuerte competencia dada la escala de operatoria de las instituciones bancarias. Todos los observadores auguraban un proceso de concentración, en la medida en que la pequeñez del mercado local no parecía resistir la existencia de más de una centena de agentes.

La “bancarización” del Merval no se hizo esperar. Hacia mediados de 1992, un tercio de sus intermediarios ya eran Sociedades de Bolsa y la mayoría de ellas estaban respaldadas por entidades bancarias.⁴⁰ De los 26 bancos nucleados en la Asociación de Bancos Argentinos (ADEBA), 17 contaban ya con una acción del Merval que les permitía operar en Bolsa. Bien diferente era el caso de los bancos extranjeros agrupados en la Asociación de Bancos de la República Argentina (ABRA) de cuyos 36 asociados apenas 5 estaban en esta situación (*Ambito financiero*, 16/6/92). No obstante, también aquí los avances fueron laboriosos: en reiteradas oportunidades los banqueros se quejaron de las crecientes exigencias administrativas impuestas por el mercado de valores para autorizar la creación de Sociedades de Bolsa, de las altas comisiones de la Caja de Valores⁴¹ y del costo de la acción exigida para incorporarse al Merval. En efecto, en la medida en que el negocio bursátil parecía augurar fuertes ganancias y tentaba a muchas entidades financieras, la acción del Merval (llamada VALO) llegó a venderse, en 1992, a 1.200.000 dólares (*La Nación*, 19/4/92), un precio mayor al de su equivalente en Wall Street.⁴²

La relativa apertura del Merval no alcanzó para zanjar el conflicto. Por un lado, frente a las exigencias jurídicas y económicas de esta entidad, los bancos amenazaron con crear una Bolsa paralela. Por otro lado, el decreto 289/90, en franca oposición con la Ley de Emergencia Económica, obligaba a los emisores de acciones a elegir a uno de los dos mercados para comercializar esos títulos. La apertura de capital de la empresa telefónica local, que inauguraba el proceso de privatizaciones, avivó la competencia entre los actores bursátiles y extrabursátiles. Una primera decisión gubernamental pareció beneficiar al MAE. Por decreto 1541 de agosto de 1990, se autorizó la negociación de acciones en varios recintos: las acciones dejaban de ser patrimonio exclusivo de la Bolsa. Las solicitadas y

⁴⁰ En este proceso de recomposición, a la venta de acciones del Merval y la persistencia de los agentes tradicionales, se sumaron las fusiones entre agentes y entidades bancarias. Ver Cuadro 2 del Anexo.

⁴¹ Pueden encontrarse este tipo de quejas en los testimonios recogidos por *Mercado* (31/5/90), *El Economista* (22/5/92) y *Clarín* (11/6/92).

⁴² Como lo afirma en *Negocios* (7/92) y *Panorama* (08/92). Según esta última publicación, en el mismo período, un asiento en el New York Stock Market de Wall Street estaba valuado en 500.000 y 700.000 dólares. Para la evolución de la acción del Merval, ver Gráfico 4 del Anexo.

peticiones se encadenaron nuevamente y el decreto demoró su publicación oficial. Para el MAE, se trataba de “una encrucijada”:

“los caminos se separan, por una estrecha y tortuosa senda retrocederán los defensores del ‘status quo’ y de los privilegios corporativos, profesionales del ‘lobbying’, los temerosos de la competencia y los amantes de los negocios garantizados; por el ancho y recto camino, en cambio, avanzarán los que creen en la libre iniciativa y la asunción de riesgos, los que ponen en juego sus patrimonios e incorporan las nuevas tecnologías, los que exigen competencia, los que sienten que hay nuevamente lugar para la aventura empresaria creadora de riqueza y bienestar” (de la Serna en *Ámbito financiero*, 6/9/90).

Aunque finalmente las acciones pudieron negociarse transitoriamente en ambos mercados, las tensiones estuvieron lejos de disiparse. Con la administración de Martín Redrado, se alentó un acercamiento entre las partes que propició una fractura entre los bancos y en el interior del Merval. Un primer signo de acercamiento estuvo dado por el reemplazo de los dirigentes que más habían radicalizado las posiciones en conflicto: Juan Bautista Peña dejó la Presidencia a Carlos Dietl y los dirigentes de ADEBA, Roque Maccarone y Eduardo Escasany, tomaron el lugar de Rodolfo Lanús de la Serna en la representación de los bancos. En este último caso, las entidades argentinas (miembros de ADEBA, que ya operaban en Bolsa) parecieron traicionar a sus pares extranjeros (agrupados en ABRA y excluidos del negocio bursátil): el MAE corría el riesgo de quedar muy debilitado.⁴³ Este principio de acuerdo tuvo ecos en el Merval porque ADEBA exigía acceder a 3 de los 9 puestos en el directorio de la entidad y que la misma consolidara su control sobre la Caja de Valores en detrimento de la Bolsa. El Merval obtendría a cambio la autorización de una “rueda continua” que se asemejaba a la realizada en el MAE (por diferencia de precio y no por precio único).⁴⁴

Tras numerosas negociaciones, un acuerdo fue anunciado en marzo de 1993, pero los ajustes y reajustes se sucedieron. La intención oficial era acordar a la Bolsa exclusividad en la operatoria de acciones y al MAE exclusividad en la negociación de títulos públicos. El Merval se comprometía por su parte a ceder mayor protagonismo a los bancos en su directorio, a acordar a los intermediarios sin acción del Merval el estatuto de

⁴³ Para un relato de los acontecimientos, ver: *Ámbito financiero* (9/6/92, 11/6/92); *El Economista* (12/6/92) y *El Cronista Comercial* (12/6/92).

⁴⁴ De este modo, “la Bolsa incorporará la mecánica del MAE, luego de años de resistir y criticar fuertemente esta forma de realizar los negocios por parte de los banqueros”, según *Página 12* (26/8/92).

“promotores y distribuidores” y a modificar la operatoria de ciertos papeles. Aunque el mercado bursátil logró retener la exclusividad de las acciones sin ceder los títulos públicos, algunos miembros de la Bolsa, liderados por Peña, seguían temiendo un “copamiento” por parte de los bancos. Como corolario, las tensiones entre BCBA y MAE se trasladaron ahora al seno de las entidades bursátiles: en las elecciones de abril de 1993, Peña se enfrentó a un candidato del Merval apoyado por los bancos. Los modernizadores lograron imponerse por 450 votos. Este viraje se consolidaría al año siguiente con la elección de Julio Macchi, por lista única, a la conducción de la Bolsa porteña.

Paradójicamente, el Merval, que había permanecido relativamente unido frente a las transformaciones, experimentó, en 1994, un enfrentamiento entre dos listas: la oficialista, con Fernán Peralta Ramos apoyado por los bancos de ADEBA y por Julio Macchi, partidaria de imprimirle mayor celeridad a los cambios y la opositora, liderada por Luis Corsiglia, preocupada más por la “velocidad que por el contenido” de las transformaciones (*El Economista*, 30/9/94). Aunque la elección fue reñida, la victoria de los primeros parecía augurar, una vez más, la unificación del mercado bursátil y extra bursátil. El nuevo titular del Merval afirmaba que

“...la eliminación del MAE [no sería] de un día para el otro, sino un proceso que se va a ir dando a lo largo de los próximos años, aunque una meta ambiciosa sería lograrla en el próximo ejercicio” (en *La Nación*, 7/10/94).

Hacia 1995, los efectos locales del tequila dejaron esta iniciativa en suspenso. Y ello en gran medida porque la caída estrepitosa de los volúmenes transados no solo afectaba la rentabilidad de los intermediarios de Bolsa sino que contribuía a redefinir profundamente el sistema bancario argentino. El repliegue de las tentativas integradoras y la situación crítica del país avivaban los conflictos en el seno del mundo bursátil.⁴⁵ El antagonismo se reprodujo en las elecciones de 1996. No obstante la virulencia de los opositores, el oficialismo logró retener el control de la entidad. Un nuevo acuerdo era firmado por el Merval y el MAE para compensar y liquidar de forma unificada las operaciones con títulos y acciones pero el mercado de capitales argentino preservó su segmentación.

⁴⁵ Más de 100 socios presentaron una carta criticando al Presidente Macchi por no defender eficazmente los intereses del sector y por “no disentir con los juicios del gobierno” (*La Nación*, 28/3/96).

III. II. La crisis, la segunda tentativa unificadora y las alianzas improbables

Hacia fines de la década de los noventa, la liberalidad del modelo económico argentino y la equiparación de los capitales nacionales y extranjeros redundaron en una profunda extranjerización de la propiedad local. Esto comprometió tanto a las grandes empresas argentinas que cotizaban en Bolsa como a las entidades bancarias que competían con los operadores tradicionales. En lo que respecta a las empresas, si se analiza el ranking diseñado por la revista *Mercado*, se constata que mientras en 1989, de las 10 empresas con mayor volumen de ventas, 7 eran de origen nacional y 3 de origen transnacional; en 2001, 8 eran extranjeras y apenas 2 argentinas (Beltrán, 2008: 158-159). En cuanto al sistema bancario, Bleger (2000:23) afirma que la Argentina se había convertido en el país latinoamericano con más altos índices de extranjerización de la banca: en 2000, las entidades extranjeras controlaban el 50% de los bancos y el 51% del total de los activos.

El primer proceso tuvo efectos muy negativos para las actividades bursátiles. Si la apertura a capitales externos había dado inicialmente volumen al mercado local, la compra de empresas locales por multinacionales extranjeras provocó el retiro de muchas de ellas de la plaza bursátil argentina.⁴⁶ La venta de YPF a Repsol, a mediados de 1999, no hizo sino agudizar esta caída de la liquidez y la compra de Telefónica del 100% de su filial argentina selló el final de un ciclo de auge que esta misma compañía había contribuido a iniciar diez años atrás. Uno de los dirigentes opositores de la BCBA constataba amargadamente:

“Esto es el Teatro Colón: el Gobierno o los bancos de inversión hacen las presentaciones de bonos o acciones acá, convidan canapés y masitas, pero los negocios se los llevan a Nueva York (Guido Tavelli en *Clarín*, 21/4/99).

Las autoridades de la Alianza, que llegaron al gobierno en 1999, afirmaron otorgar un lugar central al mercado de capitales, pero no respondieron a los reclamos de los dirigentes bursátiles. Por un lado, fueron negativas las reacciones gubernamentales al proyecto para blanquear o repatriar capitales a través del mercado accionario. Por otro lado,

⁴⁶ Hacia 1999, Terrabusi (devenida parte del grupo Nabisco), Minetti y Cía (Cargill), Compañía Química y Alejandro Llauro (Procter and Gamble), Bonafide (Grupo Costa), dejaron de cotizar. Otras empresas permanecían aún en el recinto a pesar de haber pasado a manos extranjeras: Bagley (Danone), Banco Francés (BBV), Sevel (Peugeot), Astra (Repsol). Su permanencia en el mercado bursátil local era considerada, en el mediano plazo, al menos dudosa (*Clarín*, 18/2/99).

las necesidades fiscales llevaron a las autoridades a terminar con un régimen de excepción y aplicar el IVA sobre las comisiones de intermediación.

Como consecuencia de este contexto económico y político adverso, el valor de la acción del Merval cayó de manera significativa, obligando al mercado a rescatar, en repetidas oportunidades, acciones que en el pasado eran altamente codiciadas (*El Cronista Comercial*, 31/3/99; *La Nación*, 17/2/00). Las conclusiones de cronistas de muy diversos medios no parecían dejar lugar a dudas: “languidece la Bolsa argentina” (*Clarín*, 18/2/99); “la Bolsa de Buenos Aires, cada vez más sola” (*La Nación*, 15/2/00), “el mercado de acciones se reduce de forma alarmante” (*El Cronista Comercial*, 10/7/01).

En 2000, una iniciativa del secretario de finanzas del gobierno de la Alianza, Daniel Marx, volvió a convulsionar al mundo bursátil, al actualizar la tentativa de integración de los mercados. Las autoridades del Merval y el MAE encargaron conjuntamente un estudio a la consultora Boston Consulting Group a fin de elaborar y legitimar una nueva organización del mercado de capitales. La BCBA reaccionó con una propuesta propia. La idea de transformar a la Bolsa en una Sociedad Anónima volvía a discutirse en los despachos gubernamentales (*El Cronista Comercial*, 24/2/00).

Para las nuevas autoridades de la CNV, las limitaciones del mercado de capitales se agudizaban por la resistencia de los actores locales a modificar su estructura. Según el nuevo Presidente de la entidad pública, Carlos Weitz, la “clase dirigente del mercado de capitales ha sido incapaz de elaborar acuerdos” (*Página 12*, 5/11/00).⁴⁷ Hacia septiembre de 2001, el proyecto oficial era anunciado a viva voz:

“Lo que estamos planteando es un ente único. Que concentre todas las funciones que hoy están dispersas en distintas instituciones en el mercado de capitales. Y como elemento central, se desmutualice. Que se separe la propiedad de ese ente único de lo que es la gestión” (Carlos Weitz en *La Nación*, 23/9/01).

El conflicto volvía a expresarse en ataques, acuerdos y reajustes. Por un lado, las autoridades del MAE denunciaban que la Bolsa buscaba obstaculizar el convenio del

⁴⁷ En declaraciones a la prensa el Presidente de la CNV afirmaba “En el mercado que ya es chico, si se lo segmenta más y se lo divide, lo que se hace es quitarle liquidez (...) La única explicación que hay es que no hemos sido capaces los distintos participantes, del sector público y el privado, de crear acuerdos políticos para que este mercado exista”(Carlos Weitz en *La Nación*, 24/9/00).

mercado abierto con la Caja de Valores que permitía al primero consolidar todo lo negociado (tanto en papeles públicos como privados) en un mismo registro. Frente a este hecho y en un clima de tensión entre las autoridades nacionales y las bursátiles, los bancos amenazaban una vez más con la creación de una Bolsa paralela o con el traslado de sus operaciones a la Bolsa de Rosario. Hacia marzo logró sentarse un acuerdo forzado entre las partes que no cuestionaba la segmentación del mercado local. Por el contrario, la Bolsa salía, de algún modo, favorecida: podría participar de la colocación local de títulos de la deuda pública, eliminando las amenazas que se cernían sobre la Caja de Valores.

Aunque esta tentativa reproducía, en algunos aspectos, la realizada en un momento de auge para el mercado de capitales, los contendientes se habían visto sensiblemente modificados por la década de reformas. Por un lado, la extranjerización había homogeneizado el perfil de los bancos y había tenido su correlato en la representación de dichas entidades, ADEBA y ABRA se fusionaron, desde 1999, una única entidad: la Asociación de Bancos de Argentina (ABA) que representaba a 93 de los 96 bancos existentes en el país (Heredia, 2003: 99). Por otro lado, la Bolsa y el Merval no se ubicaban en el mismo frente ni actuaban como entidades unificadas. En las elecciones de 2000, Julio Macchi se enfrentaba a Peña afirmando abiertamente que

“todo lo que impulse la unificación de los mercados es bienvenido (...) Hablar hoy de bancos o no bancos está fuera de contexto. Los bancos están y debemos convivir con ellos” (*La Nación*, 27/4/00).

Como en otros momentos de crisis, los electores de la Bolsa optaron por designar en la Presidencia a Juan Bautista Peña, respaldando de este modo la postura de una Bolsa independiente dentro del mercado de capitales.

Pero la urgencia impuesta por el escenario macroeconómico restó atención al mercado de capitales, postergando estas iniciativas. Meses después, el desenlace de la crisis golpeó duramente a los bancos. En efecto, el derrumbe del sistema bancario fortaleció a la Bolsa y a sus agentes tradicionales. Mientras los depósitos bancarios quedaban paralizados y los títulos públicos conocían un proceso arduo de negociaciones que desembocaría en una fuerte quita, el mercado bursátil liquidó en tiempo y forma sus operaciones y pudo proponer instrumentos alternativos de financiación. En los años que sucedieron a la debacle de 2001, las acciones y otros nuevos instrumentos diseñados por el mercado bursátil cobraban notable protagonismo. El sucesor de Peña manifestaba tempranamente la gran oportunidad que se presentaba al mercado bursátil:

“Por el lado de los bancos, uno sabe que están y estarán por un tiempo imposibilitados de dar préstamos, en la medida en que les será muy difícil regenerar la confianza de los ahorristas o de los prestamistas internacionales para volcar fondos acá. Pero que haya

desaparecido la oferta de crédito no quiere decir que haya hecho lo propio la demanda. Allí radica la oportunidad para relanzar la Bolsa y ponerla al servicio de los que quieren invertir con razonables garantías y el legítimo interés de tomar su renta para apoyar los negocios, la producción y la exportación” (Julio Weithein, *La Nación*, 5/5/02).

El proyecto de unificación de Marx no había desaparecido por completo. En las elecciones de 2002, el candidato de la oposición no sólo acusó a las autoridades de la Bolsa de no haber defendido suficientemente a los inversores frente al default sino que expresó además su deseo de continuar con el proyecto de un mercado de capitales unificado (Pablo Aldazábal en *El Cronista Comercial*, 25/4/03). Las elecciones de la Bolsa volvieron, no obstante, a reforzar la postura de los tradicionalistas: Weithein se impuso y fue sucedido por Adelmo Gabbi y Horacio Fargosi se inscribían en la línea de Peña.

De este modo, la crisis de 2001 no sólo permitió el fortalecimiento dentro del mercado bursátil de sectores que se vieron fuertemente amenazados durante los años noventa, se soldó además una alianza poco probable entre las elites tradicionales de la BCBA y los nuevos dirigentes del peronismo. No se trató únicamente de un acercamiento puntual hacia el ministro Roberto Lavagna en búsqueda de instrumentos para emplear los depósitos reprogramados, reactivar la inversión en las pequeñas y medianas empresas y facilitar la operatoria del canje de deuda. Los comentarios de las últimas elecciones han subrayado la amistad que une a varios altos dirigentes de la institución con el Presidente Kirchner y el ministro de Planificación, Julio de Vido.

Para quienes asociaban a la Bolsa con un espacio elitista y refractario a la retórica peronista, el discurso del dirigente actual de la entidad no puede sino resultar sorprendente:

“Nosotros somos parte del pueblo y estamos apostando a través de las PYMES a crear una nueva burguesía nacional en la Argentina. (...) La Bolsa y sobre todo en los últimos años, es una Bolsa es nacional y popular. Es nacional, porque es la Bolsa más grande de la Argentina, el 100% se opera acá y es popular porque en las Bolsas lo que se opera es la parte minoritaria de las empresas. Nos podría ver con una tomografía computada. Somos todos argentinos y nacionalistas. Somos defensores de la Argentina y de lo nuestro. Para nosotros no hay dinero que compre nuestro amor por la patria.” (Adelmo Gabbi, entrevista con la autora, 5/12/07).

IV. UNA EVALUACIÓN DE LA BCBA DESDE LA SOCIOLOGÍA DEL DESARROLLO ⁴⁸

IV. I. Meritocracia (“media”= 3)

Reclutamiento de dirigentes

En el caso de la elección y el reclutamiento de los directivos de la BCBA, cabe señalar que esta entidad se destaca entre las asociaciones empresarias argentinas como aquella que conoció más elecciones competitivas.⁴⁹ Aún cuando las reformas de los años noventa hayan redefinido las líneas de oposición en el seno de la entidad, la presentación de dos y hasta tres listas ha sido frecuente en el período analizado.

La historia de la Bolsa ha estado marcada por mandatos prolongados y liderazgos fuertes. Como lo muestra el cuadro de autoridades de la BCBA que se incluye en el anexo historiográfico, Juan Bautista Peña ha dirigido la institución en tres períodos distintos, y en las dos últimas décadas, fue presidente por casi 8 años. Su principal rival interno, Julio Macchi, presidió la institución por casi 4 años.

Merece subrayarse que a pesar de la notable heterogeneidad de los socios que componen la bolsa (algunos agentes, otros empresarios, otros simplemente miembros “del club”), en las elecciones de la Bolsa el voto de todos y cada uno vale lo mismo. Las normas de representatividad otorgan igual peso a quien concurre al recinto como club social que a quien opera como agente de Bolsa desde hace varias generaciones.

Reclutamiento de personal y permanencia de la planta

Según el subgerente de personal y los empleados consultados, la Bolsa tiene distintos mecanismos de reclutamiento: personas referenciadas, una reclutadora de Internet (boomerang), universidades y presentaciones espontáneas. La mayor parte de los nuevos

⁴⁸ Para esta sección se ha utilizado el sistema de categorías propuesto por Portes (2007). Estas categorías se han operacionalizado teniendo en cuenta lo realizado por las otras investigaciones sobre las Bolsas de Comercio de la región. Para una comparación sistemática, ver Cuadro A. del Anexo metodológico. Las calificaciones otorgadas buscan reproducir los criterios empleados en los otros estudios.

⁴⁹A diferencia de otras corporaciones tradicionales del empresariado argentino, la BCBA encontró mayores dificultades para perpetuar a sus autoridades a través de elecciones por lista única. Esta modalidad de “selección de las dirigencias” fue la predominante en otras organizaciones como la Sociedad Rural Argentina, la Cámara de Comercio, la Cámara Argentina de la Construcción, la Unión Industrial Argentina (Schvarzer, 1990: 73).

empleados fueron reclutados por pasantías, llegaron a la institución antes de graduarse y luego terminaron sus estudios como empleados de la institución.

El grado de rotación del personal es muy bajo: el promedio de edad de los empleados es de 44 años y la antigüedad en la institución ronda los 18 años. Así, aún cuando los sueldos pagados por otras instituciones financieras sean superiores y aún cuando las ofertas del mercado de trabajo se hayan multiplicado, la BCBA detenta porcentajes muy bajos de rotación del personal (de entre 1% y 4%).

Reglas de promoción, nivel de salarios, idoneidad y nivel de calificación

Todos los entrevistados definen a la Bolsa como una “una institución conservadora”. Ese espíritu se revela en la composición y el trato hacia los empleados. No se trata solo de alentar el ingreso de profesionales jóvenes que serán luego formados y promovidos por la institución, se trasluce también un trato personal y hasta afectivo de los directivos hacia sus “empleados de toda la vida”.⁵⁰ Según un empleado de jerarquía del Merval, “es difícil imaginar que una persona ‘de afuera’ pueda ser nombrada en una gerencia, puede tener grandes credenciales, pero en este medio eso no alcanza”. Según la misma persona, los puestos importantes dentro de la organización

“son lugares donde lo político y lo ejecutivo se mezclan mucho, uno tiene que tener mucho manejo, mucho equilibrio, en el marco de una serie de cuestiones que implican directorios cambiantes, visiones diferentes, hay que conocer las cosas desde adentro y saber adaptarse”.

Según el subgerente de recursos humanos, el régimen de incentivos y los comportamientos del personal se corresponden con esta filosofía. Por un lado, la política de remuneraciones no contempla primas ni por desempeño personal (por ejemplo, capacitación), ni por el desempeño de la Bolsa. En todos los casos, se desalienta la competencia entre los empleados. Por otro lado, los sueldos no se destacan tampoco por su nivel, si los comparamos con las remuneraciones que caracterizan, por ejemplo, el sistema bancario.⁵¹ Lo que se otorga, en cambio, son una serie de prestaciones

⁵⁰ Las entrevistas que hemos realizado en las otras instituciones del sistema bursátil (el Merval, la Caja de Valores, pero también la CNV) nos permiten concluir que esta modalidad de reclutamiento, promoción y permanencia caracteriza a todas las instituciones del mercado de capitales argentino. Nuestras observaciones corroboran estos testimonios.

⁵¹ De acuerdo con el subgerente de recursos humanos, el salario promedio en 2007 rondaba los \$3000 (poco menos que u\$s 1000, según la cotización del momento).

complementarias al sueldo que tienden a traducir una lógica paternalista atenta a la vida privada del personal.⁵² Esta filosofía empapa aún los casos más extremos. Frente a las denuncias de ineficiencia e incluso frente a casos probados de comportamientos reprobables en el ejercicio de la función, la organización busca siempre la manera de conservar a sus empleados.

Por su parte, los empleados parecen acordar con esta orientación: no se muestran particularmente interesados ni por los cursos de capacitación ni los mecanismos de ascenso que exceden la antigüedad en la organización. Muchos de ellos subrayaron que no eran los sueldos los que los retenían en sus puestos, sino la pasión por un trabajo muy especializado y el clima constructivo en que se desenvuelven sus tareas. Ciertamente, la entidad propone cursos de capacitación y publicita la realización de los mismos.⁵³ Resulta, no obstante, significativo que no se ofrezcan ni promuevan los cursos de inglés entre los empleados, visto el predominio de esta lengua entre quienes operan en el mercado financiero internacional.

En suma, la Bolsa (y la mayor parte de las entidades del mercado de capitales) presenta las ventajas y desventajas de una gestión tradicional del personal: enfatiza la capacitación en el trabajo, la lealtad a los dirigentes, la alta permanencia de los empleados, las promociones atadas a la antigüedad y recusa, en cambio, las altas credenciales académicas, la autonomía del personal, la rotación de la planta y los ascensos atados a la capacitación y la productividad. Este modelo de gestión no parece ir en detrimento de las tareas acordadas. Muy por el contrario, todos los entrevistados ajenos a la institución manifestaron su satisfacción con la idoneidad y el desempeño del personal. Como ilustración de esta percepción generalizada, podemos mencionar el testimonio de un alto empleado de una Sociedad de Bolsa,

“A mí no me queda la menor duda sobre el profesionalismo de la gente que trabaja en este tipo de instituciones, yo creo que son profesionales de primer nivel, los he visto trabajar, actuar, proponer...”

⁵² Entre estos beneficios, el Subgerente de recursos humanos mencionó el ½ sueldo al año (además del aguinaldo oficial), subsidio por guardería, subsidio por hijo discapacitado, gratificación por casamiento, nacimiento, vacaciones en un predio propio, vales de almuerzo, etc.

⁵³ Una de las Memorias (2005: 84) subraya por ejemplo que “En el transcurso del ejercicio se logró alcanzar los máximos niveles históricos en materia de horas hombres de capacitación”. Entre las formaciones mencionadas se destacan la informática, el derecho, el management y otros.

IV. II. Inmunidad a la corrupción (“media”=3)

Actos de corrupción según instancias comprometidas

Para poder evaluar la inmunidad de la BCBA a las prácticas anómalas o corruptas, es necesario primero identificarlas y considerar hasta qué punto los mecanismos de autorregulación han permitido reprimirlas y en cuánto ha debido intervenir y con qué independencia la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Podemos clasificar las conductas reprochables según quienes sean los actores susceptibles de ser denunciados: 1) los inversores del mercado bursátil o los comisionistas que actúan en su nombre; 2) los comisionistas en tanto intermediarios de las operaciones bursátiles; 3) las empresas que obtienen financiamiento en la Bolsa y 4) la CNV en su rol de instancia “autárquica” de los poderes públicos y privados. El problema aquí es que las funciones que en otros países se asocian a la Bolsa, en la Argentina están distribuidas entre la BCBA y el Merval. Mientras la primera se ocupa de controlar a las empresas que acuden a la Bolsa en busca de financiamiento, el segundo regula las prácticas de los comisionistas e inversores. Según algunos entrevistados, las tareas de autorregulación de la Bolsa se superponen con las de la CNV. Para permitir la comparación con otros países, los dos tipos de prácticas de control serán evaluados en este trabajo.

En el caso de las prácticas reprochables cometidas por los *inversionistas* o sus comisionistas-representantes, una de las conductas que tienden a ser subrayadas como perjudiciales es la modificación “artificial” de los precios y las tendencias bursátiles. Es decir la aceleración de operaciones de compra y venta que no obedecen a ninguna razón aparente y que dañan la confianza en el mercado. En efecto, un inversor o un comisionista pueden dedicarse a comprar y vender acciones con el fin de orientar los precios y regular el mercado. Esta conducta permite por ejemplo “inflar” los precios sin ninguna relación con el desempeño de la empresa implicada a fin de obtener una ganancia extraordinaria. En el pasado, se han observado casos de denuncias de la CNV de ciertos agentes de bolsa (que no habían sido penalizados por el Merval).⁵⁴ No obstante, más recientemente, estas irregularidades se han visto controladas por el monitoreo en tiempo real que se implementó a partir de 1994 y que se conoce, en el mundo, como *stockwatch*.

⁵⁴ Schvarzer (1990: 27-29) menciona algunos casos sonados en la década de los ochenta.

En tanto *intermediarios*, los comisionistas podrían incurrir también en una serie de prácticas condenables que han sido fuertemente combatidas en los últimos años. En el sistema legal argentino, los agentes y sociedades de bolsa pueden actuar tanto por cuenta ajena como por cuenta propia.⁵⁵ Esto implicaba cierto riesgo para el inversor. En efecto, un conflicto de interés se produce cuando un cliente ordena a un agente o sociedad de bolsa la realización de determinada operación con valores mobiliarios que coinciden con las operaciones y/o valores en que el agente o sociedad de bolsa en cuestión tiene un interés propio involucrado paralelo o contrapuesto al interés de su comitente. En estos casos, los agentes y sociedades de Bolsa podrían intervenir de modo tal de capturar las ganancias para sí y transferir las pérdidas entre sus clientes. En la actualidad, la tecnología ha permitido combatir este riesgo: el propio sistema electrónico exige que el comisionista especifique a cuenta de quien realizará cada operación.

Con respecto a las *empresas emisoras de acciones*, las mismas pueden adulterar sus informes contables a fin de engañar a potenciales inversores. Es entonces función de la Bolsa exigir información exhaustiva y clara para permitir al inversor realizar sus operaciones. Cuando este no es el caso, se está atentando contra la equidad informativa. Ahora bien, en un país con una extensa economía en negro, la transparencia exigida a las empresas que cotizan en Bolsa es, según los actores del mercado bursátil, una de las razones por las cuales las mismas se rehúsan a abrir su capital. No obstante, quienes dicen someterse a estos controles, no necesariamente los cumplen con total transparencia. Los “camuflajes” contables pueden perjudicar a los accionistas minoritarios y alejar el interés del inversor externo. A principios de los noventa, la prensa local se hizo eco de la denuncia del *Wall Street Journal*⁵⁶ que, evocando el caso de Pérez Compac, manifestaba:

“Existen, además, varias maniobras que no quedan registradas en los balances y que se utilizan para filtrar hacia los accionistas mayoritarios gran parte de las utilidades generadas por la sociedad. La más usual es la contratación de proveedores. En general, las compañías que prestan servicios externos son manejadas por los mismos dueños de la empresa, pero aquellas no figuran en el balance de la sociedad cotizante. Está claro

⁵⁵ En la actualidad, el mundo reconoce diferentes formas de contratación: los agentes de bolsa que solamente actúan por cuenta ajena, llamados en el mundo anglosajón *broker* y los agentes que actúan por cuenta propia, llamados *jobber*. Mientras para este último, la ganancia consiste en la diferencia de precio, para el primero la ganancia se limita a la comisión.

⁵⁶ También el *Financial Times* expresaba críticas semejantes, cf. *La Nación* (12/9/93).

que las empresas argentinas ganan mucho más de lo que dicen y la diferencia va a los bolsillos de los accionistas controlantes” (Página 12, 4/4/93).

Dada la escasez de empresas cotizantes, la rigidez de los controles y la naturaleza de los mismos parece materia de controversia. Por un lado, tras la crisis de 2001, autoridades nacionales y bursátiles acordaron flexibilizar los requisitos para que las PYMES pudieran financiarse en el mercado de capitales. Esto llevó a que una de las compañías que abrirían de manera inminente su capital en Bolsa, terminara declarándose en convocatoria de acreedores en 2006. Por otro lado, frente a las críticas que se alzaron contra la Bolsa, sus autoridades manifestaron que los controles de la entidad se limitaban a las cuestiones jurídicas y contables: el análisis de la evolución de las empresas quedaba en manos de los inversores y/o de los comisionistas que debían asesorarlos.

Frente a estas dificultades, todos los participantes del mercado de capitales manifestaron su voluntad de estrechar los controles para ganar la confianza de los inversores nacionales y, sobre todo, extranjeros. La principal iniciativa estuvo en manos del entonces Presidente de la CNV Martín Redrado quien anunció, en 1994, que mientras en la década de 1981-1991 había habido un promedio de 2 o 3 investigaciones anuales, en 1992 ya había 80 y en 1993, 90 sanciones” (Panorama, 1/94).

En 2006, las estadísticas de sanciones discriminadas por sujeto controlado mostraban que son las emisoras de acciones eran quienes registran mayor cantidad de denuncias y sanciones. Los datos consignados eran los siguientes:

Cuadro 2. Actividad sumarial de la CNV discriminada por sujeto controlado

Año 2006/tipo sumarios	Mercado valores	Emisoras	Fondos Comunes Inversión	Calificadoras de Riego	Oferta Pública Irregular
Promovidos	1	2	-	-	2
Resueltos	-	4	2	4	1

Fuente: CNV, Anuario 2006: 26.

Esta recurrencia de las sanciones a empresas se ha atribuido a las propias emisoras y no parece comprometer la actuación de las entidades autorreguladas. Según los funcionarios de la CNV, la actuación de la Bolsa es intachable:

“La Bolsa es muy puntual, exigente al máximo. Puede que falte alguna documentación y entonces se solicita. Recientemente se presentó el caso de una PYME que quebró, pero en esos casos se trató de una decisión política de acercar las PYMES al mercado de capitales. Falló la política de flexibilización acordada con las entidades, pero no falló la Bolsa”.

Independencia de la CNV

Como hemos afirmado, todas estas prácticas quedan sujetas a la regulación y el control de dos instituciones: las autoridades autorreguladas (en este caso la BCBA, el Merval y la Caja de Valores) y, por el otro, la CNV. En la actualidad y según permiten inferir distintas fuentes, las relaciones entre ambas instancias parecen atravesar un período de colaboración y respeto mutuo. Esta situación no ha sido siempre la misma. En el pasado, las entidades autorreguladas solían señalar la falta de autonomía de la CNV en relación con las autoridades nacionales y la falta de idoneidad e independencia de su personal. Por su parte, la CNV tendía a subrayar la existencia de casos mala praxis por parte de las entidades autorreguladas en función de cierta “defensa corporativa” de sus miembros.

En lo que respecta a la CNV, la independencia de esta entidad con respecto a las autoridades nacionales es considerada fundamental para el desarrollo del mercado de capitales. Por un lado, como lo señala Fowler Newton (1995: 23), porque el Estado es uno de los usuarios del sistema bursátil: a) el gobierno es colocador de títulos de capital en el mercado, b) el gobierno puede actuar como comprador o vendedor de acciones, c) no es conveniente que quienes operan en un mercado de valores designen a los directivos del órgano que fiscaliza las operaciones que se llevan a cabo en él. Por otro lado, porque es la CNV quien fiscaliza y complementa la autorregulación de la Bolsa y el Merval.

No obstante lo dicho, no siempre las autoridades nacionales han respetado la autonomía de la Comisión ni han asegurado las condiciones de su independencia. Algunos análisis especializados manifiestan dudas sobre las relaciones entre los funcionarios de esta Comisión y las autoridades nacionales. Tanto Fowler Newton (1995: 23) como Camerini (2007: 67-69), lamentan que las autoridades del organismo sean designadas por el Poder Ejecutivo nacional y concluyen que una solución sería que las autoridades de la entidad no tuvieran relación alguna con las del Ministerio de Economía y que contaran con un presupuesto adecuado, ajeno a toda consideración política.

La dependencia de la CNV de las autoridades nacionales pero también las dificultades del ente público de imponerse frente a las entidades del mercado que libraban una intensa batalla entre sí se hicieron particularmente evidentes durante la primera mitad

de la década de los noventa. En 1994, el Poder Ejecutivo destituyó a Martín Redrado (Presidente de la CNV), refrendado mediante un decreto del Ministerio de Economía, alegando que dicho funcionario no había honrado el artículo 9º de la ley 17.811 que exige guardar en secreto las informaciones obtenidas en el ejercicio de sus funciones.⁵⁷ Fowler Newton (1995: 23) detalla las declaraciones de estos altos funcionarios y concluye que el Ministro de Economía se sentía facultado a pedir la renuncia del Presidente de la CNV. Tanto el Ministro como el Presidente de la CNV reconocían la participación del segundo en decisiones vinculadas con operaciones de colocación de acciones de propiedad estatal y que por tanto la autoridad de la CNV era considerada como una integrante más del equipo económico. En suma, según Fowler Newton (1995: 24), la CVN no habría actuado “con la independencia de criterio que el público necesita”.

Las críticas a la CNV por parte de los participantes del mercado bursátil pero también por parte de los funcionarios públicos refieren también a las condiciones de trabajo de los agentes estatales. Un intento de fortalecer al organismo tuvo lugar justamente durante la Presidencia de Martín Redrado. Tanto la prensa⁵⁸ como los actuales funcionarios del área⁵⁹ dan cuenta de este impulso modernizador.

Un antiguo funcionario de la Comisión, especialista en transparencia en el mercado de capitales, propone críticas al funcionamiento de la CNV como a los mecanismos de autorregulación del mercado de capitales. En el primer caso, concluye:

“La CNV es un organismo de excelencia dentro de la Administración pública, ya que cuenta con una dotación de personal mínima, que tiene gran experiencia y mala remuneración. (...) Con esto me estoy refiriendo a que hoy como ayer y seguramente igual que mañana, el ascenso dentro de un organismo público va de la mano del amiguito y no de la capacidad, ello destruye cualquier posibilidad de que las élites intelectuales permanezcan como cuadros del Estado, ya que emigran a la actividad privada donde estos defectos están altamente equilibrados” (Camerini, 2007: 67-68).

⁵⁷ De hecho Fowler Newton (1995. 24) subraya que se desconoció si los hechos denunciados fueron o no tratados por la justicia: Cavallo no identificó con precisión su denuncia y Redrado no lo querelló por injurias.

⁵⁸ Según los medios, Redrado obtuvo el nombramiento de 147 nuevos empleados para la CNV así como una nueva estructura administrativa “imprescindible para encarar en forma adecuada la supervisión del mercado de capitales” (*Ámbito financiero*, 24/7/92).

⁵⁹ Uno de nuestros entrevistados se incorporó al organismo en esa oportunidad y señaló la fuerte modernización que esta presidencia imprimió al organismo.

En lo que respecta a la capacidad autorreguladora de las entidades del mercado bursátil, el mismo Camerini cuestiona la utilización del fondo del Merval para compensar a los inversores que denuncian malas prácticas por parte de los comisionistas:

“una suerte de defensa corporativa por parte de las entidades autorreguladas para con la conducta de los intermediarios que operan en dichos mercados, aun cuando la conducta pueda ser sospechada de poco transparente. (ejemplo: el fondo de indemnización o garantía). (...) Los hechos demuestran que los fondos de indemnización o garantía no logran alcanzar su finalidad, toda vez que en raras ocasiones sirven para indemnizar, aunque más no sea parcialmente, a un inversor que ha sido damnificado por un intermediario” (Camerini, 2007: 66-67).

Uno de los gerentes actuales de la CNV matiza estos juicios. Según su opinión, el Merval suele sancionar internamente a sus miembros cuando incurren en prácticas condenables. La única salvedad que merece la actuación de la entidad es que, a diferencia del ente público, no promueve denuncias ante la justicia ordinaria.

Controles impuestos por procedimientos/ tecnología.

En todos los tipos de prácticas condenables el aporte de los avances regulatorios y tecnológicos parece sustantivo. La crónica de las decisiones de la CNV en el período analizado revela un esfuerzo constante por adecuar la legislación a las normativas internacionales y profundizar los controles a los distintos participantes del mercado de capitales.⁶⁰ En lo que respecta a los inversionistas y sus representantes, el *stockwatch* ha permitido un control efectivo y en tiempo real de las operaciones que permite detectar cualquier operación “anómala”. En lo que concierne a los comisionistas como tales, se han reafirmado los principios de “realidad de las operaciones”⁶¹ y “veracidad de las registraciones”⁶², estableciendo la obligación de consignar las órdenes en tiempo y forma, de separar claramente la cartera propia y la ajena, en algunos casos, existe un sistema que permite al cliente observar cómo se están haciendo sus operaciones, y puede exigir que se le solicite autorización a partir de ciertos montos.

Importancia honorabilidad de los participantes de la BCBA

⁶⁰ Al respecto, consultar la crónica de los principales eventos consignada en el Anexo historiográfico.

⁶¹ Por este término se entiende la efectiva contraprestación patrimonial entre las partes; esto es, el desplazamiento de los bienes del vendedor al comprador y el pago del precio del comprador al vendedor y los reglamentos de las bolsas y mercados deben asegurarla.

⁶² Por veracidad de las registraciones se entiende que las declaraciones efectuadas sean ciertas; es decir, que no se trate de operaciones aparentes o fingidas.

Resulta sorprendente en un país como la Argentina donde la sospecha hacia las instituciones es tan generalizada, el grado de confianza que manifestaron los distintos entrevistados en la probidad de los miembros de las instituciones indagadas. Tanto los empleados, como los directivos, los estudiosos como los funcionarios manifestaron creen en la honorabilidad de los distintos participantes del mercado bursátil. Por el lado de la CNV, dos gerentes vinculados con el control de las entidades manifestaron el avance en los controles y la buena predisposición de todos los participantes en transparentar la operatoria. Por el lado de las instituciones, sus dirigentes manifestaron que “Nunca vas a leer que dentro de esta institución ha habido un acto de corrupción. Eso con seguridad absoluta”. Por último, los usuarios de la Bolsa reafirmaban estos testimonios: según todos ellos, los controles son satisfactorios y el personal de la Bolsa y la CNV inmunes a cualquier acto de corrupción.

Más allá de las transformaciones consignadas y las fallas mencionadas, la BCBA estuvo lejos del caso de otras entidades locales fuertemente sancionadas por las instituciones públicas. En este sentido, la suerte de la Bolsa de La Plata permite ilustrar un caso de violación de los estatutos de autorregulación. En efecto, en 1994, esta entidad provincial fue denunciada por “graves irregularidades” que la habría conducido a un déficit 1.500.000 pesos. En poco menos de siete meses, siete agentes de este mercado se declararon insolventes, dejando un tendal de ahorristas estafados. La CNV dispuso la suspensión de la entidad por varios meses y la misma solo pudo recuperarse, al año siguiente, al asociarse a nuevos actores.⁶³

IV. III. No islas de poder (“baja”= 2)

Arraigo del mutualismo

Para los estudios realizados sobre otras bolsas latinoamericanas, las islas de poder refieren a la existencia de agentes o sociedades de bolsas tradicionales que obstaculizan el ingreso de otros actores al mercado bursátil. La desmutualización se asocia, por lo tanto, a un proceso de apertura a nuevos participantes y de mayor transparencia e impersonalidad

⁶³ Esta entidad fue suspendida en abril, julio y agosto de 1994. Cf. *La Nación* (11/3/94; 1/11/95) y *Clarín* (12/3/94, 16/3/94).

en la realización de las operaciones. También se lo vincula con la separación entre propiedad y gestión que se vincula con el funcionamiento de las Sociedades Anónimas.

En el caso argentino, a esta persistencia de operadores y prácticas tradicionales, puede agregarse la permanencia de una estructura organizacional segmentada dentro del mercado de capitales (las numerosas instituciones ya citadas) y el estatuto singular de la Bolsa de Buenos Aires (una Asociación Civil sin fines de lucro, en la Argentina; frente a las Sociedades Anónimas de otros países).

Como hemos visto, las últimas décadas han sido escenario de una intensa contienda entre agentes modernizadores y tradicionales y la persistente segmentación del mercado de capitales argentino daría cuenta de la capacidad de los primeros para resistir ciertas transformaciones que en otras latitudes fueron finalmente adoptadas. La unificación y la desmutualización del MAE, la BCBA y el Merval parecieran, para muchos observadores del sector público y privado condiciones indispensables para integrar al mercado extrabursátil y bursátil en la Argentina y para transparentar su operatoria. En general, la Bolsa (a través de las autoridades que ha designado) se ha mostrado muy refractaria a esta iniciativa (con excepción de la Presidencia de Julio Macchi).

Tanto la crónica histórica como los testimonios de numerosos entrevistados respaldan la existencia de fuertes islas de poder dentro del Merval y la Bolsa asociadas a los agentes tradicionales. Para los empleados de estas instituciones, que han vivido la contienda de cerca, “los bancos son la fuerza del mercado, pero los agentes son la fuerza de la política”. Para los empleados del MAE, “había un señor [en referencia a Peña] que se oponía fuertemente la fusión (...) el intento más serio se dio entre el MAE y el Merval [el intento de 2000-2001], pero no prosperó por el poder de esa persona para resistir”. Algunos agentes modernizadores alcanzan las mismas conclusiones, “hay algunos que temen perder su quintita y que en lugar de resistirse debería ver la manera de reconvertirse y crecer”.

El Presidente actual de la entidad representa a quienes se resisten al avance de los bancos, la unificación de las distintas entidades del mercado de capitales y la transformación de la Bolsa en una Sociedad Anónima. Para justificarlo, manifiesta distintos argumentos. Por un lado, Adelmo Gabbi subraya que la BCBA está desmutualizada desde hace décadas: el Merval está separado de la BCBA desde 1929:

“Hace 75 años que el Merval cotiza en la Bolsa de Buenos Aires. Así que mucho antes de que estos agoreros hablaran de desmutualización, el Merval ya cotizaba en la Bolsa. Nosotros tenemos todas las cámaras acá adentro, desde la Cámara de Sociedades Anónimas, pasando por ADEBA, Cámara de navieros, cambistas, están todas acá. Eso le da ese carácter de poder político y económico que tiene la Bolsa. Es

distinto del resto del mundo. ¿Desmutualizar nuestro Mercado de Valores? Hace 75 años que el Merval hizo lo que estas otras bolsas que se dicen modernas del mundo están haciendo.” (Adelmo Gabbi, entrevista con la autora, 5/12/07).

Siguiendo este argumento, es posible observar, desde 1989, una recomposición de los comisionistas de la Bolsa de Buenos Aires. Desde esta fecha, se ha admitido la creación de Sociedades de Bolsa (personas jurídicas, muy frecuentemente asociadas a una entidad bancaria) que se han consolidado, en número y volumen de negocio, dentro del Merval.

Por otra parte, el Presidente de la Bolsa subraya el doble carácter de la BCBA: acoge tanto a Agentes y Sociedades de Bolsa como a socios individuales, en algunos casos, agrupados en cámaras.⁶⁴ La BCBA sigue siendo, por lo tanto, un “club de caballeros” (Weber, 1987), orgulloso de su perfil tradicional. Para sostener su argumento, el Presidente de la Bolsa nos propone, inmediatamente después de manifestar su desagrado frente a las tentativas de desmutualización, un recorrido por todos los locales de la institución (de una calidad arquitectónica y de un patrimonio pictórico notable) subrayando que nunca se permitirá la “desmaterialización” de ese espacio ni la impersonalización de los vínculos que la constituyen. Dos hechos que sobrevendrían si la BCBA fuera convertida en un mero portal electrónico. Para intentar valorizar el recinto y propiciar los intercambios cara a cara, la Bolsa provee al recinto de información en vivo sin cargo que habría de comprarse si se operara desde las oficinas.

Apertura a otros comisionistas; Resistencias/Incentivos a la integración del mercado de capitales

Aún cuando, la creación de “Sociedades de Bolsa”, ligadas a los grandes bancos, fue admitida en 1989, los Agentes de Bolsa se resistieron a su expansión y su representación en los directorios. Como hemos consignado, los bancos se han quejado de los requisitos formales exigidos por el Merval, el alto costo exigido por las acciones habilitantes, las altas comisiones de la Caja de Valores.

No pude dejar de señalarse que la supervivencia de algunos Agentes puede también plantearse en términos de una competencia más equilibrada entre grupos concentrados y PYMEs. En efecto, el sistema bancario argentino presentó durante los noventa los niveles de extranjerización más altos del continente. Permitir el ingreso de bancos, en igualdad de

⁶⁴ Este argumento puede encontrarse también en la Memoria de 2001: 32.

condición, como Sociedades de Bolsa equivalía a tener como competidores a grandes entidades internacionales con una escala de negocios muy superior. Es así que quienes defiende a los actores tradicionales, lo hacen esgrimiendo como argumento que se trata de pequeñas y medianas empresas nacionales que resisten a competidores desleales que terminarían por monopolizar el mercado y expatriar ganancias en detrimento del interés general del país.

Existencia de funcionarios de carrera inmunes a las directivas de los directores

El carácter tradicional de la institución ha beneficiado a los dirigentes asociados con esta corriente. Una ilustración de este fenómeno es lo sucedido en 1995 con dos gerentes de la institución. Por recomendación de la consultora Andersen, el presidente de la Bolsa Julio Macchi decidió implementar un nuevo organigrama y, para hacerlo, hubo de efectivizar la jubilación de dos altos empleados de la organización. Esta decisión generó la reacción negativa de seis expresidentes de la entidad que destacaron la “amplia capacidad y la generosa dedicación hacia la institución” de estos funcionarios (*La Nación*, 11/7/95). La situación generó rumores de todo tipo en la prensa que llevaron al titular de la entidad a dar explicaciones y subrayar la idoneidad y honestidad de los empleados desplazados (*La Nación*, 19/7/95). Esta anécdota parece ilustrar que las iniciativas de un Presidente innovador pueden galvanizar en su contra a empleados y exdirectivos de la institución.

IV. IV. Proactividad (alta = 4)

Grado de apertura a demandas del mercado internacional

La primera dimensión, “el encaje social” de las Bolsas con el mercado internacional se ha transformado en un factor clave para asegurar su supervivencia de estas instituciones. Este “encaje social” de la BCBA se registra tanto en relación con otras Bolsas del país como de la región. También participa activamente de organismos internacionales. Por un lado, la BCBA ha estrechado sus vínculos con las otras bolsas del país, guardando un claro predominio. Por otro lado, ha firmado una serie de convenios con las Bolsas brasileñas (de Río de Janeiro y San Pablo), chilenas (de Santiago y Valparaíso) en vistas de una posterior integración operativa (BCBA, Memoria 1991: 61). Por último, la BCBA es miembro de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIBV) y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores.

Capacidad de intervenir como actor respetado y eficaz en el medio nacional

Las crisis sistémicas atravesadas por el país, pusieron a prueba la capacidad de la BCBA para adaptarse a un contexto cambiante. Puede concluirse que si la estructura tradicional se reveló eficaz para resistir los embates de quienes deseaban modificarla (en

1989 y 2000), también fue capaz de responder a las necesidades de financiamiento del sector público⁶⁵ y privado. La diversidad de instrumentos financieros diseñados en los últimos años,⁶⁶ la propuesta de negociar en la bolsa los plazos fijos inmovilizados por el corralito, la participación de la entidad en la devolución del porcentaje retenido al sueldo de los estatales (2003)⁶⁷ y el desarrollo de nuevos instrumentos para financiar a las PYMES (a partir de 2002) son algunos de los ejemplos más recientes.

Capacidad para retener y/o expandir su posición en el mercado de capitales

En lo que refiere a los demandantes de fondos, uno de los problemas más acuciantes que ha registrado la BCBA es la reducción de sus empresas cotizantes. La incapacidad para retener a estos clientes no parece imputable a fallas de la entidad:⁶⁸ la extranjerización de las grandes empresas argentinas ha provocado su retiro de la plaza bursátil local y existe reticencia entre los empresarios argentinas a transparentar los balances de sus empresas. Aún con efectos limitados, diversos elementos nos llevan a concluir que la entidad ha desarrollado una política fuertemente proactiva para solucionar estos obstáculos.

⁶⁵ La Bolsa fue uno de los colocadores del “bono argentina” lanzado por el gobierno para enfrentar los efectos de la crisis mexicana en 1995 (Memoria de 1995: 54-55).

⁶⁶ Las obligaciones negociables fueron creadas en 1988, los fideicomisos financieros en 1995, los cheques diferidos fueron creados en 1993, pero comenzaron a cotizar en el mercado de valores a partir de 2003. Cf. Bedoya *et al.*, 2007.

⁶⁷ Al respecto la Memoria de 2002: 81 propone la intervención de la entidad a fin de subsanar : “la proliferación del mercado informal de compra y venta de depósitos reprogramados y los perjuicios que la falta de transparencia en la formación de precios provocaba, en beneficio de unos pocos especuladores, a muchísimos ahorristas titulares de los mismos y al sistema financiero en su conjunto”. En un documento de 2003, un representante de la BCBA afirma: “Como ustedes saben, los depósitos en dólares en el sistema financiero fueron convertidos a pesos y reprogramados. Inmediatamente se generó un negocio altamente especulativo de comprar de esos plazos fijos. El Gobierno necesitaba dar a los ahorristas una respuesta institucional seria y fue así como se crearon títulos valores llamados Cedros (Certificados de depósito reprogramados) que salieron a cotizar en bolsa. Piensen Uds. Lo que significa llevar a cotizar certificados reprogramados de alrededor de 60 bancos, cada uno de ellos a plazos distintos, con vencimientos distintos en su reprogramación según montos!! Pues el sistema bursátil respondió. Posteriormente se ofrecieron distintas alternativas de canje de esos Cedros por Bonos en dólares del Estado. Todo el proceso de cada uno de los canjes se instrumentó a través del sistema bursátil. Mencioné anteriormente que los sueldos de los empleados públicos y jubilados fue reducido en un 13%. Recientemente la Corte Suprema de Justicia resolvió que ese 13% debía ser restituido, cosa que se hizo en bonos. Todo el operativo de pagos de esos bonos a los cientos de miles de empleados públicos y jubilados se está haciendo a través de nuestro sistema, con una eficiencia de la que estamos más que orgullosos.”(Busso, 2003: s/p).

⁶⁸ Además de los discursos de presidentes de la entidad de tendencias diversas, sostienen estos argumentos analistas ajenos a la entidad. Cf. *La Nación* (23/5/99).

En lo que respecta a las empresas que se acercan a demandar financiamiento, el mercado bursátil ha desarrollado fideicomisos financieros y cheques de pago diferido que aparecen como medios de financiación alternativos para emprendimientos productivos de envergadura pequeña o mediana. Un seminario titulado “Escenario PYME de Inversión y Financiamiento en 2008”, fue organizado por una consultora privada, la Fundación Capital, en los locales de la Bolsa de Buenos Aires, donde se reunieron, frente a todo público, representantes del Estado, del mercado de capitales, de la banca pública, privada y cooperativa y de diversas consultoras económicas del país. Por otro lado, la Bolsa se ha contactado con empresas grandes y medianas para persuadirlas de cotizar en Bolsa.

Para cumplir con su función de canal entre el ahorro y la inversión, la Bolsa requiere conquistar el interés de nuevos inversores. No obstante, se constata la resistencia de los ahorristas argentinos a abandonar las inversiones de renta fija y la aversión al riesgo que han provocado las recurrentes crisis atravesadas por el país. La voluntad de la entidad de incrementar el número de inversores se manifiesta en numerosas propuestas presentadas desde fines de los noventa a las autoridades nacionales.⁶⁹ La voluntad de la entidad de incrementar su número se manifiesta además en las afirmaciones de la Memoria (2005: 7):

“Durante el año se inició un cambio radical de la concepción de la bolsa para el gran público. La presencia permanente de la institución en los ámbitos académicos, corporativos y regionales, significó un escalón muy importante para avanzar sobre el objetivo de lograr un mercado de capitales nacional y popular, entendiéndose como una Bolsa donde la inversión y el financiamiento sean de todos y para todos. *Sobre la base de estas pautas, la Bolsa erradicó definitivamente de su agenda el criterio arraigado que las empresas y los inversores deben acercarse a la Bolsa, cuando la premisa es que: es la Bolsa quien debe acercarse a ellos para ofrecerles alternativas de negocios.*” (Memoria 2005: 7, subrayado nuestro).

Campanas de publicidad hacia potenciales clientes (empresas e inversores)

En relación con los potenciales inversores, la BCBA realiza campañas de difusión en el interior del país (conjuntamente con el Merval y la CNV), conferencias destinadas a distintos públicos en sus locales capitalinos (visitas guiadas, cursos de capacitación), emisiones televisivas diarias (que difunden la rueda y brindan datos sobre los mercados de todo el país) e incluso propone un programa de simulación “Pro.di.bur” que permite a ciudadanos ajenos al mundo bursátil familiarizarse con su operatoria. En 2003, uno de sus

⁶⁹ Entre ellas pueden mencionarse la ley de “blanqueo” y “repatriación” de capitales de 1999.

representantes manifestaba: “Desarrollamos planes educativos sobre el quehacer bursátil en las universidades y tenemos cursos permanentes de capacitación para inversores bursátiles, con una concurrencia anual de 2000 cursantes” (Busso, 2003).

IV. V. Flexibilidad tecnológica (media=3)

Importancia acordada a innovaciones tecnológicas e innovaciones introducidas

En lo que refiere a la incorporación de las nuevas tecnologías de operación bursátil, la BCBA parece emular a sus pares latinoamericanas más modernizantes. Merece subrayarse que las memorias institucionales mencionan, con reiteración, los esfuerzos económicos realizados por la Bolsa para dotarse de equipos y programas de última generación.

Una primera innovación, data de los años setenta, con la creación de la Caja de Valores. Esta medida permitió la “dematerialización” de los valores y la constitución de un sistema de depósito colectivo que incrementaba la seguridad del sistema. A principios de los ochenta, se pasó del viejo recinto donde se operaba con tizas en las grandes pizarras al recinto actual que cuenta con paneles electrónicos. Más recientemente se fue dando una progresiva informatización de las transacciones que llevó a que el voceo fuera desapareciendo paulatinamente. Todavía hoy, cuando las ofertas son muy abiertas, se sigue operando por voceo en el recinto, no obstante la inmensa mayoría de las operaciones se realizan a través de terminales electrónicas. Hacia fines de los años ochenta, la BCBA se encontraba ya conectada en tiempo real con otras plazas del país, permitiendo un esquema de negociación integrado a nivel nacional. Las transformaciones fiscales y organizativas del mercado de capitales⁷⁰ se expresaron asimismo en una fuerte disminución de los costos transaccionales. Según la memoria de 1999, estos derechos habían caído 64,9% desde 1995 (Memoria, 1999: 15).

Registro de episodios de saturación o bloqueo del sistema

No se observan en el período, como en otros momentos históricos o en otras plazas bursátiles, dificultades relacionadas con la provisión y la calidad de la infraestructura.

⁷⁰ Al tiempo que el gobierno resignaba, con el decreto 2284 ciertos impuestos que gravaban al sector, se liberaban las comisiones de los agentes que, en poco tiempo, encontraban un nivel de casi la mitad del precio imperante antes de la desregulación (*El Cronista Comercial*, 8/2/91).

Incluso cuando la BCBA registró records históricos en las últimas décadas nunca tuvieron que suspenderse ruedas ni adoptarse nuevos arbitrios para liquidar operaciones.

Apertura a informes independientes, importancia acordada a las innovaciones organizativas e innovaciones introducidas.

Todos los entrevistados del sistema bursátil coinciden en que “la Bolsa es una institución conservadora” que se resiste al cambio. Según el subgerente de recursos humanos, la institución “no es proactiva en todo lo que refiere a las prácticas innovadoras. Siempre tardan 4 o 5 años en aceptar e integrar las innovaciones. Me refiero a los sistemas contables, administrativos, de operaciones”.

No obstante esta filosofía general, y en gran medida alentada por las presiones internacionales, la BCBA contrató, en 1995-1996 un diagnóstico de una consultora internacional Arthur Andersen (Memoria 1995: 9 y 19) y modificó su reglamentación y su organigrama en función de los ajustes sugeridos (en 1995 y en 2002).

IV. VI. Alianzas sociales/estatales (media = 3)

Capacidad de la Bolsa de mantener su rol como articuladora de la elite

En tanto espacio de representación de numerosas cámaras empresarias, la BCBA constituye un lugar de singular importancia para estudiar la recomposición de la elite política y económica argentina durante las últimas décadas. No sólo han convivido en ella miembros de las familias más tradicionales, sino que han estado representados también los grandes empresarios, de enriquecimiento más reciente. Esta centralidad pueda tal vez explicar la eficacia demostrada por la institución para resistir los intentos de unificación y reorganización del mercado de capitales. Es, no obstante, menester señalar que la extranjerización reciente de la propiedad en la Argentina puede haber disminuido esta representatividad de la entidad. Tal vez ello explique, más allá del oportunismo político, las declaraciones nostálgicas del Presidente de la entidad y la intención de estas autoridades de propiciar el fortalecimiento de un nuevo empresariado de capital nacional.

Capacidad de hacer oír sus reclamos frente a los poderes públicos

Si bien la CNV constituye el principal agente de control de la BCBA no deja de constituir un actor interesado en el desarrollo del mercado de capitales. En un contexto de particular volatilidad macroeconómica y, en consecuencia, de notables dificultades para la previsión, la aplicación y el control de políticas públicas, las relaciones entre la Bolsa., el Merval y la CNV han conocido períodos signados por el conflicto y otros por la colaboración. En la actualidad, se observa una gran sintonía entre los distintos actores del mercado de capitales.

No obstante esta visión conjunta y la voluntad manifiesta de las autoridades bursátiles y nacionales de promover este mercado, la Bolsa no ha logrado obtener una política consistente hacia el sector por parte del gobierno. Más allá del modo en que las disputas internas conllevaron ciertas contradicciones de los reclamos del sector, las demandas consensuadas no lograron necesariamente tener un eco positivo en la orientación de las autoridades. Uno de estos reclamos de larga data es la obtención de beneficios fiscales para las empresas que abran su capital en la Bolsa,⁷¹ otro más reciente, el rechazo de las limitaciones a las inversiones extranjeras. La centralidad acordada a los bancos públicos y el proyecto de crear un Banco de Desarrollo no parecen augurar una mayor centralidad del mercado de capitales en la financiación de las actividades productivas.

CONCLUSIONES INCONCLUSAS

El derrotero de la BCBA revela el enfrentamiento y finalmente la convivencia de dos anclajes normativos opuestos en el seno del mercado financiero local. Bancos y agentes bursátiles se enfrentaron en momentos de auge y crisis de las operaciones bursátiles por la configuración institucional del mercado de capitales. Cada uno de estos actores remitía modalidades específicas: una más tradicional, conservadora y paternalista vinculada a los viejos agentes y otra modernizadora y cosmopolita vinculado a los grandes bancos.

Podría concluirse, como lo hacen muchos observadores y protagonistas que la persistencia de una estructura “compleja y redundante” obedece a la existencia de “núcleos de poder” y el “arraigo del mutualismo”. Quienes sostienen esta posición suelen subrayar la pequeñez del mercado argentino en relación con sus pares latinoamericanos.

Otros observadores y analistas plantean, en cambio, que frente a la vertiginosidad de los cambios y la concentración que vivieron otros mercados, la resistencia de los agentes no sólo no impidió el ingreso de nuevos participantes a la BCBA, sino que permitió la supervivencia de los actores más económicamente más débiles, permitiéndoles, al pautar el

⁷¹ Según los dirigentes bursátiles, este incentivo permitiría reducir la informalidad de la economía argentina y, de este modo, autorizaría una mejor evaluación del impuesto a las ganancias. Según el Presidente de la entidad, “Esto tiene que ver con que el que cotiza en la Bolsa se tiene que portar bien, es como un sello de calidad, y es eso lo que cuidamos como un activo que tiene la Bolsa.” (Adelmo Gabbi, entrevista con la autora, 5/12/07).

ritmo de las transformaciones y adaptarse a las nuevas reglas. Frente a la crisis financiera de 2001, la segmentación del mercado de capitales local reveló asimismo ciertas ventajas: la compartimentarización de las pérdidas permitió a estos sectores reemplazar a los bancos en la asistencia operativa a las autoridades públicas y la financiación de las actividades productivas que acompañaban la reactivación económica.

En el momento en que los analistas de los mercados financieros avanzados, debaten la pertinencia de la noción de enraizamiento para los mercados financieros internacionales (Callon, 1998; Knorr Cetina, 2005 y Sassen, 2005), la persistencia de estas pautas de comportamiento podrán tal vez contribuir a revisar esta noción y a juzgar hasta qué punto las especificidades locales y su acoople con las tendencias internacionales ha sido un obstáculo o un aliciente para un desarrollo sustentable en el largo plazo. Esta tarea está pendiente.

Cuadro 3. Síntesis de las calificaciones otorgadas.

Dimensión	Dicotómica (0 ausencia 1 presencia)	Escala (1 menor-5 mayor)
Meritocracia	0	3
Inmunidad a la corrupción	1	3
Ausencia islas de poder	0	2
Proactividad	1	4
Flexibilidad tecnológica	1	3
Alianzas sociales/ estatales	1	3

BIBLIOGRAFÍA

Abolafia, Mitchel (1997): *Making markets: opportunism and restraint on Wall Street*, Cambridge, Harvard University Press.

Bedoya, Alejandro; González, Celeste; Pernice, Sergio *et. al.* (2007): “Corporate bonds, asset-backed securities and deferred checks in Argentina”, Buenos Aires, CEMA, *Documento de Trabajo del CEMA*, Nro. 347.

Beltrán, Gastón (2008): “La acción empresarial en el contexto de las reformas estructurales de las décadas de los ochenta y noventa en Argentina”, Tesis de Doctorado, UBA.

Berardi, Jorge (1974): *La crisis del mercado de valores argentino en la capitalización empresarial*, Buenos Aires, Sudamericana.

Bleger, Leonardo (2000): “El proceso de concentración y extranjerización del sistema bancario argentino durante los 90”, en *Boletín Informativo Techint*, Nro. 301, enero/marzo.

Callon, Michel (1998): “Introduction”, en *The Law of market*, Oxford, Backwell.

Camerini, Marcelo (2007): *La transparencia en el mercado de capitales*, Buenos Aires, Ad Hoc.

CEPAL (2003): *Estudio económico de América latina y el Caribe 2002-2003. La banca de desarrollo y el financiamiento productivo*, Buenos Aires, CEPAL.

Cortés Conde, Roberto (2005): *La economía política de la Argentina en el siglo XX*. Buenos Aires, Edhasa

Figueras, Alberto José (1997): *La Bolsa y la actividad económica*, Córdoba, Universidad Bas Pascal.

Fowler Newton, Enrique (1995): "¿Es la CNV independiente?", en *Alzas y bajas*, año 2, nro. 21, junio.

Franco, Horacio (1986): "El comportamiento del mercado bursátil en el siglo XX y en particular desde 1960 a 1985", ponencia presentada en el *IV Congreso de derecho societario*, Mendoza, mayo.

Giovenco, Arturo (1994): "Comentarios sobre la competencia y facultades fiscalizadoras de la C.N.V.", en *Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones*, año 27, nro. 157-162.

Godechot, Olivier (2005) : *Les traders. Essai de sociologie des marchés financiers*, Paris, La Découverte.

Gómez Fonseca, Miguel Angel (2006): "La Bolsa Mexicana de Valores", Princeton, *The Center for Migration and Development Working paper*, Nro. 06-08.

Granovetter, Mark (1985): "Economic action and social structure: The problem of embeddedness", en *American Journal of sociology*, vol. 91, nro. 3.

Heredia, Mariana (2003): "Reformas estructurales y renovación de las élites económicas en Argentina: estudio de los portavoces de la tierra y del capital", en *Revista Mexicana de Sociología*, año 65, nro. 1.

IADER (2000): *El ABC del mercado de capitales argentino*, Buenos Aires, Telefónica-SEPYME-CNV.

Knorr Cetina, Karin y Bruegger, Urs (2002): "Global microstructures", en *American Journal of sociology*, vol. 107, Nro. 4.

Knorr Cetina, Karin y Preda, Alex (comps.) (2005): *The sociology of financial markets*, New York, Oxford University Press.

Laas Braun, Rodolfo (1983): "Fallas estructurales del sistema bursátil argentino", en *Derecho fiscal Buenos Aires*, Tomo XXXIII .

MacKenzie, Donald y Millo Yval (2003): "Constructing a Market, Performing Theory: The historical sociology of a financial derivative exchange", en *American Journal of sociology*, vol. 109, Nro. 1.

MacKenzie, Donald (2004): "Social connectivities in global financial markets", en *Environment and Planning D: Society and Space*, vol. 22.

Magnini, Osvaldo (1991): "Evolución histórica de las acciones en la bolsa", en *La Bolsa*, Nro. 471, febrero.

Marinozzi, Augusto (1990): "Mercado de capitales argentino: situación actual y perspectivas", en *Revista del Instituto Argentino de Mercado de Capitales*, año 5, nro. 17, sept-dic.

Orléan, André (1999) : *Le pouvoir de la finance*, París, Odile Jacob.

Panigo, Damián y Oliveri, María Laura (2007): "Determinantes de la inversión corporativa en empresas que cotizan en bolsa: evidencia empírica para Argentina: 1994-2004", Buenos Aires, Centro para la estabilidad financiera.

Parga, Horacio (1991): "Bolsa: evolución anterior y perspectivas", en *Derecho Económico*, Nro. 18.

Portes, Alejandro (2007): "Las instituciones en el Desarrollo Latinoamericano. Un estudio comparativo", proyecto marco.

Rodríguez Gavarito, César (2006): "De club de caballeros a foro electrónico de negociación. Un análisis institucional de la Bolsa de Valores de Colombia", Princeton, *The Center for Migration and Development Working paper*, Nro. 06-08.

Sassen, Saskia (1991): *The global city: New York, London, Tokio*, Princeton, Princeton University Press.

Sassen, Saskia (2004): "The embeddeness of electronic markets: the case of global capital markets", en Knorr Cetina, Karin y Axel Preda (eds.) , *op. cit.*

Schvarzer, Jorge (1990): "Estructura y comportamiento de las grandes corporaciones empresarias argentinas (1955-1983). Un estudio 'desde adentro' para explorar su relación con el sistema político", Buenos Aires, CISEA, mimeo.

Schvarzer, Jorge (1990): "El mercado bursátil", Buenos Aires, CISEA, mimeo.

Sgard, Jérôme (2002) : *L'économie de la panique. Faire face aux crises financières*, París, La Découverte.

Sidicaro, Ricardo (1988): "La Bolsa de Comercio de Buenos Aires y la representación de intereses empresarios. Estudio de sociología", Buenos Aires, CISEA, mimeo.

Weber, Max (1987): *La Bolsa. Introducción al sistema bursátil*, Buenos Aires, Ariel.

Wormald, Guillermo y Briebe, Daniel (2006): "La Bolsa de Comercio de Santiago de Chile. Un análisis institucional", Princeton, *The Center for Migration and Development Working paper*, Nro. 06-08.

DOCUMENTACIÓN CONSULTADA

Ediciones conmemorativas

BCBA: 1854/10 de julio/1954. *La Bolsa de Comercio de Buenos Aires en su centenario*, Buenos Aires, BCBA.

BCBA: 150 años. *Sesquicentenario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires*, Buenos Aires, BCBA.

Información institucional

Página web de la entidad: www.bcba.sba.com.ar

Folletería diversa sobre la institución (tanto de la Bolsa como del Merval), los instrumentos financieros que propone, el programa de simulación electrónica, etc.

Últimos ejemplares de la revista institucional *La Bolsa Hoy*.

Busso, Guillermo (2003): "La respuesta de los mercados bursátiles y de capitales ante situaciones de crisis en América Latina. La experiencia Argentina", *Presentaciones realizadas en la XXX Asamblea General Ordinaria de la Federación Iberoamericana de Bolsas*, Quito, septiembre.

Fontana, Carlos (2007): "Juan B. Peña, líder de la vieja escuela", *La Bolsa hoy*, Nro. 46, octubre.

Macchi, Julio (1996): "El mercado bursátil en la Argentina", *Folleto explicativo*, Buenos Aires, agosto.

Memorias

BCBA, período: 1988-2006

MERVAL, período: 2006-2007

Leyes que rigen a la institución

Estatuto de la BCBA, sancionado por la Asamblea General Extraordinaria de socios el 29/1/1969 y modificado en Asambleas generales del 28/1/1971, 30/4/1991, 29/4/1992, 27/4/1995, con las aprobaciones correspondientes del Ministerio de Justicia.

Reglamento de la BCBA, aprobado por el consejo en sesión del 29/10/1969 y modificado el 25/2/1981, el 14/12/1995, el 25/9/1996, el 2/4/1997 y el 23/2/2000 con las aprobaciones correspondientes de la Inspección General de Justicia.

OBSERVACIONES

1. Visita guiada a los locales de la BCBA y asistencia a la conferencia informativa que organiza la institución para estudiantes secundarios y público en general (13/9/07).

2. Seminario anual de la Fundación Capital "Escenario PYME de inversión y financiamiento en 2008" en Bolsa de Comercio de Buenos Aires (7/12/07)

ENTREVISTAS

Institución	Cargo	Persona	Fecha
UBA	Especialista	Jorge Schvarzer	12/8/2007
BCBA	Presidente	Adelmo Gabbi	5/12/2007
BCBA	Secretaria del Presidente	Julieta Almécija	5/12/2007
BCBA	Subgerente Recursos Humanos	Martín di Lullo	5/12/2007 y 15/5/2008
MERVAL	Directora Ejecutiva del Instituto Argentino de Mercado de Capitales	Mónica Erpen	11/12/2007 y 21/12/2007
Caja Valores	Funcionario de línea	Julio Barrios	26/11/2007
MAE	Gerente administrativo y de finanzas	Ricardo Prámparo	17/4/2008
MAE	Subgerente de finanzas	Hugo Besana	17/4/2008
CNV	Gerente de intermediarios, Bolsas y Mercados	María Soledad Castro	27/12/2007
CNV	Gerente de Investigación y Lavado de Dinero	Matías González	23/4/2007
SBS Sociedad de Bolsa	Director	Vicente Menéndez	18/4/2008
SBS Sociedad de Bolsa	Analista	Mariano Kruskevich	18/4/2008
Corsiglia & cía.	Presidente	Luis Corsiglia	13/5/2008

Allaria Ledesma & cía.	Jefe de research	Christian Reos	4/6/2008
Mariva - BCBA	Operador de Sociedad de Bolsa	Oswaldo XX	24/4/2008
Soluciones financieras	Administrativo y Comercial de una Sociedad de Bolsa	Eduardo XX	10/4/2008
Mariva-MAE	Operador de Agente del MAE	Emiliano XX	24/4/2008

ANEXO METODOLÓGICO

CUADRO A. OPERACIONALIZACIÓN DE VARIABLES EN COMPARACIÓN ESTUDIOS 2006

México (Gómez Fonseca) Chile (Wormald y Brieva) Colombia (Rodríguez Garavito)

Variables/Fuentes	Trabajos anteriores	BCBA
<p>Meritocracia</p> <p>Evaluaciones externas</p> <p>Entrevistas mandos altos y encargados de personal</p> <p>Documentos primarios: normativa y organigrama</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Pago por rendimiento en los puestos operativos claves y difusión de códigos de ética. • Certificación y capacitación de los empleados. • Modalidades de designación del Presidente. • Criterios de reclutamiento de dirigentes y del personal : “buen nombre” o requisitos educacionales. • Existencia de reglas formales de reclutamiento y promoción. • Idoneidad del personal • Salarios acordes con puestos semejantes en el sector financiero 	<ul style="list-style-type: none"> • Reclutamiento de dirigentes • Reclutamiento de personal • Nivel de salarios en relación a otros puestos semejantes sistema financiero • Reglas de promoción • Idoneidad y nivel de calificación • Estabilidad planta personal
<p>Inmunidad a corrupción</p> <p>Evaluaciones externas</p> <p>Entrevistas mandos altos y medios</p> <p>Datos estadísticos</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Sanciones impuestas y difundidas por la CNBV. • Controles impuestos por la tecnología (registro operaciones) • Existencia o no de vacíos regulatorios • Arraigo del mutualismo 	<ul style="list-style-type: none"> • Tipos de denuncias posibles. • Cantidad y tipos de denuncias de corrupción • Independencia de la CNV • Controles impuestos por procedimientos/ tecnología. • Eficacia autorregulación • Importancia honorabilidad de los participantes de la BCBA
<p>No islas de poder</p> <p>Entrevistas mandos altos y medios</p> <p>Entrevistas usuarios</p> <p>Prensa diaria</p> <p>Documentos primarios</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Participación de actores diversos, desplazamiento de personajes poderosos • Peso relativo de los corredores “tradicionales” • Grado de control del Directorio • Arraigo del mutualismo • Existencia de funcionarios de carrera inmunes a las directivas de los directores 	<ul style="list-style-type: none"> • Arraigo del mutualismo • Apertura a otros comisionistas • Resistencias/Incentivos internos a la integración del mercado de capitales • Existencia de funcionarios de carrera inmunes a las directivas de los directores
<p>Proactividad</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Capacidad de los actores del sistema bursátil para involucrar otros actores de la sociedad. Participación del mercado de 	<ul style="list-style-type: none"> • Grado de apertura a demandas del mercado internacional

<p>Entrevistas mandos altos y medios</p> <p>Entrevistas a usuarios</p> <p>Folletería</p> <p>Documentos institucionales</p> <p>Mecanismos de difusión</p> <p>Prensa nacional y especializada</p>	<p>valores en los mecanismos de canalización del ahorro.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Capacidad de la Bolsa de mantener una posición dominante en el mercado bursátil nacional. • Capacidad de intervenir como actor respetado y respetable en el medio nacional. • Proactividad en el establecimiento de vínculos con nuevos inversores e inversionistas 	<ul style="list-style-type: none"> • Capacidad para consolidar y expandir su posición en el mercado de capitales • Campañas de publicidad hacia potenciales clientes (empresas e inversores) • Promoción de nuevos instrumentos financieros. • Capacidad de intervenir como actor respetado y eficaz en el medio nacional. • Retención de clientes.
<p>Flexibilidad tecnológica</p> <p>Entrevistas: gerentes, usuarios y personal</p> <p>Documentos institucionales</p> <p>Bibliografía</p> <p>Prensa nacional y especializada</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Disposición de los actores a la incorporación de tecnología. • Actualización tecnológica. • Grado de apertura a las innovaciones tecnológicas • Grado de apertura a las innovaciones organizativa • Capacidad de actualización tecnológica • Episodios de saturación-bloqueo del sistema 	<ul style="list-style-type: none"> • Importancia acordada a las innovaciones tecnológicas • Importancia acordada a las innovaciones organizativas. • Apertura a informes independientes • Innovaciones tecnológicas introducidas • Innovaciones organizativas introducidas • Episodios de saturación o bloqueo del sistema
<p>Alianzas sociales/estatales</p> <p>Entrevista gerentes y mandos altos y medios</p> <p>Documentos institucionales</p> <p>Bibliografía</p> <p>Entrevistas funcionarios</p> <p>Prensa nacional y especializada</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Capacidad de la Bolsa de mantener su rol como articuladora de la elite • Capacidad de incorporar a nuevos operadores • Capacidad de llegar a nuevos clientes. • Vínculos con autoridades y el Estado • Capacidad de comisionistas • Capacidad equilibrada de la Superintendencia financiera. 	<ul style="list-style-type: none"> • Capacidad de la Bolsa de mantener su rol como articuladora de la elite • Capacidad de incorporar nuevos operadores y nuevos clientes • Capacidad de hacer oír sus reclamos frente a los poderes públicos

CUADRO B. DIMENSIONES Y CONCLUSIONES EN COMPARACIÓN CON OTROS ESTUDIOS

País	Fecha de creación	Existencia de otros centros bursátiles	Período de declive	Período de reactivación	Estatuto jurídico	Transformación institucional	Período bajo análisis	Actores del mercado bursátil	Instrumento privilegiado	Instancias de vigilancia
México	1910	No hay datos	ISI: preeminencia de transacciones de deuda pública	1982: crisis de la deuda y nacionalización de la banca; la bolsa se consolida como fuente de financiación de las actividades privadas pero esta última función no se expande realmente que luego de las reformas liberales de los años 90	Sociedad Anónima	Nueva legislación en 2005	No precisado: '80-2006	Se detallan las distintas empresas que componen la bolsa no los actores que participan en mercado bursátil.	Bonos gubernamentales	Mecanismos de autorregulación y vigilancia estatal (Supraintendencia financiera)
Chile	1893	Varias bolsas (Santiago, Valparaíso)	1935-1973: caída de las actividades bursátiles tanto en volúmen como en montos transados.	A partir de fines de la década del '80. Determinantes de esta reactivación: privatizaciones, reestructuración del mercado de valores, aparición de otros inversionistas y operadores institucionales (fondos de pensiones entre otros)	Sociedad Anónima	Nueva legislación a principios de los años ochenta	1970-2005	1) Intermediarios: comisionistas, fondos de pensiones, bancos, compañías de seguro y fiduciarias; 2) Compañías emisoras de acciones; 3) Estado como inversor o demandante de fondos y como garante de la fe pública; 4) Inversionistas	Sin precisiones	Fomento de autorregulación y Superintendencia de Valores y Seguros
Colombia	1928	Varias bolsas (Bogotá, Cali y Medellín) luego, unificación	1951 reforma financiera : bancos principales financiadores del desarrollo industrial 1953 doble tributación a las acciones	1993: reforma de la seguridad social, reformas de endeudamiento público, liberalización del flujo de capitales	Sociedad Anónima	1997-2005: modernización y racionalización burocrática	2001-2006	1) Intermediarios: comisionistas, fondos de pensiones, bancos, compañías de seguro y fiduciarias; 2) Compañías emisoras de acciones; 3) Superintendencia financiera (actor estatal); 4) Inversionistas; 5) Actores internacionales	Títulos de renta fija	Mecanismos de autorregulación y vigilancia estatal (Supraintendencia financiera)
Argentina	1854	Varias bolsas (Rosario, Santa fé, Córdoba, Mendoza) con clara hegemonía de Buenos Aires	1946 en adelante: nacionalización del BCRA, bancos públicos principales financiadores de la expansión industrial	1991: con la estabilización monetaria, la privatización de las empresas públicas y el ingreso del país en el Plan Brady	Asociación Civil sin fines de lucro. Mercado bursátil tripartito: Bolsa, Mercado de Valores y Caja de Valores	Cambios progresivos	1989-2008	1) Intermediarios: agentes y sociedades de Bolsa 2) Compañías emisoras de acciones; 3) Comisión Nacional de Valores CNV (actor estatal); 4) Inversionistas individuales e institucionales	Títulos públicos	Mecanismos de autorregulación y vigilancia estatal (Comisión Nacional de Valores)

ANEXO HISTORIOGRÁFICO

CUADRO 1. PRINCIPALES EVENTOS HISTORICOS (1989-2007)

Fecha	Acontecimiento
1989	<p><i>Marzo</i>. Inauguración del MAE</p> <p><i>Noviembre</i>. Se autoriza la creación de Sociedades de Bolsa</p>
1990	<p><i>Mayo</i>. Se aviva el conflicto entre BCBA y MAE por la colocación de las acciones de ENTEL</p> <p><i>Agosto</i>. Decreto 1541 autoriza la negociación de acciones en varios mercados. La CNV parece inclinarse a favor del MAE. Reacciones de la BCBA.</p>
1991	<p><i>Mayo</i>. Los bancos entran en la Bolsa.</p> <p><i>Agosto</i>. Fuerte alza de la Bolsa por el ingreso de fondos institucionales extranjeros.</p> <p><i>Noviembre</i>. Se liberan las comisiones de los agentes de Bolsa.</p>
1992	<p>A lo largo de todo el año, iniciativas de Redrado para fortalecer a la CNV (aumento personal, nuevas reglamentaciones, sanciones más severas, etc.)</p> <p><i>Mayo</i>. El MAE se constituye en mercado autorregulado</p> <p><i>Junio</i>. Las negociaciones entre la CNV, el Merval y ADEBA se orientan a un acuerdo que perjudicaría a los bancos extranjeros y el MAE.</p> <p><i>Julio</i>. Derrumbe de los papeles en la Bolsa</p> <p><i>Agosto</i>. Críticas a la independencia de la CNV y el BCRA por su influencia en la cotización de acciones Telecom.</p> <p>Se aprueba la “rueda continua” del Merval que reproduce la operatoria del MAE.</p> <p><i>Octubre</i>. Un banco debuta en el directorio del Merval</p>
1993	<p><i>Febrero</i>. El MAE comienza a funcionar como “entidad autorregulada no bursátil”</p> <p><i>Marzo</i>. Acuerdo entre los distintos participantes del mercado de capitales. Las acciones se negocian exclusivamente en la Bolsa y los bancos amplían su influencia en el directorio del Merval.</p> <p><i>Abril</i>. <i>The Wall Street Journal</i> denuncia poca transparencia en los balances contables presentados a la Bolsa.</p> <p>Elecciones con dos listas en la BCBA. Peña vs. Bagnardi. Triunfo para los modernizadores del Merval. Jorge Berardi Presidente</p> <p><i>Junio</i>. Privatización de YPF</p> <p><i>Septiembre</i>. <i>The Financial Times</i> expresa el descreimiento de los inversores por la contabilidad de las empresas argentinas.</p>
1994	<p><i>Marzo</i>. Escándalo en la Bolsa de La Plata. La CNV dictamina una suspensión de actividades.</p> <p>Conflicto entre Domingo Cavallo y Martín Redrado por los términos del canje de deuda involucrados en la privatización de YPF. Renuncia del Presidente de la CNV.</p> <p><i>Abril</i>. Lista única en las elecciones de la BCBA, se consolida la orientación modernizadora con la nominación de Julio Macchi a la Presidencia.</p> <p><i>Junio</i>. Se implementa el <i>Stock Watch</i></p> <p><i>Agosto</i>. Nuevo acuerdo entre BCBA, MAE y CNV para mejorar la transparencia y solvencia de las operaciones.</p> <p><i>Septiembre</i>. Dos listas en las elecciones del Merval, el triunfo del oficialismo, apoyado por las autoridades de la Bolsa y ADEBA parece augurar</p>

	<p>una fusión con el MAE.</p> <p><i>Noviembre.</i> La insolvencia de una sociedad de Bolsa-MAE hace temblar la City y perjudica a los bancos.</p>
1995	<p>Se hace sentir el “Efecto Tequila”</p> <p><i>Febrero.</i> Fuerte caída de la Bolsa</p> <p><i>Mayo.</i> La crisis afecta a varios bancos y agentes de Bolsa</p> <p><i>Julio.</i> Ex presidentes de la BCBA reaccionan negativamente frente al pase a jubilación de dos altos funcionarios de la entidad dispuestos por el Presidente Julio Macchi.</p> <p><i>Agosto.</i> Se constata una fuerte depreciación de la acción del Merval</p> <p><i>Octubre.</i> La BCBA propone a la CNV un plan para alentar la apertura de capital de nuevas empresas.</p> <p><i>Noviembre.</i> Apertura de la Bolsa de La Plata</p>
1996	<p>La CNV investiga denuncias a grandes empresas por uso de ‘información privilegiada’ en sus operaciones bursátiles.</p> <p><i>Enero.</i> Carta de 130 socios contra Macchi en la que se lo critica por oficialista.</p> <p><i>Abril.</i> Dos listas en las elecciones de la Bolsa. De Bary, candidato oficialista, y Musich (por la oposición liderada por Peña).</p> <p><i>Julio.</i> Se crea Argenclear S.A. una compañía encargada de compensar y liquidar, en forma unificada, las operaciones con bonos y acciones realizadas por el MAE y el Merval.</p> <p>Frente a la creciente migración de empresas cotizantes, Menem exime a las compañías que coticen en Bolsa de retener el impuesto a los bienes personales que debería pagar cada inversor.</p>
1997	<p><i>Enero.</i> Auge de los Fondos Comunes de Inversión</p> <p><i>Abril.</i> Dos listas en las elecciones de la Bolsa. Triunfo del oficialismo.</p> <p><i>Julio-Agosto.</i> La CNV refuerza los controles por una mayor transparencia.</p> <p><i>Agosto.</i> La Bolsa rechaza la propuesta del FMI de gravar las acciones y plazos fijos. Por el contrario se busca seducir a nuevas empresas cotizantes para compensar la migración de las mayores hacia plazas extranjeras.</p> <p><i>Octubre.</i> Se profundiza la crisis bursátil.</p>
1998	<p><i>Abril.</i> Elecciones por lista única en la Bolsa. Triunfa el oficialismo y de Bary es nombrado Presidente.</p> <p><i>Septiembre.</i> Se promueve sin éxito crear la figura del ‘market maker’ para darle más liquidez a las acciones locales.</p> <p><i>Noviembre.</i> Se agudiza el éxodo de empresas en la Bolsa.</p>
1999	<p><i>Febrero.</i> Según la prensa “languidece la Bolsa argentina”. Se constata que el paso a manos extranjeras acarrea el retiro de las empresas argentinas.</p> <p>La CNV cierra la rueda continua para acciones en la Bolsa para ganar en transparencia.</p> <p><i>Marzo.</i> La Bolsa promueve un proyecto de “blanqueo” para atraer capitales.</p> <p><i>Abril.</i> Tres listas en las elecciones de la Bolsa: Eugenio de Bary por la reelección y apoyado por ADEBA, Guido Tavelli y Juan Bautista Peña. En una elección reñida, se impone Peña.</p> <p><i>Mayo.</i> Peña se opone a un proyecto del Ejecutivo que permitiría a los Fondos de Inversión locales tener el 100% de sus inversiones en el mercado externo.</p> <p><i>Junio-Julio.</i> La venta de YPF a Repsol conlleva el retiro de este papel de la Bolsa local.</p> <p>La Bolsa presenta un anteproyecto de ley al congreso para repatriar capitales.</p>
2000	<p><i>Enero.</i> Se elimina la excepción para aplicar el IVA a las comisiones de</p>

	<p>intermediación.</p> <p>Euforia bursátil por compra total de Telefónica, expresa un nuevo achicamiento de la plaza argentina.</p> <p><i>Febrero.</i> Se retiran las acciones de banco Río.</p> <p>Nuevo enfrentamiento entre el MAE y la Bolsa. Esta última obstaculiza un convenio con la Caja de Valores para consolidar un único registro de las operaciones del MAE.</p> <p>Se evoca en los despachos gubernamentales la posibilidad de convertir a la Bolsa en una Sociedad Anónima.</p> <p><i>Marzo.</i> Se alcanza un acuerdo forzado entre Bolsa y bancos</p> <p><i>Abril.</i> Dos listas en las elecciones de la Bolsa. Macchi contra Peña. El primero se pronuncia a favor de la unificación. Gana Peña</p> <p><i>Septiembre.</i> Según autoridades de la CNV, el mercado de capitales local está en “terapia intensiva”</p> <p><i>Noviembre.</i> El titular de la CNV le echa la culpa de esta situación a la “clase dirigente” del mercado de capitales.</p>
2001	<p><i>Mayo.</i> Nuevas reglas de la CNV para reforzar la transparencia del mercado de capitales.</p> <p><i>Septiembre.</i> El titular de la CNV afirma la iniciativa de unificar la Bolsa y el MAE</p> <p><i>Octubre.</i> El Merval renueva su índice: tres empresas (Galicia, Pérez Compac y Telecom determinan el 70% del mismo).</p> <p><i>Diciembre.</i> Inmovilización de los depósitos bancarios para evitar la fuga de capitales, crisis económica y política, sucesión de varios presidentes.</p>
2002	<p><i>Enero.</i> Devaluación del peso</p> <p><i>Marzo.</i> El índice Merval a expensas del comportamiento de Pérez Compac (esta empresa explica el 43% del mismo).</p> <p><i>Mayo.</i> Julio Wertheim reemplaza a Peña en la presidencia de la Bolsa.</p> <p>Alianza en la Bolsa y Lavagna para determinar el uso de los depósitos reprogramados.</p>
2003	<p><i>Abril.</i> Dos listas en las elecciones de la Bolsa. La oficialista de Wertheim y la oposición del Merval con Andazábal. La unificación de los mercados en el seno de las diferencias. Triunfa el oficialismo.</p> <p><i>Julio.</i> Tras caída después de las elecciones, suba sostenida de la Bolsa.</p> <p><i>Septiembre.</i> Vuelve a subir la Bolsa tras el acuerdo con el FMI.</p> <p>Autoridades nacionales y dirigentes bursátiles insisten en la gran oportunidad que vive la Bolsa para financiar la inversión</p> <p><i>Diciembre.</i> Se autoriza la operatoria de cheques diferidos.</p>
2004	<p><i>Abril.</i> Elecciones por lista única y récord de asistentes en la Bolsa: reelección de Wertheim</p> <p><i>Julio.</i> Kirchner pide el apoyo de la Bolsa en el canje de la deuda.</p> <p><i>Agosto.</i> Crean un índice Merval más representativo.</p> <p><i>Octubre.</i> Lista única en la elección del Merval</p>
2005	<p><i>Abril.</i> Disputa entre bancos y Merval por la decisión de este último de no considerar las operaciones posteriores al ¼ por el retraso en la emisión de bonos.</p> <p>Argentina es clasificada por <i>The Economists</i> como una de las economías emergentes más riesgosas del planeta.</p> <p>Adelmo Gabbi reemplaza a Carlos Wertheim en la Presidencia de la Bolsa.</p> <p><i>Junio.</i> Reacción conjunta del MAE y de la Bolsa por la decisión del gobierno</p>

	<p>de controlar el ingreso y permanencia de los capitales externos.</p> <p><i>Julio.</i> Lanzan los Préstamos Garantizados. 639 PYMEs se habrían apelado ya al uso de cheques diferidos. La Caja de Valores contribuye en la operatoria de canje de deuda.</p>
2006	<p>Énfasis en la importancia de acercar PYMES a la Bolsa</p> <p><i>Abril.</i> Las cuatro entidades del mercado de capitales expresan afinidades y consensos.</p> <p><i>Mayo.</i> Horacio Fargosi Presidente de la Bolsa. Repsol vuelve a cotizar acciones de YPF en la Bolsa argentina, pero el Merval sigue fuertemente sujeto a la evolución de Tenaris.</p> <p><i>Julio.</i> Convocatoria de acreedores para una PYME que había anunciado su apertura de capital en Bolsa. La CNV convoca a los distintos actores del mercado de capitales para lanzar un mercado común de futuros.</p> <p><i>Diciembre.</i> Presentan el Panel PYME en la Bolsa.</p>
2007	<p><i>Enero.</i> La CNV aprueba la negociación en la Bolsa de depósitos a plazo fijo.</p> <p><i>Febrero.</i> Récord histórico del índice Merval.</p> <p><i>Marzo.</i> La CNV decide que los Fondos de Inversión hagan públicas sus carteras.</p> <p><i>Mayo.</i> Gabbi Presidente de la Bolsa</p> <p><i>Junio.</i> La Corte Suprema de Justicia avala a la CNV en la sanción por información privilegiada.</p>

CUADRO 2. PRINCIPALES AUTORIDADES DEL MERCADO DE CAPITALES (1989-2008)

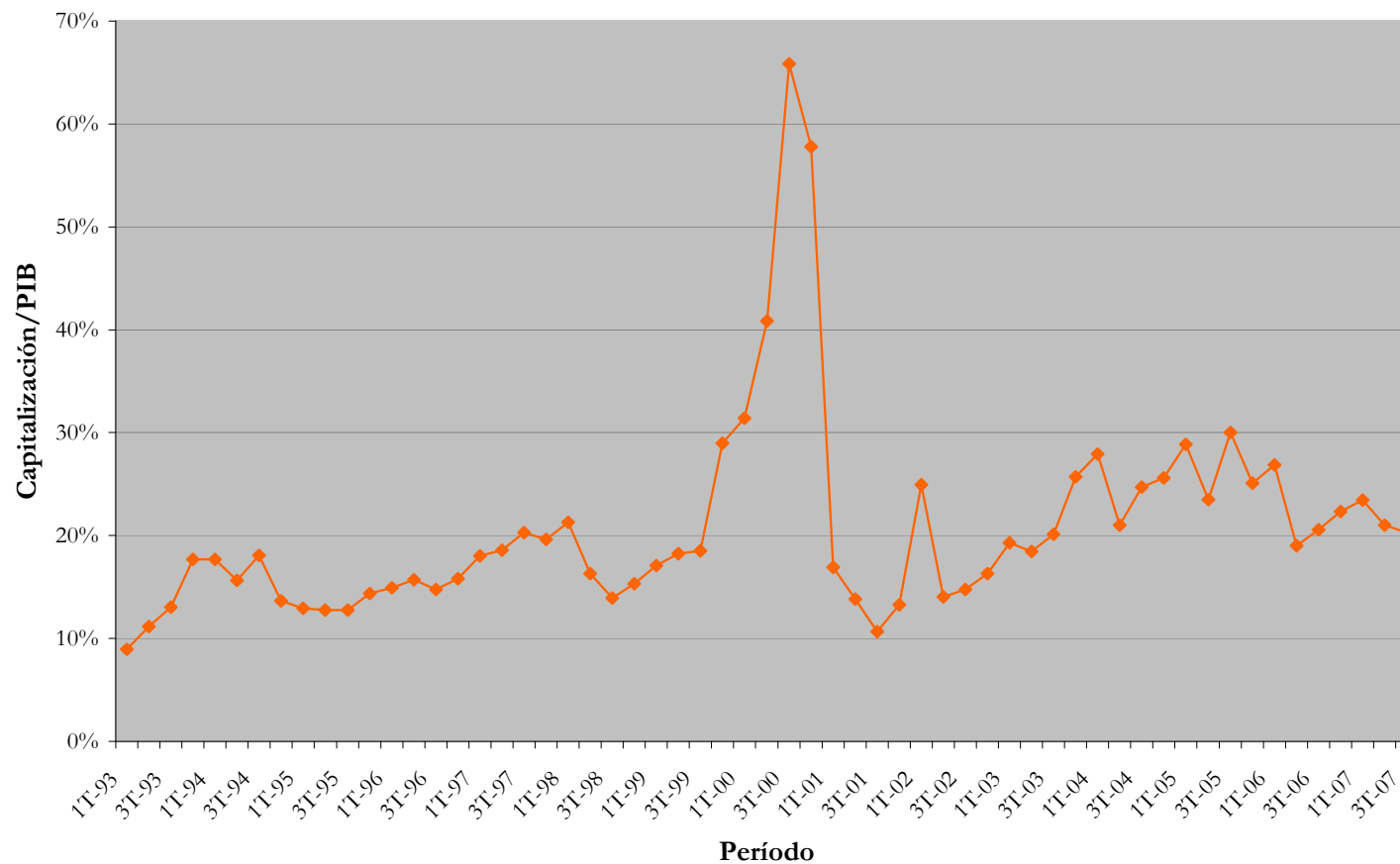
Año	Gobierno Nacional	Comisión Nacional de Valores	Bolsa Buenos Aires	MERVAL	MAE	
1989	Carlos Menem	Tras sucesión de intervenciones y nominaciones frustradas, se designa a Fernando Robles	Juan Bautista Peña		Rodolfo Lanús de la Serna	
1990		Marcelo Aiello		Alberto Alvarez		
1991						
1992			Carlos Dietl			
1993		Martín Redrado	Jorge Berardi			
1994		Guillermo Harteneck		Julio Macchi		Fernán Peralta Ramos
1995						Eugenio de Bary
1996						
1997						
1998						Eugenio de Bary
1999	Fernando de la Rúa	Carlos Weitz	Juan Bautista Peña	Norberto Gysin		
2000						
2001						
2002	Eduardo Duhalde					
2003	Néstor Kirchner	Hugo Medina	Carlos Werthein	Héctor Bacqué	Luís Ribaya	
2004			Adelmo Gabbi			
2005		Narciso Muñoz	Horacio Fargosi			
2006						
2007	Cristina Fernández de Kirchner	Eduardo Hecker	Adelmo Gabbi	Pablo Manuel Aldazábal		
2008						

Nota: Los ejercicios de cada dirigente no se corresponden puntualmente con el comienzo de cada año.

Fuente: Prensa y memorias institucionales.

ANEXO ESTADÍSTICO

Gráfico 1. Capitalización bursátil / PBI. Argentina (1993-2007)



Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC)

Cuadro 1. Agentes que participan del mercado bursátil y extra-bursátil

MERVAL	MAE
Comafi Bursátil SA Soc. de Bolsa	Banco Comafi SA
Galicia Valores SA Soc. de Bolsa	Banco Galicia y Bs.As. SA
Nación Bursátil Soc. de Bolsa SA	Banco de la Nacion Argentina
Provincia Bursátil SA Soc. de Bolsa	Banco de la Provincia de Bs. As.
Itaú Sociedad de Bolsa SA	Banco Itau Buen Ayre SA
Macro Securities SA Soc. de Bolsa	Banco Macro SA
Mariva Bursátil Soc. de Bolsa SA	Banco Mariva SA
Rosario Valores Soc. de Bolsa SA	Banco Municipal de Rosario
Patagonia Valores SA Soc. de Bolsa	Banco Patagonia SA
Piano Administradora de Inversiones SA Soc. de Bolsa	Banco Piano SA
Santander Río Soc. de Bolsa SA	Banco Santander Río SA
Francés Valores Soc. de Bolsa SA	BBVA Banco Francés SA
Citicorp Valores SA Soc. de Bolsa	Citicorp Capital Markets SA
Boston Securities SA Soc. de Bolsa	Credit Suisse First Boston (Argentina) Trading SA
Deutsche Securities Soc. de Bolsa SA	Deutsche Bank SA
HSBC Valores SA Soc. de Bolsa	HSBC Bank Argentina SA
JP Morgan Chase SA Soc. de Bolsa	JP Morgan Chase Bank, Sucursal Bs. As.
M.B.A. Soc. de Bolsa. SA	MBA Banco de Inversiones SA
Merrill Lynch Valores SA Soc. de Bolsa	Merrill Lynch Argentina SA

Fuente: Elaboración propia en base a la nómina listada en la página de la CNV, consultada en abril 2007.

Total de Agentes en el MAE: 73 + BCRA

Total de Agentes en el MERVAL: 133

Cuadro 2. Algunas de las fusiones registradas hacia 1993

Agente	Entidad financiera
Carrascosa	Banco General de Negocios
Vilán	ABN AMBRO (Ex Banco Holandés)
Gálvez	Banco del Sud
Elizalde	Pecunia
Parga	Banco Piano
Funes	Banco Crédito Provincial
Falabella y Corsi	Banco Mayo
Linstal (Mario Rossi)	Banco de Boston

Fuente: *Panorama* (12/93).

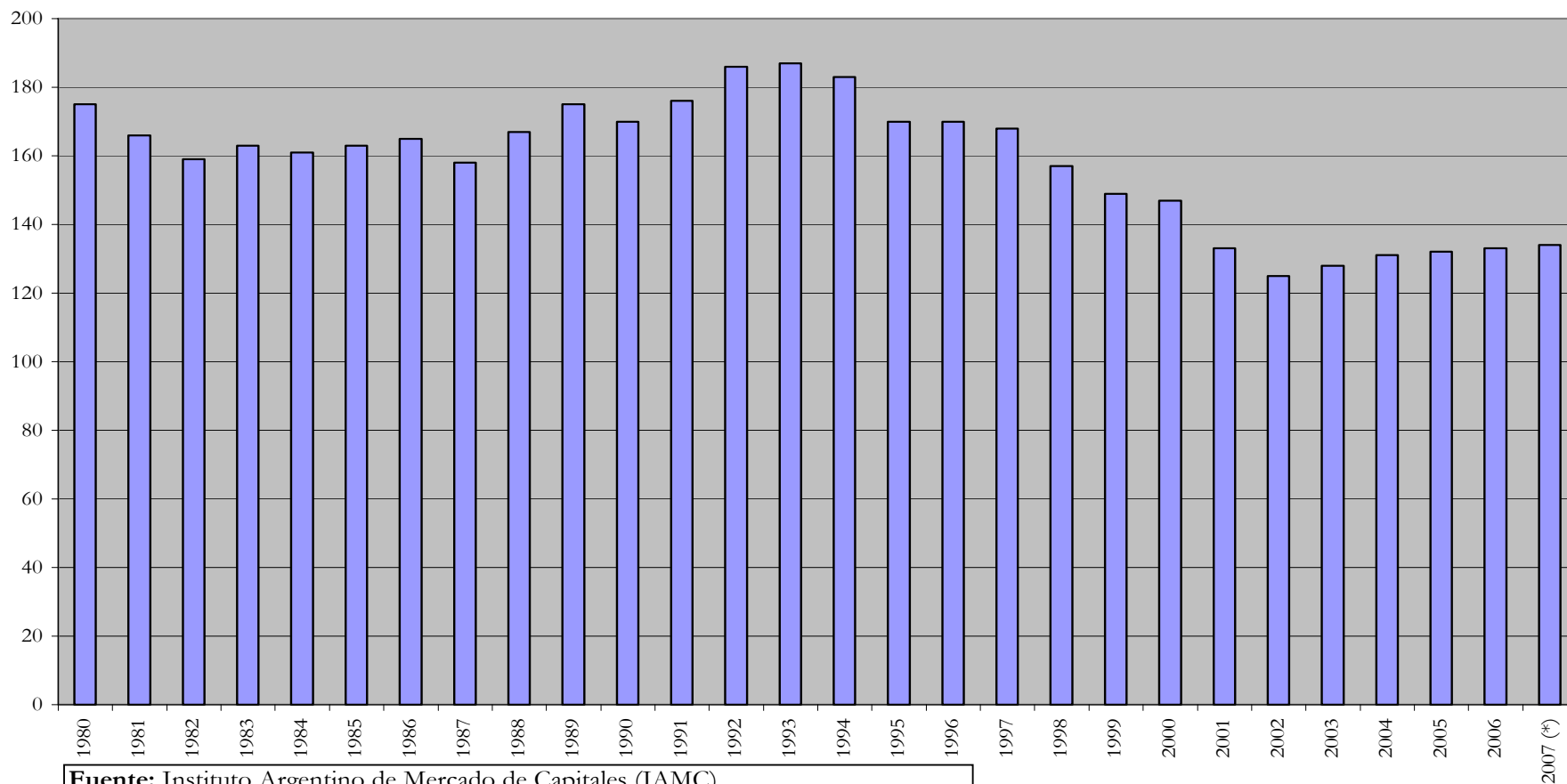
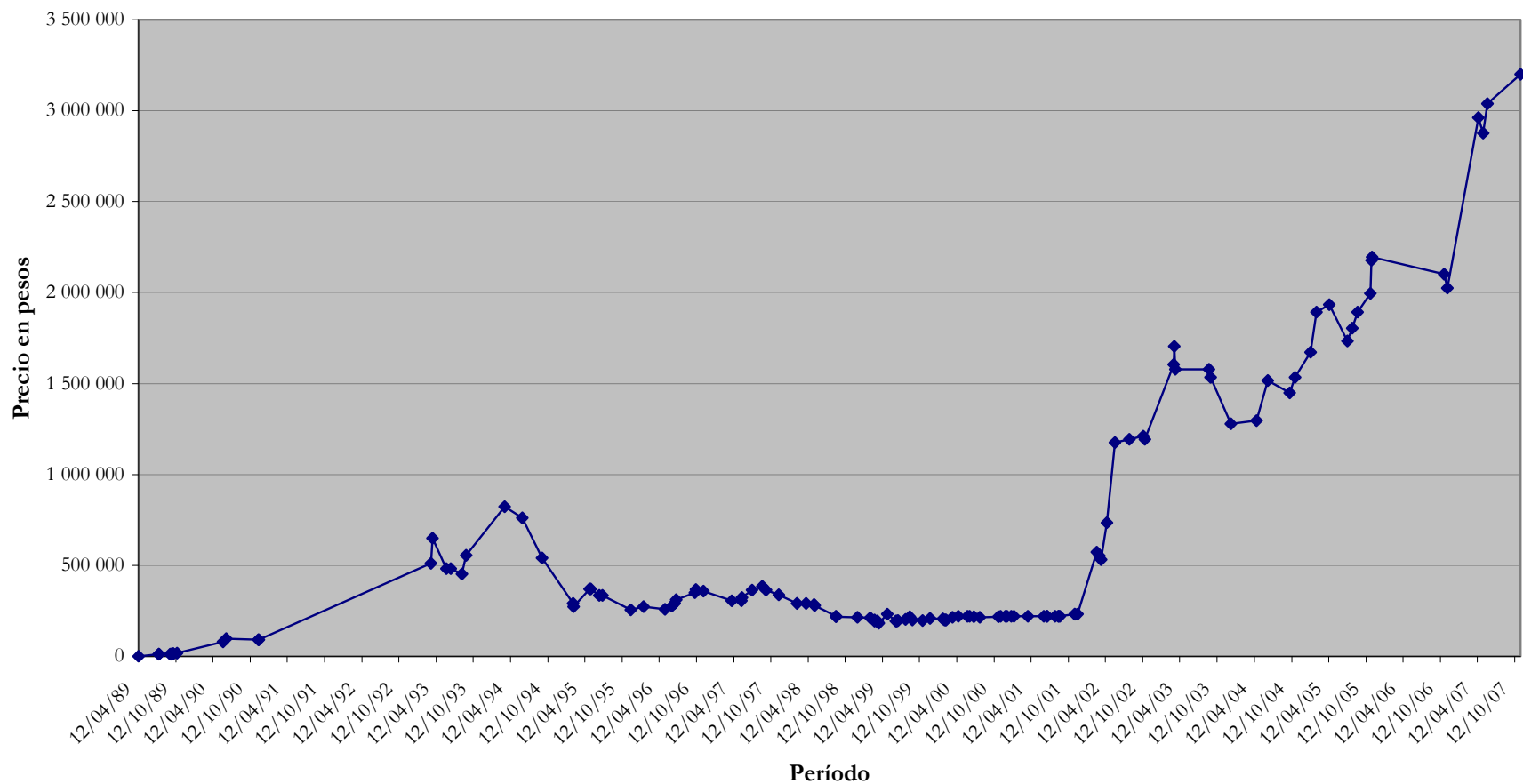
Gráfico 3. Evolución del número de agentes y sociedades de Bolsa del Merval (1980-2007)

Gráfico 4. Evolución del precio de la acción del Merval (en pesos argentinos ajustados)



Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC). Nota: La diferencia con los datos suministrados por la prensa remite al ajuste realizado para la comparación estadística. Recordar que la paridad cambiaria (\$1=u\$s 1) tuvo vigencia entre abril 1991 y enero 2002.

