

La desregulación del Mercado de Capitales en Argentina

FUNDACIÓN DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS LATINOAMERICANAS (FIEL)¹

VERSION

23 DE DICIEMBRE DE 2024

Documento de trabajo N° 133

Laura D'Amato, Juan Pablo Brichetti y Daniel Artana



**Fundación de
I nvestigaciones
E conómicas
L atinoamericanas**

¹ El presente documento fue elaborado Laura D'Amato (UCEMA-IIIEP) y Juan Pablo Brichetti (Economista Asociado) bajo la coordinación de Daniel Artana (Economista Jefe). Los autores queremos agradecer a ejecutivos de la Comisión Nacional de Valores, de los cuatro mercados que hay en la Argentina (MAE, BYMA, MAV y Rofex), de Alycs y de Bancos que han formado parte del proceso de consulta para la elaboración del presente trabajo. Los errores subyacentes son de nuestra exclusiva responsabilidad. Los argumentos y los resultados presentados en el presente trabajo no comprometen la opinión de sus miembros, ni de las entidades fundadoras de FIEL, sus empresas y organizaciones patrocinantes.

¿QUÉ ES FIEL?

La Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, FIEL, es un organismo de investigación privado, independiente, apolítico y sin fines de lucro, dedicado al análisis de los problemas económicos de la Argentina y América Latina.

Fue fundada en 1964 por las organizaciones empresarias más importantes y representativas de la Argentina, a saber: la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, la Cámara Argentina de Comercio, la Sociedad Rural Argentina y la Unión Industrial Argentina.

FIEL concentra sus estudios en la realización de investigaciones en economía aplicada, basadas en muchos casos en el procesamiento de la estadística económica que elabora directamente la institución.

Estas investigaciones abarcan áreas diversas, tales como economía internacional, mercado de trabajo, crecimiento económico, organización industrial, mercados agropecuarios, economía del sector público, mercados financieros. En los últimos años la Fundación ha concentrado sus esfuerzos en diversas líneas de investigación relacionadas con el sector público y su intervención en la economía, trabajos que han hecho de FIEL la institución local con mayor experiencia en esta área. Dentro de esta temática, ocupa un lugar destacado el estudio y la propuesta de soluciones económicas para los problemas sociales (educación, salud, pobreza, justicia, previsión social).

El espíritu crítico, la independencia y el trabajo reflexivo son los atributos principales de las actividades de investigación de FIEL.

Por la tarea desarrollada en sus años de existencia, FIEL ha recibido la "Mención de Honor" otorgada a las mejores figuras en la historia de las Instituciones-Comunidad-Empresas Argentinas, y el premio "Konex de Platino" como máximo exponente en la historia de las "Fundaciones Educativas y de Investigación" otorgado por la Fundación Konex.

La dirección de FIEL es ejercida por un Consejo Directivo compuesto por los presidentes de las entidades fundadoras y otros dirigentes empresarios. Dicho órgano es asistido en la definición de los programas anuales de trabajo por un Consejo Consultivo integrado por miembros representativos de los diferentes sectores de la actividad económica del país, que aportan a FIEL los principales requerimientos de investigación desde el punto de vista de la actividad empresarial. Un Consejo Académico asesora en materia de programas de investigación de mediano y largo plazo. Los estudios y las investigaciones son llevados a cabo por el Cuerpo Técnico, cuya dirección está a cargo de cuatro economistas jefes, secundados por un equipo de investigadores permanentes y especialistas contratados para estudios específicos.

FIEL está asociada al IFO Institut Für Wirtschaftsforschung München e integra la red de institutos corresponsales del CINDE, Centro Internacional para el Desarrollo Económico. Constituye además la secretaría permanente de la Asociación Argentina de Economía Política.

CONSEJO DIRECTIVO

Presidente: Dr. Daniel Herrero.

Vicepresidentes 1° Dr. Carlos Ormachea.

Vicepresidentes 2° Lic. María Carmen Tettamanti.

Vicepresidentes 3° Martín Zarich.

Secretario: Ing. Franco Livini

Prosecretario: Sr. Alberto L. Grimoldi

Tesorero: Gustavo Canzani

Protesorero: Dra. Patricia Galli.

Vocales: Javier Bolzico, Mariano Bó, Rodrigo Catalá, Andrés Cavallari, Julio C. Crivelli, José M. Dagnino Pastore, Ricardo Dessy, Adelmo J.J. Gabbi (Presidente de la Bolsa de Comercio), Fernando García Cozzi, Natalio Mario Grinman (Presidente de CAC), Fernando López Iervasi, Matías O'Farrel, Marcos J. Pareda, Rodrigo Perez Graziano, Nicolás Pino (Presidente de la Soc. Rural Argentina), Martín Roggio, David Sekiguchi, Raúl Seoane, Juan Manuel Trejo, Alejandro Urricelqui, Federico Zorraquín.

CONSEJO CONSULTIVO

Ricardo Argarate, Miguel Arrigoni, Federico Barroetaveña, Juan Curutchet, Federico Elewaut, Sergio Grinenco, Leonardo López, José Martins, Pablo Miedziak, Carlos Alberto Musante, Gustavo Nieponice, Javier Ortíz Batalla, Guillermo Pando, Cristiano Rattazzi, Luis Ribaya, Gustavo Salinas, Mariana Schoua, Alejandro Stengel, Hernán Sánchez, Amadeo R. Vazquez, Gustavo Weiss, Carlos Alberto de la Vega.

CONSEJO ACADEMICO

Miguel Kiguel, Ricardo López Murphy, Manuel Solanet, Enrique Szewach, Mario Teijeiro.

CONSEJO HONORARIO

Dr. Juan Pedro Munro, Manuel Ricardo Sacerdote, Ing. Victor L. Savanti.

CUERPO TÉCNICO

Economistas Jefe: Daniel Artana, Juan Luis Bour (Director), Fernando Navajas, Santiago Urbiztondo.

Economistas Asociados: Juan Pablo Brichetti, Isidro Guardarucci.

Economistas Senior: Guillermo Bermúdez, Nuria Susmel, Ivana Templado.

Investigadores Visitantes: Marcelo Catena, Marcela Cristini, Santos Espina Mairal, Mónica Panadeiros.

Asistentes Profesionales Junior: Lisandro Martín Bifano, Mauricio Dessy, Nicolás Peña, Karen Rivera Encinas, Iván Robles Urquiiza, Leandro Ezequiel Vitaver.

Resumen Ejecutivo

Los mercados de capitales tienen en las economías desarrolladas y emergentes un rol central en el financiamiento del crecimiento económico, contribuyendo a incrementar los niveles de inversión, la productividad o ambos. Los canales a través de los que estos mercados contribuyen al dinamismo de la economía son diversos: (i) mejoran la asignación de recursos, al reducir los costos de información y de transacción, (ii) aglutinan los recursos de muchos ahorristas atomizados, explotando economías de escala, (iii) facilitan el manejo de distintos riesgos, aumentando la resiliencia de la economía a los shocks y (iv) promueven la disciplina de mercado.

También existe evidencia empírica sobre los beneficios de los mercados de capital para la estabilidad financiera. Varios estudios empíricos, motivados por la crisis financiera mundial de 2008, indican que las recuperaciones y la inversión posteriores a las recesiones son más fuertes en aquellos países con mercados de bonos más profundos en relación con el crédito bancario. Asimismo, estos estudios encuentran evidencia que el riesgo financiero sistémico aumenta con la profundización del crédito bancario y disminuye con una mayor profundidad de los mercados de capitales. Sin embargo, estos hallazgos no implican que los mercados de capital no involucren riesgos y es por eso que se han implementado herramientas regulatorias para controlar esos riesgos sistémicos luego de la crisis financiera global.

Si bien los mercados de capitales ofrecen una solución al problema de asignar los ahorros de múltiples agentes atomizados a su mejor uso posible y al menor costo, los contratos financieros adolecen de fallas intrínsecas que requieren de intervención en favor de la protección de los inversores, particularmente los más pequeños.

La mayor parte de las relaciones contractuales que se establecen en los mercados de capitales están sujetas a asimetrías informativas entre quienes contratan: los directivos de las firmas tienen ventajas informativas respecto de los inversores sobre las operaciones de la empresa, los agentes de bolsa suelen estar mejor informados que sus clientes sobre las condiciones del mercado y quienes ofrecen productos estructurados conocen en mayor detalle los términos de los contratos que establecen con los compradores.

Así, los inversores, particularmente los minoristas, carecen de conocimiento y capacidades para monitorear de manera efectiva las acciones que los profesionales del mercado de capitales realizan en su nombre. Si bien existen otros profesionales que ofrecen servicios de monitoreo a los inversores, como pueden ser las agencias de calificación, estos pueden estar sujetos a sus propios conflictos de intereses y pueden tomar acciones en contra de los intereses de los inversores.

La regulación aborda los problemas de agencia a través de diversos mecanismos, entre ellos las normas de divulgación obligatoria para las ofertas públicas, la supervisión del cumplimiento de las responsabilidades fiduciarias por parte de las firmas que ofrecen servicios financieros o la prohibición de ciertos términos contractuales que generen

incentivos a conductas que pueden desfavorecer a los inversores. Eventualmente, los problemas de agencia pueden justificar la expansión del sistema regulatorio al gobierno corporativo.

La regulación de los mercados de capitales se enmarca en los estándares que establece la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). En los años recientes la crisis global ha llevado a una revisión y una permanente actualización de esos estándares internacionales por parte de IOSCO, que trabaja en estrecha colaboración y consulta con el *Financial Stability Board* (FSB), el *Bank of International Settlements* (BIS) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

En 2017 IOSCO definió tres objetivos básicos que deben guiar el diseño de las regulaciones de los mercados de valores: (i) proteger a los inversores, (ii) asegurar que los mercados sean justos, transparentes y eficientes y (iii) reducir el riesgo sistémico. A su vez, estos objetivos básicos no deben entrar en conflicto con dos principios centrales al desarrollo de los mercados de capitales. El primero es que la regulación debe evitar imponer una carga injustificada sobre los mercados que pueda inhibir su crecimiento y desarrollo. El segundo es que la regulación debería facilitar la formación de capital y el crecimiento económico y reconocer los beneficios de la competencia en el mercado.

El caso argentino

El mercado de capitales argentino se caracteriza por su falta de profundidad y una excesiva fragmentación, problemáticas que han afectado su eficiencia y desarrollo a lo largo de los años. Actualmente, el país cuenta con cuatro mercados operativos, aunque se espera que en el futuro este número se reduzca a tres a partir de la fusión entre el MAE y ROFEX recientemente anunciada. El número de empresas listadas -así como su capitalización- en estos mercados es considerablemente más bajo en comparación con otros países de la región, como Brasil o Chile. Los impactos de la fragmentación de los mercados se ven agravados por la falta de homogeneización entre los sistemas de operación, lo que genera ineficiencias operativas y duplicación de funciones, y la ausencia de una infraestructura centralizada que actúe no discriminatoriamente entre los actores del mercado facilitando las actividades de custodia, liquidación y cobertura de los diversos instrumentos financieros. Esto no solo limita la liquidez y el dinamismo del mercado, sino que también dificulta la competitividad de Argentina en el contexto regional y global.

Uno de los mayores desafíos que enfrenta el mercado de capitales argentino es la naturaleza de corto plazo de los instrumentos financieros utilizados. Como consecuencia de un entorno macroeconómico desordenado y a diferencia de otros mercados más desarrollados, donde las empresas pueden recurrir al financiamiento de largo plazo a través de instrumentos estructurados, en Argentina predominan los instrumentos de corto plazo, lo que limita la capacidad de las empresas para financiar proyectos de crecimiento y expansión. Aunque este tipo de financiamiento suele ser competitivo en comparación con las alternativas bancarias, su enfoque en el corto plazo y la falta de utilización de instrumentos de *equity* hacen que las empresas recurran a otras fuentes para proyectos de mayor envergadura.

El futuro del mercado de capitales en Argentina depende en gran medida de la implementación de reformas que aborden sus principales deficiencias estructurales. La integración y consolidación de los mercados existentes, la creación de un marco regulatorio más flexible y la adopción de nuevas tecnologías son algunas de las iniciativas necesarias para modernizar el sistema. Además, es importante ampliar la oferta y el uso de instrumentos financieros, especialmente aquellos orientados al largo plazo, y promover la inclusión de jugadores internacionales que puedan aportar mayor liquidez y volumen de operaciones. A su vez, es vital generar confianza en el mercado a través de la transparencia y la supervisión adecuada, reduciendo así las barreras que enfrentan tanto los grandes como los pequeños inversores. Con un entorno institucional y regulatorio adecuado, el mercado de capitales argentino tiene el potencial de convertirse en una herramienta clave para el desarrollo económico del país, facilitando el financiamiento de proyectos estratégicos en sectores clave como la infraestructura, la energía y la tecnología.

Es evidente que una macroeconomía ordenada es una condición necesaria, aunque no suficiente, para el desarrollo y la profundización de los mercados de capitales en Argentina. Sin embargo, la situación actual no debe ser un obstáculo para implementar acciones que maximicen el desarrollo posible bajo el entorno predominante. A la vez, es crucial preparar el terreno para que, ante eventuales mejoras en el contexto macroeconómico, el mercado de capitales pueda crecer sin impedimentos regulatorios o institucionales. En este sentido, ordenar, simplificar, transparentar y eficientizar los marcos regulatorios y legales no solo es una tarea urgente para el presente, sino también una prioridad estratégica para el futuro.

En este trabajo se detallan algunos aspectos centrales que una política de desregulación de los mercados de capitales en Argentina debe considerar. Un proceso de reforma del mercado de capitales debe abordar tanto los problemas inmediatos como las necesidades a largo plazo. Existen acciones concretas que pueden implementarse de manera rápida para simplificar y hacer más eficiente la operatoria del mercado, como la digitalización de procesos y la eliminación de trabas innecesarias, mientras otras acciones se refieren a modificaciones tendientes a mejorar el desarrollo del mercado de capitales doméstico en el mediano y largo plazo. La Tabla RE.1. resume las principales propuestas que se desarrollan en este documento.

Tabla RE.1. Principales propuestas de reforma abordadas en el documento.

Tema	Propuesta	Beneficio
1. Eliminar el "parking" en operaciones de dólar MEP	Quitar el requisito de mantener un bono en cartera por 24 horas antes de liquidarlo en dólares MEP.	Agilizar las operaciones y atraer más inversores a través de la reducción de costos y tiempos.
2. Flexibilizar la obligación de pasar por cuentas bancarias en operaciones de venta de dólares	Permitir que se puedan realizar ventas de dólares sin la obligación de pasar por cuentas bancarias.	Eliminar esta barrera permitirá reducir costos transaccionales y fomentar la competencia entre agentes.
3. Ampliar la oferta de instrumentos de los Fondos Comunes de Inversión (FCI)	Eliminar las restricciones que limitan la inversión en activos extranjeros a un 25% y ampliar el número y diversidad de instrumentos permitidos.	Diversificación y aumento de la rentabilidad potencial para los pequeños inversores.
4. Simplificación de la categorización de agentes del mercado	Reducir las múltiples categorías de agentes autorizados por la CNV para disminuir la complejidad regulatoria y los costos operativos.	Facilitar la supervisión y reducir los costos para agentes, reguladores e inversores.
5. Unificación de los mercados financiero	Promover una plataforma de negociación integrada.	Incrementar la liquidez, reducir costos operativos y mejorar la transparencia en la formación de precios.
6. Desarrollar un régimen diferenciado de oferta pública	Continuar con la agenda de reformas, incorporando regímenes simplificados para la emisión de deuda a largo plazo por parte de empresas, con menores requisitos informativos y barreras regulatorias.	Facilitar el acceso de las empresas al financiamiento de largo plazo, permitiendo el desarrollo de proyectos más ambiciosos. Reducir los saltos discretos respecto de los costos y requisitos necesarios para participar en el mercado de capitales.
7. Tratamientos impositivos diferenciales en Impuesto a las Ganancias e Impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios	Revisar el tratamiento de los diversos activos financieros y las operaciones en los mercados de capitales respecto de el impuesto a las ganancias y del impuesto a los débitos y créditos bancarios.	Fomentar un tratamiento impositivo simétrico en función del hecho gravado y no en función de quien lo realice. Estas acciones son tendientes a nivelar el terreno de juego para los diversos participantes del mercado (ALyCs, bancos, etc.), fomentando la competencia y la eficiencia en la operatoria.
8. Custodia de los activos	Realizar una modificación a Ley de Mercados de Capitales que introduzca criterios de gobernanza para las distintas infraestructuras, tales que aseguren la neutralidad en las interacciones con los distintos actores del mercado de capitales y limiten el rango de actividades en los que los controlantes de las infraestructura puedan participar.	Reducción de costos de operación, informativos y de regulación y supervisión. Incremento de la transparencia, evitando tratos discriminatorios.
9. Auditorías	Consolidación de las diversas auditorías realizadas por los mercados y el ente regulador. Desarrollo de protocolos para compartir información relevante. Mejora y agilización en los procedimientos de apelación y descargo.	Reducción de los costos de operación de los participantes del mercado de capitales. Mejora en la transparencia. Reducción de riesgos asociados a la discrecionalidad y falta de consistencia en las auditorías.
10. Educación financiera	Desarrollo de programas enfocados en alfabetizar sobre las posibilidades que ofrecen los mercados de capitales para el ahorro y el financiamiento de familias y firmas.	Incorporar nuevos usuarios al mercado de capitales y contribuir a la diseminación de los beneficios asociados.
11. Préstamos de títulos valores	Desarrollar la operatoria de préstamos de títulos valores, eliminando la prohibición de un segmento de negociación bilateral de préstamo de títulos dentro de los mercados en línea con lo permitido en otros países de la región. Modificar la normativa de la CNV - Artículo 18, Sección VIII, Capítulo V, Título VI de las Normas CNV 2013.	Mejoras en la fluidez y determinación de los precios de los activos financieros.
12. Innovación en el desarrollo de instrumentos	Simplificación de procesos burocráticos y establecimiento de plazos para la aprobación de nuevos instrumentos -en línea con la metodología de silencio es consentimiento-, en particular aquellos con bajo impacto y/o riesgo sistémico.	Fomentar la innovación y la desburocratización de procedimientos.
13. SGRs	Creación de una central de garantías, que permita un acceso más abierto a la información sobre la calidad crediticia de las firmas.	Incrementar la transparencia y mejorar la capacidad de evaluación de los riesgos crediticios.
	Modificar el régimen regulatorio de las SGRs evitando que la Secretaría PyMEs ocupe los roles simultáneos de regulador y a la vez promotor del desarrollo de las PyMEs.	Mayor transparencia y eliminación de potenciales conflictos de interés.
14. Incrementar la oferta de fondos prestables	Fomentar la participación de inversores institucionales. Implementar el fondo de cese laboral previsto en la Ley Bases. Desarrollar mecanismos de incentivos a la creación de fondos de ahorros previsionales voluntarios.	Incrementar la profundidad del mercado de capitales local. Fomentar el desarrollo de fuentes de fondeo de largo plazo.

En lo respectivo a las acciones de corto plazo en el presente trabajo se identifican algunas acciones que pueden ser tomadas de inmediato y podrían repercutir en una mejor operatoria en los mercados de capitales. Este listado incluye eliminar o flexibilizar diversas normativas emitidas por la CNV y el BCRA que generan ineficiencias en el mercado de capitales, desalentando la participación de inversores. Entre estas medidas, destaca la eliminación del "parking" en las operaciones de dólar MEP, la eliminación de la obligatoriedad de pasar por cuentas bancarias en ventas contra dólares y la flexibilización de las restricciones impuestas a los Fondos Comunes de Inversión para ofrecer un mayor

abanico de instrumentos en dólares. Además, se recomienda revisar el proceso de aprobación de ofertas públicas de futuros y opciones para que esté en línea con los plazos de otros instrumentos y unificar criterios regulatorios que promuevan la inclusión financiera y un tratamiento impositivo más equitativo entre los diferentes instrumentos financieros y entre los agentes bursátiles y los bancos.

No obstante, estas soluciones inmediatas deben complementarse con políticas estructurales e institucionales que promuevan el desarrollo sostenido del mercado a mediano y largo plazo. Solo con un enfoque integral será posible crear un entorno que impulse la inversión, mejore la liquidez y permita la financiación de proyectos productivos de mayor envergadura.

En este sentido, el presente trabajo sugiere la necesidad de repensar la estructura del mercado de capitales (separando y haciendo neutrales a las infraestructuras), mejoras posibles sobre la gobernanza de actores claves y otras acciones tendientes a incrementar la profundización y liquidez de los mercados de capitales en Argentina.

Según las entrevistas y consultas realizadas, existe un consenso general sobre la adecuación de la Ley de Mercado de Capitales (Ley 26.831 y sus modificaciones) a los estándares internacionales propuestos por IOSCO, aunque se identifican áreas clave para revisar. Específicamente, un área que puede ser revisada es la de establecer una gobernanza clara y equitativa para las infraestructuras del mercado, garantizando la participación de múltiples actores y evitando conflictos de interés, como podría surgir al estar la Caja de Valores controlada por un único operador.

Además, se sugiere promover la consolidación de mercados (una tendencia que ha comenzado de la mano de la fusión de Rofex y MAE), lo que permitiría reducir significativamente los costos de los agentes, actualmente elevados por la superposición de varias capas de regulación, supervisión y auditoría, lo que podría redundar en menores precios estos servicios para los inversores. Paralelamente, es necesario revisar el régimen de regulación y gobernanza de las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), reemplazando a la Secretaría de PyMEs como regulador para evitar conflictos de objetivos y mejorar la evaluación del riesgo crediticio.

Asimismo, la dispersión actual en las categorías de agentes autorizados por la Comisión Nacional de Valores (CNV) añade una complejidad innecesaria al mercado de capitales argentino. Esta multiplicidad de tipos de agentes hace que el monitoreo y la supervisión sean no solo más difíciles, sino también más costosos para los reguladores. Una simplificación de las categorías de agentes permitiría una mejor eficiencia operativa por la vía de la reducción de los costos administrativos asociados con la inscripción, auditoría y supervisión continua. Esto beneficiaría a los reguladores, así como a los propios agentes, quienes podrían operar en un entorno más ágil y con menos burocracia. En lugar de dividir sus recursos entre diferentes categorías y cumplir con una amplia gama de normativas específicas, los agentes podrían concentrarse en sus actividades centrales, optimizando el uso del capital humano y financiero. Al mismo tiempo, la unificación de categorías puede dotar a los agentes de mayor flexibilidad, permitiéndoles adaptarse más rápidamente a las condiciones cambiantes del mercado y a las nuevas tendencias, como la digitalización y la adopción de nuevos instrumentos financieros. Estas acciones contribuirán a una mayor eficiencia, competitividad e inclusión en el mercado de capitales argentino.

Una agenda desregulatoria del mercado de capitales argentino requiere atacar en el mediano plazo alguno de sus principales déficits como la baja profundidad, predominancia de instrumentos de corto plazo y escasa emisión de títulos de renta fija y variable. Para abordar estas falencias, se proponen varias iniciativas, como mejorar y desarrollar un régimen diferenciado de oferta pública, que busca reducir barreras regulatorias para que las empresas emitan deuda a largo plazo. Aunque se han realizado avances, como el régimen ON Simple y el Régimen Diferenciado Intermedio implementado por la CNV, persisten desafíos, incluyendo la necesidad de mayores incentivos fiscales y una flexibilización de los requisitos informativos. También se sugiere impulsar el desarrollo del mercado de préstamos de títulos valores y promover (y facilitar los procesos de aprobación) de nuevos instrumentos financieros, como los “pagarés producto” para el sector agropecuario o los *warrants*. Por otro lado, se destaca la importancia de incentivar la participación de inversores institucionales, como compañías de seguros y fondos de pensiones, mediante estímulos fiscales y la apertura del mercado a inversores y emisores de otras jurisdicciones, lo cual proveería mayor liquidez y estabilidad al sistema.

En un contexto global en el que los mercados y las regulaciones evolucionan rápidamente, es esencial que las normativas locales se mantengan actualizadas. Los marcos regulatorios deben ser lo suficientemente flexibles para adaptarse a nuevos instrumentos financieros y tecnologías emergentes, manteniendo a los actores competitivos en el escenario internacional. Para ello, es necesario incorporar mecanismos como los *sandboxes* regulatorios, que permitan probar innovaciones bajo un marco controlado, y establecer un proceso de revisión continua de las normativas. Esta flexibilidad, acompañada de una adecuada gestión de riesgos, será clave para fomentar la innovación sin comprometer la estabilidad del sistema financiero.

Contenidos

I. INTRODUCCIÓN.....	2
II. LOS MERCADOS DE CAPITALES EN LA LITERATURA Y EN LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL RECIENTE.....	4
II.1 EL ROL DE LOS MERCADOS DE CAPITALES	4
II.2. LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES	5
II.2.1. <i>¿Por qué regularlos?</i>	5
II.2.2 <i>Los estándares regulatorios internacionales</i>	6
II.2.3 <i>Los determinantes del desarrollo de los mercados de capitales</i>	8
III. EL MERCADO DE CAPITALES EN LA ARGENTINA.....	17
III.1. EL ENTORNO INSTITUCIONAL Y LEGAL: MERCADOS, PARTICIPANTES Y GOBERNANZA	17
III.2. CUANTIFICANDO EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO	19
IV. HACIA UN MERCADO DE CAPITALES MÁS DESREGULADO, COMPETITIVO E INCLUSIVO.....	25
IV.1. ESTRUCTURA Y GOBERNANZA DE LOS MERCADOS DE CAPITALES	25
IV.2. ACCIONES DESREGULATORIAS DE CORTO PLAZO (LEY DE MERCADO DE CAPITALES - CNV – BCRA)	30
IV.3. ¿CÓMO DAR PROFUNDIDAD A LOS MERCADOS DE CAPITALES?	32
IV.3.1. <i>La demanda de fondos prestables</i>	32
IV.3.2. <i>La oferta de fondos prestables</i>	37
IV.4. ¿CÓMO LA DESREGULACIÓN PUEDE FOMENTAR LA INNOVACIÓN EN LOS MERCADOS DE CAPITALES? .	38
V. REFLEXIONES FINALES.....	41

I. Introducción

Los mercados de capitales bien regulados desempeñan un papel crucial en el desarrollo económico de un país, al facilitar el acceso al financiamiento, fomentar la innovación y promover la estabilidad financiera. La regulación adecuada permite un equilibrio entre la protección de los inversores y la promoción de la competitividad, garantizando que las empresas puedan acceder al capital necesario para su crecimiento mientras se mitigan los riesgos sistémicos. Sin embargo, el exceso de regulación o la falta de claridad en las normativas pueden obstaculizar este desarrollo, generando ineficiencias y limitando el dinamismo del mercado. De ahí la importancia de realizar un análisis continuo sobre la efectividad de las regulaciones vigentes y su impacto en la salud del mercado de capitales.

El mercado de capitales argentino actualmente presenta desafíos significativos en términos de su regulación, la cual, en muchos casos, se percibe como inadecuada o ineficiente para fomentar su pleno desarrollo. Las normativas vigentes, a menudo heredadas de contextos económicos y políticos muy distintos a los actuales, no reflejan en algunos aspectos las mejores prácticas internacionales ni las necesidades del mercado contemporáneo. Existen áreas clave donde la regulación podría mejorarse, eliminando obstáculos innecesarios para la participación de nuevos inversores y empresas, al tiempo que se fortaleciendo los mecanismos de transparencia y supervisión. En este sentido, es necesario un proceso de revisión integral que parta de una base teórica sólida y se alinee con las experiencias internacionales exitosas.

Este documento propone una reforma desregulatoria que incluye una revisión de las normas basada en un marco conceptual que cuestiona su justificación y relevancia en el contexto actual. Además, se presentará un relevamiento de experiencias internacionales que puedan servir de referencia para el mercado argentino, enfocado en aquellos países que han logrado equilibrar la flexibilidad regulatoria con la protección al inversor y la estabilidad financiera. El proceso de evaluación de las normativas incluyó la consulta a distintos actores involucrados en el mercado de capitales argentino², buscando construir un consenso sobre las áreas de mejora y evaluar la eficiencia de las regulaciones vigentes. Este enfoque colaborativo constituye una base fundamental para asegurar que las reformas propuestas respondan a las verdaderas necesidades del mercado.

El presente documento estará estructurado en 5 secciones, siendo la primera la presente introducción. En la Sección 2 se procederá a relevar desde un punto de vista conceptual cuál es el rol que la teoría económica le otorga al desarrollo de los mercados de capitales como instrumento para fomentar el crecimiento económico, se desarrollarán los principales argumentos que justifican su regulación y se discutirán algunas experiencias internacionales recientes que tienen relevancia para el diagnóstico y reforma del mercado de capitales argentino. En la Sección 3 se procederá a hacer una breve descripción del marco legal e institucional vigente para los mercados de capitales en Argentina y se presentará un diagnóstico sobre las principales métricas de los mismos, con la finalidad de establecer un

² Los autores de este trabajo tuvimos entrevistas con funcionarios de la CNV, BYMA, MAE, MAV, Rofex y varias Alycs y Bancos.

punto de partida para el proceso de reforma desregulatoria propuesto. La Sección 4, la principal del presente documento, procederá a desarrollar las principales propuestas desregulatorias sugeridas, a la luz de la experiencia internacional y en búsqueda de un mercado de capitales más eficiente y productivo. La Sección 5 concluye el documento con reflexiones finales respecto de consideraciones relevantes para llevar a cabo la reforma desregulatoria propuesta.

II. Los mercados de capitales en la literatura y en la experiencia internacional reciente

II.1 El rol de los mercados de capitales

Los mercados de capitales (ver Recuadro 1) tienen en la actualidad un rol central en el financiamiento del crecimiento económico, contribuyendo a incrementar los niveles de inversión, la productividad o ambos (Kaserer & Rapp, 2014). Los canales a través de los que estos mercados contribuyen al dinamismo de la economía son diversos: (i) mejoran la asignación de recursos, al reducir los costos de información y de transacción, (ii) aglutinan los recursos de muchos ahorristas atomizados, explotando economías de escala (Levine, 2005), (iii) facilitan el manejo de distintos riesgos, aumentando la resiliencia de la economía a los shocks y (iv) promueven la disciplina de mercado.

Recuadro 1: La estructura de los mercados de capitales

Resulta difícil identificar en la literatura académica o la normativa regulatoria una definición única acerca de los componentes de un mercado de capitales. Sin embargo, si bien pueden persistir algunas diferencias menores, todas incluyen un conjunto de mercados, de infraestructuras que soportan su operatoria y de jugadores clave.

1. El sistema de pagos
2. Depositarios centralizados de títulos
3. Sistemas de liquidación de títulos
4. Contrapartes centralizadas
5. Mercados de Contado (‘‘cash securities’’)
6. Mercados extra bursátiles (Over the Counter –OTC, por sus siglas en inglés)
7. Mercados de derivados

A diferencia del sistema bancario, en los mercados de capitales concurre un amplio espectro de inversores con diferentes horizontes de inversión y preferencias de riesgo. Esta diversidad les otorga un atributo particularmente valioso, que es el de poder ofrecer a las firmas la posibilidad de emitir deuda de largo plazo o de ampliar su capital mediante la emisión de acciones, facilitándoles equiparar la duración de sus activos de largo plazo con la de sus pasivos (Martínez Peria y Schmukler, 2017). La emisión de acciones posibilita la concreción de proyectos innovadores y a la vez riesgosos, de allí su impacto directo sobre la inversión. Existe en ese sentido una complementariedad entre los mercados de capitales y los bancos (Demirgüç-Kunt et al, 2013). Los bancos se especializan en intermediar,

transformando los plazos de sus pasivos de corto plazo (depósitos) en activos de un plazo algo más extendido (créditos) mediante acuerdos rígidos, estandarizados y colateralizados. Los mercados de capitales son mercados de concurrencia, que permiten la realización de contratos hechos a medida, en su mayoría no colateralizados. De ese modo, posibilitan el financiamiento de proyectos de más largo plazo, usualmente más riesgosos y frecuentemente intensivos en capital humano y muchas veces innovadores e impulsores de crecimiento de la productividad.

A medida que las economías se desarrollan y su estructura productiva se torna más compleja, se espera que los mercados de valores adquieran más relevancia en relación con los bancos. La actividad de agregación de información y la variedad de instrumentos financieros que proporcionan los mercados de capitales mejora la asignación de recursos y permiten una adecuada gestión de riesgo. También permite a los emprendedores acceder a capital social para inversiones de largo plazo, complementando en ese sentido al financiamiento bancario.

En una revisión reciente de la literatura, Carbajal y Bebczuk (2019) resaltan la creciente atención prestada a los mercados de capital como un canal clave en la provisión de financiamiento a sectores estratégicos de la economía que van desde la infraestructura hasta la vivienda, las pequeñas y medianas empresas y las respuestas al cambio climático.

También existe alguna evidencia empírica sobre los beneficios potenciales de los mercados de capital para la estabilidad financiera. Varios estudios empíricos, motivados por la crisis financiera mundial de 2008, indican que las recuperaciones y la inversión posteriores a las recesiones son más fuertes en aquellos países con mercados de bonos más profundos en relación con el crédito bancario. También se encuentra alguna evidencia que el riesgo financiero sistémico aumenta con la profundización del crédito bancario y disminuye con una mayor profundidad de los mercados de capitales (Becker and Ivashina, 2014). Sin embargo, estos hallazgos no implican que los mercados de capital no involucren riesgos y es por eso que se han implementado herramientas regulatorias para controlar esos riesgos sistémicos luego de la crisis financiera global.

En el caso de las economías emergentes, el desarrollo de un mercado de capitales profundo y abierto a inversores y emisores externos puede contribuir a la diversificación del riesgo, aumentando su resiliencia frente a la ocurrencia de shocks y también a fomentar la integridad financiera de las empresas a través de ejercicio de la disciplina de mercado y la necesaria adecuación a los estándares internacionalmente aceptados sobre prácticas contables, transparencia y gobernanza (Rojas Suárez, 2014).

II.2. La regulación de los mercados de capitales

II.2.1. ¿Por qué regularlos?

Si bien los mercados de capitales ofrecen una solución al problema de asignar los ahorros de múltiples agentes atomizados a su mejor uso posible y al menor costo, los contratos financieros adolecen de fallas intrínsecas que requieren de intervención en favor de la protección de los inversores, particularmente los más pequeños (Mahoney, 2021).

La mayor parte de las relaciones contractuales que se establecen en los mercados de capitales están sujetas a asimetrías informativas entre quienes contratan: los directivos de las firmas tienen ventajas informativas respecto de los inversores sobre las operaciones de la empresa, los agentes de bolsa suelen estar mejor informados que sus clientes sobre las condiciones del mercado y quienes ofrecen productos estructurados conocen en mayor detalle los términos de los contratos que establecen con los compradores.

Si bien puede haber incentivos reputacionales para no explotar todas las ventajas informativas, la divulgación obligatoria es la herramienta más efectiva y la más utilizada en la regulación del mercado de capitales para reducir las asimetrías de información entre las partes. Esta herramienta tiene costos, que deben ser tomados en cuenta a la hora del diseño regulatorio. La provisión de información es costosa para los participantes del mercado y puede limitar su participación, por lo que se deben evitar superposición o exceso en la información requerida. Por otro lado, se debe tener en cuenta que la divulgación de información crítica para las firmas, puede llevar a pérdidas competitivas, especialmente en industrias intensivas en I+D.

Otra falla inherente a los contratos financieros está asociada a los problemas de agencia entre los inversores (principal) y los profesionales del mercado (agente). Los inversores, particularmente los minoristas, carecen de conocimiento y capacidades para monitorear de manera efectiva las acciones que los profesionales del mercado de capitales realizan en su nombre. Si bien existen otros profesionales que ofrecen servicios de monitoreo a los inversores, como pueden ser las agencias de calificación, estos pueden estar sujetos a sus propios conflictos de intereses y pueden tomar acciones en contra de los intereses de los inversores.

La regulación aborda los problemas de agencia a través de diversos mecanismos, entre ellos las normas de divulgación obligatoria para las ofertas públicas, la supervisión del cumplimiento de las responsabilidades fiduciarias por parte de las firmas que ofrecen servicios financieros o la prohibición de ciertos términos contractuales que generen incentivos a conductas que pueden desfavorecer a los inversores. Eventualmente, los problemas de agencia pueden justificar la expansión del sistema regulatorio al gobierno corporativo (Zingales, 2009). Un ejemplo al respecto, es la Ley de Sociedades de Inversión en los Estados Unidos, que data de 1940. Esta ley regula de manera integral el gobierno de los vehículos de inversión colectiva, como los fondos mutuos tradicionales y los fondos cotizados en bolsa.

II.2.2 Los estándares regulatorios internacionales

La regulación de los mercados de capitales se enmarca en los estándares que establece la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). En los años recientes la crisis global ha llevado a una revisión y una permanente actualización de esos estándares internacionales por parte de IOSCO, que trabaja en estrecha colaboración y consulta con el *Financial Stability Board* (FSB), el *Bank of International Settlements* (BIS) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

IOSCO define tres objetivos básicos que deben guiar el diseño de las regulaciones de los mercados de valores (2017): (i) Proteger a los inversores, (ii) asegurar que los mercados sean justos, transparentes y eficientes y (iii) reducir el riesgo sistémico. A su vez, estos objetivos básicos no deben entrar en conflicto con dos principios centrales al desarrollo de los mercados de capitales. El primero es que la regulación debe evitar imponer una carga injustificada sobre los mercados que pueda inhibir su crecimiento y desarrollo. El segundo es que la regulación debería facilitar la formación de capital y el crecimiento económico y reconocer los beneficios de la competencia en el mercado.

(i) La protección a los inversores

En cuanto a la protección a los inversores, IOSCO (2017) resalta que una regulación orientada al cumplimiento de ese objetivo debe asegurar un efectivo cumplimiento de las leyes y el acceso pleno de los inversores a la información relevante para la toma de decisiones. Un mecanismo importante de protección a los inversores es garantizar que sólo personas o entidades con licencia o autorización para intermediar, distintos de los inversores, están habilitados para operar y que se requiera de un capital mínimo para hacerlo. Finalmente, contar con un sistema establecido de supervisión, que incluya inspecciones regulares y programas de *compliance* es otro requisito importante en favor de la protección a los inversores.

(ii) Mercados justos, transparentes y eficientes

Es importante que el regulador este atento a asegurar que tanto la estructura de mercado como las regulaciones sean neutrales, en el sentido de que no favorezcan a ningún intermediario en particular. También, es necesario asegurar que regulaciones promuevan la eficiencia de mercado, permitiendo a todos los participantes el acceso a la información relevante en tiempo y forma, asegurando que ésta refleje adecuadamente el proceso de formación de precios. Por otro lado, la supervisión debe contar con los recursos adecuados para detectar, desalentar y penalizar manipulaciones de mercado o prácticas que no sean justas.

(iii) Control del riesgo sistémico.

Respecto del riesgo sistémico, los lineamientos de IOSCO enfatizan que el regulador debe promover y permitir la gestión eficaz del riesgo y garantizar que el capital y otros requisitos prudenciales sean suficientes para abordar los riesgos asumidos. También es importante que el regulador se asegure que los participantes cuenten con acuerdos eficaces y jurídicamente seguros para el tratamiento de los incumplimientos dentro de las jurisdicciones.

Cuando algún intermediario entra en problemas, es importante considerar que los reguladores no pueden impedir caídas de los intermediarios del mercado, pero sí apuntar a reducir el riesgo de caída (incluso mediante requisitos de capital y control interno). Producida una caída financiera, la regulación debe apuntar a reducir su impacto en el mercado, intentando aislar el riesgo para la institución en quiebra.

Frente a inestabilidades generadas por eventos en otras jurisdicciones, se enfatiza que se debe apuntar a preservar la estabilidad a nivel nacional y global a través de la cooperación y el intercambio de información.

II.2.3 Los determinantes del desarrollo de los mercados de capitales

Si bien la profundidad de los mercados de capitales no está desvinculada del nivel de desarrollo de las economías, un trabajo reciente del *Committee on the Global Financial System* (CGFS, 2019) muestra que existen además heterogeneidades importantes tanto al interior de las economías avanzadas como de las emergentes.

¿Qué factores son clave para el desarrollo de los mercados de capitales? CGFS (2019) y Rojas Suarez (2014) identifican dos tipos de determinantes: (i) los vinculados a las fortalezas del entorno macroeconómico e institucional, condición necesaria para el desarrollo de un mercado de capitales de cierta dimensión y (ii) aquellos que son impulsores propios de los mercados de capitales

(i) Fortaleza del entorno macroeconómico e institucional

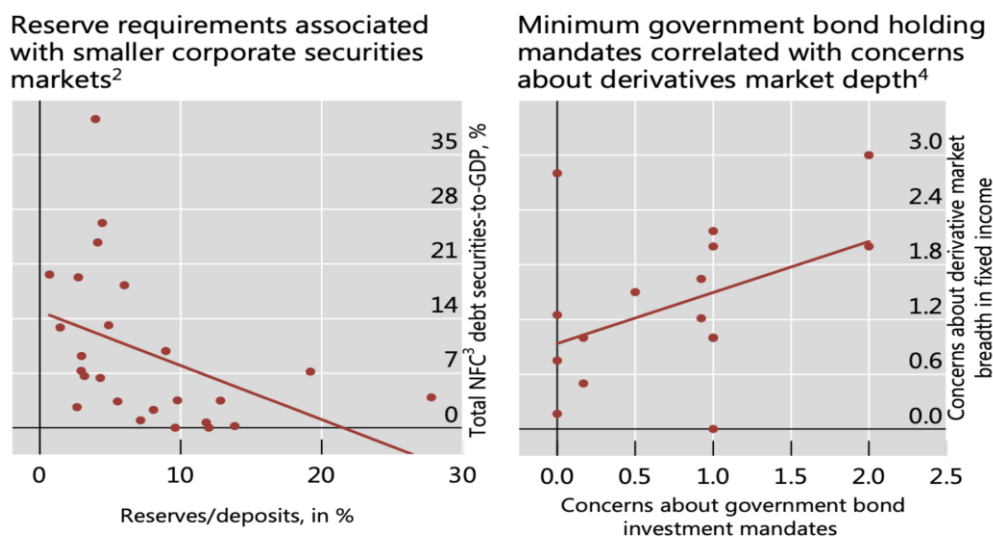
Un **entorno macroeconómico estable, inflación reducida** y un manejo de la **deuda pública sustentable** son prerequisites ineludibles para el desarrollo de un mercado de capitales que tenga algún volumen significativo. La existencia de un mercado de deuda pública con emisiones regulares, en distintos plazos, brinda previsibilidad y liquidez a los mercados. Contar con una *yield curve* de la deuda del gobierno sirve como *benchmark* para la deuda privada. El mercado de deuda es también un catalizador, al generar un umbral mínimo de volumen de operaciones y liquidez que impulsa el mercado de deuda privada. Al mismo tiempo, como enfatizan Carbajal y Bebczuk (2019), una contracara de ese rol propulsor que tiene la emisión de deuda pública sobre el mercado de capitales es que la emisión de deuda pública también puede desplazar la emisión del sector privado. Adicionalmente, si el endeudamiento fiscal se torna inmanejable, puede resultar en inestabilidad macroeconómica, limitando el desarrollo de los mercados de capitales, como ilustra con claridad el caso argentino.

La existencia de un sector bancario sólido también se señala como una precondition para el despegue del mercado de capitales (Rojas Suárez, 2014; Carbajal y Bebczuk (2019). La intermediación financiera suele comenzar a través de contratos de depósito y préstamo y es a medida que se consolida la confianza entre inversores y prestatarios que aparecen otras formas de ahorro y deuda.

Un determinante institucional relevante del desarrollo de los mercados de valores es que exista un grado importante de **autonomía del mercado** en la asignación de recursos. Al respecto, la presencia de distintas formas de **represión financiera** como restricciones innecesarias a las IPOs o un uso indebido de las regulaciones monetarias y prudenciales para dirigir recursos hacia determinados sectores o reducir el costo del endeudamiento del gobierno, desplazan al financiamiento al sector privado de los mercados de deuda y reducen la diversidad del mercado de capitales.

Como ilustran la Figura 1 y la Figura 2 debajo - extractadas del trabajo del CGFS (2019) - mayores requisitos de liquidez se asocian entre países con menores niveles de deuda privada en los mercados de capitales. A su vez, mayores exigencias de mantener niveles mínimos de deuda del gobierno a los bancos, se asocian positivamente con mayores preocupaciones sobre el nivel de profundidad de los mercados de derivados.

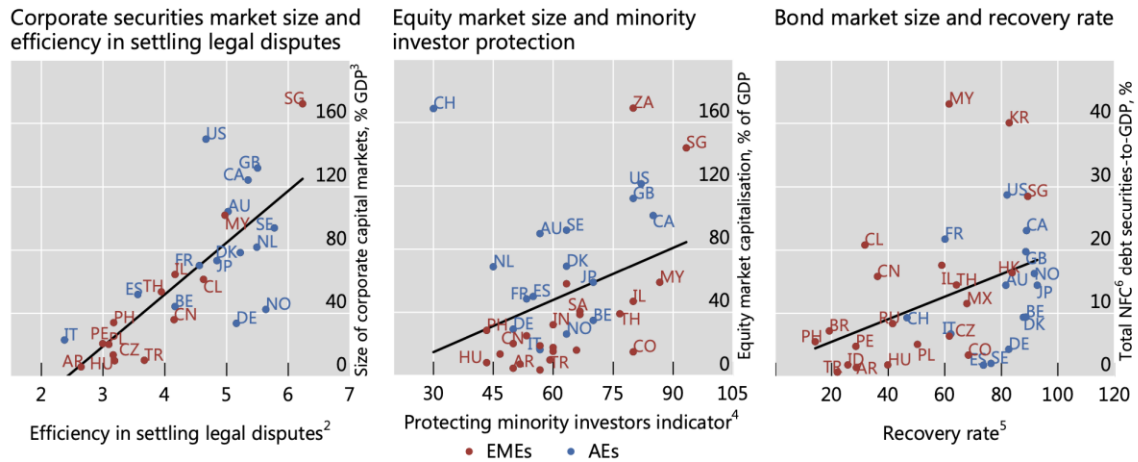
Figura 1. Correlaciones entre la intervenciones regulatorias y el desarrollo del mercado de capitales



Fuente: CGFS (2019)

Otro aspecto central del entorno institucional, dada la naturaleza del mercado de capitales, es contar con un entorno jurídico eficiente y justo, que garantice el cumplimiento de los contratos y transacciones. En ese sentido es fundamental que existan, tanto un régimen legal que asegure los derechos de los acreedores de manera efectiva, como un régimen de insolvencia eficiente y predecible. Ambos brindan certidumbre sobre el pago de las deudas y minimizan las pérdidas de los inversores si algún deudor entra en dificultades. Adicionalmente, un marco jurídico que asegure la posibilidad de reparación legal por parte de los accionistas, limita la capacidad de los administradores y accionistas mayoritarios de las firmas de administrar los recursos de las firmas en su propio beneficio.

Figura 2. Impactos de un entorno institucional y legal adecuado sobre el desarrollo de los mercados de capitales



¹ Based on 2010–16 averages. Higher scores on horizontal axis indices indicate better ratings. ² World Economic Forum, Executive Opinion Survey measure. ³ Corporate capital market size defined as the sum of market capitalisation of domestic equity markets plus total debt securities issued by the non-financial corporate sector. ⁴ 2010–14 average of the World Bank Doing Business distance to frontier measure; excluding HK. ⁵ Recovery rate in cents on the dollar from the World Bank Doing Business database. ⁶ NFC = non-financial corporate.

Fuente: CGFS (2019)

Finalmente, entre los aspectos institucionales, una precondition indispensable para el desarrollo del mercado de capitales es la presencia de un regulador independiente, con objetivos claramente definidos, que cuente con recursos y poderes de aplicacion adecuados. Particularmente luego de la crisis global y con el desarrollo los activos virtuales, la regulacion ha puesto mucho foco en el control del riesgo sistémico y en la necesidad de revisar periódicamente- el perímetro de la regulacion.

En lo que hace al marco regulatorio, es importante que la regulacion sea eficiente, en el sentido de mantener un equilibrio entre la proteccion de los inversores y los costos de las mismas para los emisores.

La introduccion de segmentos de cotizacion diferenciados, con niveles graduales en materia de obligaciones de divulgacion, gobernanza y cumplimiento se destaca como elementos clave a incorporar al marco regulatorio para ampliar el acceso de firmas de tamanos diversos y nuevos emprendedores al mercado de capitales (CGFS, 2019; OECD). Esta mayor flexibilidad en los requerimientos de ingreso reduce los costos fijos iniciales de la emision y permite a las empresas senalar su calidad mediante una paulatina adopcion de estándares más estrictos.

(ii) Impulsores propios del mercado de capitales

La **transparencia informativa** es quizás uno de los prerrequisitos esenciales para motorizar una expansion de los mercados de capitales, tanto en lo que hace a la divulgacion de informacion oportuna y la disponibilidad de sistemas de contabilidad que contribuyan a

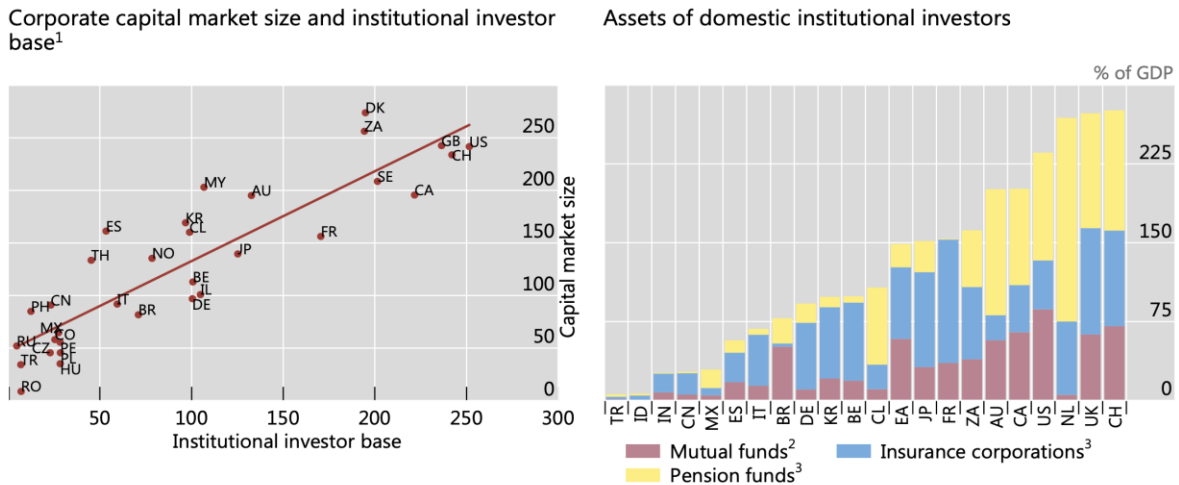
reducir el costo de adquisición de información para los inversores en el mercado primario y en el secundario y les permitan identificar posibles abusos de mercado.

Por otro lado, un funcionamiento aceitado del mercado de capitales requiere de contar con una **base de inversores amplia y diversificada** que provea de una fuente de demanda estable que respalda la liquidez, la profundidad y la estabilidad de los mercados. En ese sentido, los inversores institucionales - compañías de seguros y fondos de pensiones – suelen tener un rol central, ya que su horizonte de inversión suele ser amplio y su apalancamiento bajo, por lo que son muy eficaces en proporcionar fondos a largo plazo y contribuyen a brindar estabilidad a los mercados, en tanto es poco probable que exacerben la volatilidad vendiendo frente a correcciones de corto plazo.

La evidencia internacional indica que las jurisdicciones son bastante diversas en cuanto a su base de inversores institucionales. Al respecto, dos casos interesantes en América Latina son Brasil y Chile. Ambas economías han alcanzado niveles de desarrollo significativos de sus mercado de capitales, cuyos tamaños relativos al PIB han comenzado a acercarse a los las economías avanzadas.³ Sin embargo, su base de inversores institucionales es muy diferente en magnitud relativa (ver Figura 3). En Chile los inversores institucionales y en particular, dentro de ellos, los fondos de pensión tienen un peso muy significativo. En Brasil, por el contrario, la base de inversores institucionales es bastante más reducida y los fondos de pensión, tienen escaso peso dentro de ellos. En ese sentido la evidencia empírica sugiere que no existe un único camino para lograr profundidad en los mercados de capitales.

³ Según el Banco Mundial, en 2020 el valor total de las acciones listadas en el mercado bursátil representaba 68.2% del PIB en Brasil y 73% en el caso de Chile, relativo a 59.2% en España, 133.3% en Japón o 194.9% en Estados Unidos.

Figura 3. El impacto de los inversores institucionales sobre la profundidad de los mercados de capitales



¹ Institutional investor base defined as the sum of pension fund, insurance company and mutual fund assets as a percentage of GDP. Capital market size defined as sum of market capitalisation of domestic equity markets and total debt securities issued by the corporate sector as a percentage of GDP. 2010–16 averages. ² Mutual fund composition as a percentage of 2017 GDP; UCITs only for euro area (EA) economies; mutual fund data can include investments from pension funds and insurance corporations. ³ 2016 percentage.

Sources: FSB; World Bank; Datastream; efama; national data; BIS debt securities statistics; BIS calculations.

La relación entre los inversores institucionales y el desarrollo de los mercados de capitales es bidireccional. La presencia de inversores institucionales provee una base para el desarrollo de los mercados de capitales, aumentando las economías de escala para los fondos de inversión colectiva. Esas economías de escala permiten reducir los márgenes de gestión de activos, lo que a su vez estimula un creciente direccionamiento de los ahorros hacia inversiones en el mercado de capitales (Vittas, 1998).

Una apertura amplia, que permita el acceso de inversores y emisores internacionales, y que también facilite a las empresas e inversores nacionales mayores oportunidades para emitir e invertir en el exterior, puede generar efectos positivos diversos en los mercados de valores locales. Por un lado, permite ampliar el conjunto potencial de ahorros, lo que estimula un mayor número de emisiones de valores con rendimientos esperados potencialmente más bajos. La entrada de inversores externos también contribuye a dar liquidez y profundidad al mercado local. Si bien es cierto que una mayor apertura aumenta la exposición a los efectos de contagio globales – lo que requiere un control regulatorio adecuado de esos riesgos - la presencia de inversores y emisores externos puede contribuir a reducir la sensibilidad a los shocks específicos del propio país. Adicionalmente, el ingreso de inversores y emisores externos contribuye a promover la implementación de mejores prácticas e induce la adecuación a los estándares internacionales.

Una cuestión central es la **fortaleza y eficiencia de las infraestructuras** que conforman el mercado de capitales. Las infraestructuras proporcionan servicios esenciales que facilitan la compensación, la liquidación y el registro de las transacciones financieras, incluida la

transferencia de valores y fondos. El desarrollo de infraestructuras robustas reduce el costo de las transacciones, las hace más seguras y contribuye a aumentar la liquidez.

En el caso de los mercados de títulos públicos, una mayor previsibilidad de las emisiones y las reaperturas de emisiones de bonos reducen los costos de emisión y aumentan la liquidez.

El desarrollo de plataformas electrónicas en conjunto con un ecosistema tecnológico altamente integrado que incluye la infraestructura de mercado, las conexiones directas de los participantes, plataformas de trading electrónico, robots de trading algorítmico de alta frecuencia y un *post trade* con alto grado de automatización que soporta la volumetría generada en la negociación, particularmente en los mercados de bonos gubernamentales y de acciones reducen los costos de transacción, amplía el acceso a los mercados y aumentan la transparencia.

La promoción de un mayor uso de las centrales de compensación ha sido un pilar de la agenda regulatoria posterior a la crisis financiera global. La compensación centralizada contribuye a mantener la confianza del mercado en tiempos de crisis, al garantizar una liquidación ordenada de las posiciones en caso de incumplimiento por parte de uno o más participantes.

También se observa una tendencia a la integración de las plataformas que conforman los distintos mercados en una misma jurisdicción y eventualmente una región. Una excesiva fragmentación de las distintas infraestructuras que conforman los mercados de capitales puede imponer a los participantes costos de supervisión e informativos potencialmente excesivos o innecesarios. En ese sentido, aquellas iniciativas que apuntan a la consolidación de las infraestructuras de los distintos mercados que integran el mercado de capitales, pueden contribuir a una reducción significativa de los costos de mantener y negociar valores. El reciente proceso de integración de los distintos mercados e infraestructuras en Brasil es una experiencia destacada en América Latina, a la luz de la significativa expansión del mercado de capitales que dio lugar ese proceso de consolidación.

Finalmente, el desarrollo de los mercados de derivados complementa el mercado spot, facilitando a los inversores adaptar su exposición al riesgo a sus preferencias y oportunidades percibidas, alentando de ese modo el ingreso de inversores externos en economías emergentes y contribuyendo a dar profundidad al mercado de capitales. También en este caso la experiencia de Brasil, donde los mercados de derivados de tipo de cambio y tasa de interés han alcanzado un desarrollo destacado a nivel global es sin duda una experiencia a tomar en cuenta.

Se reseñan debajo los aspectos más destacados de la experiencia de Brasil, donde la integración entre los distintos mercados y infraestructuras ha sido parte de una más amplia reforma de los mercados financieros implementada en los años recientes.

Caso de Estudio - Brasil, reforma financiera, integración de las bolsas y desarrollo de los mercados de derivados

Un conjunto de reformas orientadas a mejorar las cuentas públicas, desregular los mercados financieros y dar impulso a la inclusión financiera y a los mercados de deuda locales contribuyeron a una fuerte expansión del mercado de capitales brasileño.

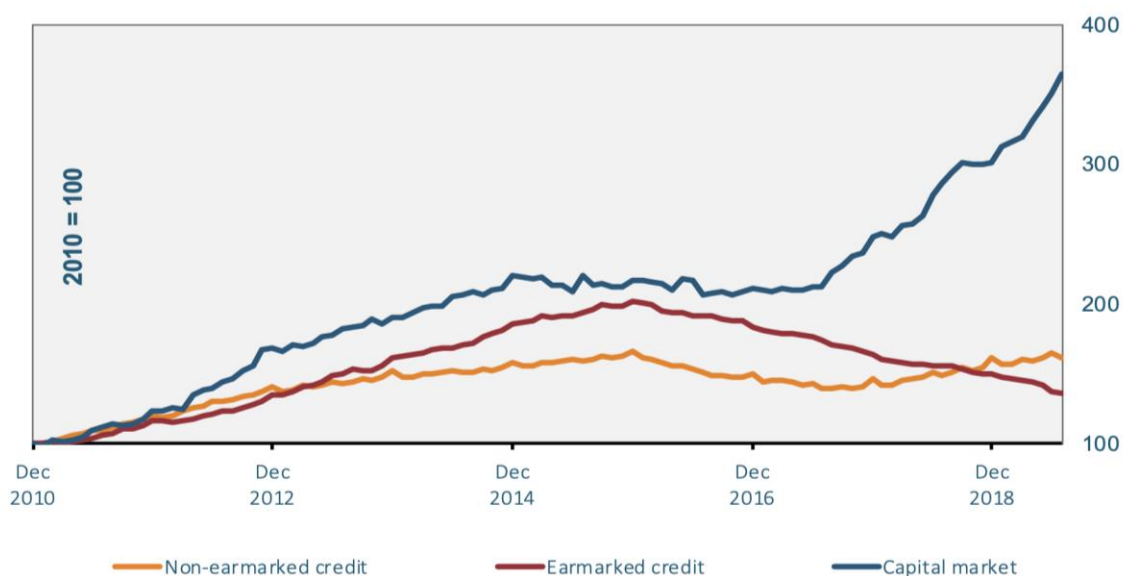
Para comenzar, se llevó adelante una reforma fiscal, que incluyó la imposición de un tope al gasto público, la venta de participaciones minoritarias en manos de empresas estatales de activos inmobiliarios, la privatización de empresas públicas y la aprobación de una reforma del sistema de pensiones. La consecuente mejora en la posición fiscal llevó a una reducción significativa de las primas de riesgo y de las tasas de interés a largo plazo.

Al mismo tiempo, se reformuló el rol del banco de desarrollo (BNDES) que históricamente concentraba una porción significativa del financiamiento al sector privado, que se otorgaba a tasas subsidiadas, con un elevado costo fiscal y con una asignación de dudosa eficiencia. Las tasas de préstamos del BNDES se alinearon con las de los bonos del gobierno y el financiamiento del BNDES se enfocó hacia porciones del mercado en las que el financiamiento privado estaba ausente, como los proyectos de infraestructura a largo plazo.

Al mismo tiempo el banco central de Brasil (BCB) llevó adelante una serie de iniciativas para agilizar los mercados de capital del país y reducir los costos para los inversores internacionales, mediante la promoción del desarrollo del capital privado y la titulización (Barroso y Nechio, 2019). Esta agenda incluyó una serie de iniciativas para aumentar la eficiencia del mercado y la competencia mediante el desarrollo de un sistema de pago instantáneo y una iniciativa de banca abierta que ya está operativa. Se trata de un sistema de pagos instantáneo 24/7 que utilizando códigos QR y teléfonos celulares, con una infraestructura de liquidación centralizada operada y administrada por el BCB. Esta iniciativa de banca abierta apunta a promover la competencia, al reducir la ventaja de información de los incumbentes y fomentar la innovación y el ingreso de nuevos participantes. La agenda también incluye el desarrollo de una nueva facilidad de asistencia de liquidez de emergencia para optimizar el nivel de liquidez en el sistema, promoviendo la profundización y el desarrollo del mercado financiero.

Como consecuencia, en gran medida, de esas reformas, el mercado de capitales se expandió fuertemente en Brasil durante los años recientes. De hecho, los volúmenes de deuda privada cursada por estos mercados se duplicaron entre 2016 y 2019 (Figura 4).

Figura 4. Evolución de las fuentes de financiamiento del sector privado en Brasil



Fuente: BCB.

En cuanto a la infraestructura del mercado de capitales en particular, una serie de fusiones llevaron a la integración de las cámaras de compensación de los principales mercados financieros. En 2008, la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) se fusionó con la principal bolsa de futuros (BM&F) para formar BM&FBovespa, la mayor Cámara de Compensación (CCP) de América Latina y una de las 10 principales CCP del mundo.

En 2017, BM&FBovespa compró Cetip, el mayor depositario central de valores y derivados OTC y privados del país, y cambió su nombre a B3, que a su vez desarrolló un proyecto de integración post-negociación (IPN) para crear una cámara de compensación integrada. Se amplió el alcance de BM&FBovespa mediante la migración de los mercados de acciones y de renta fija corporativa a una nueva infraestructura integrada con los mercados de derivados y de *commodities*.

De ese modo los servicios de compensación y liquidación de B3 tienen un único conjunto de reglas, una única estructura de participantes y registro, procesos unificados para la asignación, compensación y control de posiciones, una única ventana de liquidación, un único sistema de gestión de riesgos, una única garantía. conjunto y una estructura única de salvaguardia. Los beneficios para los participantes consisten en una mejor gestión de la liquidez, una asignación de capital más eficiente, un cálculo de márgenes más eficiente y un menor riesgo operativo.

En los últimos años, los volúmenes de negociación en el mercado de derivados en dólares han sido en Brasil, en promedio, 14 veces mayores que los volúmenes de negociación en el mercado spot de divisas. Las restricciones al uso y negociación de monedas extranjeras incentivan el uso de derivados como sustitutos de las transacciones en efectivo y explican la preferencia por instrumentos no entregables liquidados en moneda local. Según estudios

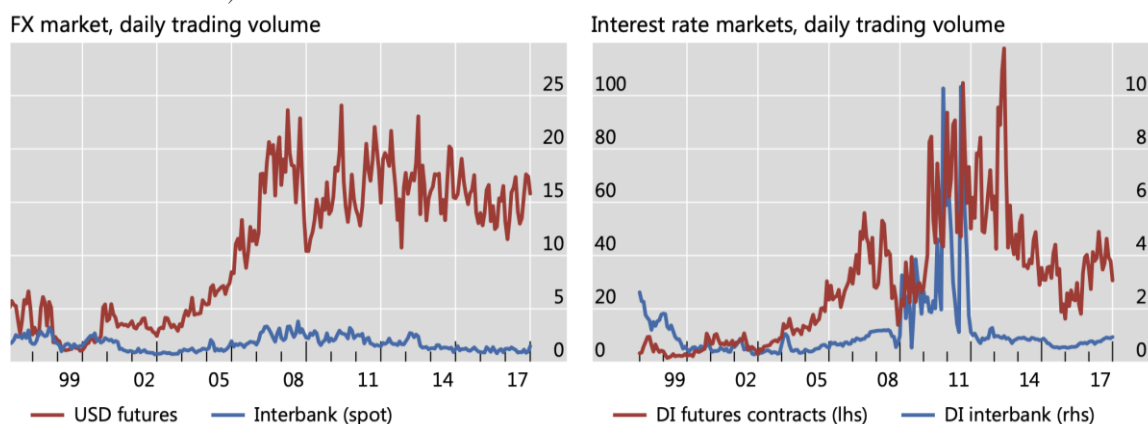
recientes el tipo de cambio brasileño se determina en los futuros del dólar en lugar del mercado spot de divisas.

También ha crecido fuertemente el mercado de los futuros sobre las tasas de interés. En los últimos años, los volúmenes de negociación en el mercado de derivados sobre depósitos interbancarios (DI) a un día han sido alrededor de 30 veces mayores que los volúmenes de negociación en el mercado interbancario DI. La curva de rendimiento de los futuros DI se ha convertido en la curva de rendimiento de referencia para los instrumentos de renta fija en Brasil.

El mercado de derivados tuvo un rol importante para el desarrollo de los mercados de bonos del gobierno y de acciones. Dada la historia inflacionaria de Brasil, los préstamos e instrumentos de deuda se concentran en el corto plazo. Los mercados de derivados han permitido cubrir las fluctuaciones de corto plazo, facilitando la expansión del mercado de deuda pública.

La existencia de un mercado de derivados de divisas importante permite a los inversores extranjeros cubrir sus posiciones en acciones, al menos parcialmente, a través de contratos de futuros en dólares. En los últimos años, alrededor del 50% del volumen total de operaciones en el mercado de valores de Brasil corresponde a inversores extranjeros.

Figura 5. Desarrollo del Mercado de Derivados en Brasil (promedio mensual, en miles de millones de USD)



Fuente: BCB, B3 y Cetip.

III. El mercado de Capitales en la Argentina

El entorno institucional y legal de los mercados de capitales en Argentina ha sido moldeado por una serie de normativas y organismos que, a lo largo del tiempo, han buscado regular su funcionamiento y promover su desarrollo. Sin embargo, este marco presenta complejidades que, en muchos casos, han limitado su dinamismo y competitividad. En esta sección, se describirá de forma sintética la estructura legal e institucional que rige los mercados de capitales en el país, identificando las principales leyes, regulaciones y actores clave que intervienen en su funcionamiento. Además, se procederá a cuantificar las principales características de estos mercados, evaluando aspectos como el tamaño, la liquidez, el acceso al financiamiento y la participación de los distintos sectores en la actividad bursátil. Este análisis permitirá obtener una visión integral del estado actual del mercado de capitales argentino y de las áreas en las que existen oportunidades para la mejora regulatoria.

III.1. El Entorno Institucional y Legal: Mercados, Participantes y Gobernanza

El mercado de capitales en Argentina está estructurado alrededor de un conjunto de entidades clave que operan bajo un marco regulatorio supervisado por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Este ecosistema incluye a los mercados bursátiles, los agentes registrados, las cámaras compensadoras y las entidades depositarias de valores negociables. Los mercados, organizados como sociedades anónimas autorizadas por la CNV, tienen la función de coordinar y regular la oferta pública de valores negociables, dictando las normas que habilitan a los agentes a operar dentro de sus plataformas. Los principales mercados en Argentina incluyen Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), el Mercado Argentino de Valores (MAV), el Mercado Abierto Electrónico (MAE) y el mercado de futuros de Rosario (ROFEX), estos últimos dos experimentando un proceso de fusión en la actualidad. Estos mercados facilitan el intercambio de activos financieros y permiten el acceso al financiamiento a través de instrumentos bursátiles.

La Comisión Nacional de Valores (CNV) desempeña un rol central en el control y supervisión del mercado de capitales argentino. Este organismo autárquico con jurisdicción nacional es responsable de autorizar, regular y supervisar tanto a los mercados como a los agentes participantes. Entre sus funciones más destacadas se incluyen la autorización para operar, la vigilancia sobre las emisoras de títulos valores con cotización pública, y la capacidad de registrar, suspender o revocar permisos de funcionamiento. La CNV asegura que todas las actividades bursátiles se realicen bajo estándares de transparencia y legalidad, protegiendo tanto a los inversores como a la estabilidad del sistema financiero.

La Ley 26.831, promulgada en 2013, implicó un cambio sustantivo en el entorno institucional y legal de los mercados de capitales en Argentina. Esta legislación impulsó la integración de los mercados bursátiles del país y consolidó a la CNV como el principal organismo de control. Uno de los cambios más relevantes introducidos por esta ley fue la desmutualización de los mercados, que permitió a los operadores participar en las

operaciones sin la obligación de ser accionistas de las bolsas donde operaban. Este cambio, alineado con estándares internacionales, aumentó la competitividad del sistema al permitir una mayor flexibilidad en la participación de actores dentro del mercado.

Además de la desmutualización, la Ley 26.831 introdujo otras reformas significativas. Estas incluyeron la creación de nuevas categorías de agentes de mercado, como los Agentes de Liquidación y Compensación (AlyC) y los Agentes de Negociación (AN), además de facultar a la CNV para designar veedores y administradores en casos de intervención.

Tabla.1. Listado de agentes Autorizados por la CNV

AGENTE	CANTIDAD	PORCENTAJE
Agentes de Liquidación y Compensación Propio	169	9.2%
Agentes de Liquidación y Compensación Integral	82	4.4%
Agentes de Liquidación y Compensación Agro	19	1%
Agentes de Liquidación y Compensación Participante Directo	7	0.3%
Agente de Negociación	68	3.7%
Agente de Negociación RUCA	14	0.7%
Agente Asesor Global de Inversiones (AAGI)	35	1.9%
Agente Productor (P. Física y Jurídica)	1429	77.9%
Agente de Corretaje de Valores Negociables	7	0.3%
Plataforma de Financiamiento Colectivo	1	0,05%
TOTAL	1831	100

Es necesario mencionar en este punto que el número de agentes autorizados parece desalineado de otros mercados de referencia, en parte a la especificidad en las definiciones que hace que los actores del mercado actúen en simultáneo como diferentes tipos de agentes autorizados. En mercados desarrollados como el de Estados Unidos y Europa, la

estructura de intermediarios es más sencilla y está dominada por un número menor de agentes que suelen tener una gama de funciones más amplia. Por ejemplo, en EE. UU., los brokers-dealers combinan funciones de corretaje y asesoramiento, lo que reduce la necesidad de múltiples categorías de agentes. Este enfoque permite una mayor eficiencia operativa por lo que, simplificar la estructura de agentes en Argentina podría alinearla más con prácticas internacionales, facilitando la integración con mercados globales.

La actual normativa, de acuerdo al texto ordenado de la Comisión Nacional de Valores (CNV), es rígida en varios aspectos. Respecto de los servicios de asesoramiento, se requiere de autorización previa, mediante la inscripción en el registro correspondiente a la categoría de agente habilitado a tales efectos y el cumplimiento con las formalidades y requisitos establecidos para cada categoría de agente.

Por otro lado, la Ley 26.831 de Mercado de Capitales de 2013 eliminó la autorregulación de los mercados al establecer la obligación de contar con tribunales arbitrales. Estas medidas, si bien busca fortalecer la transparencia y el control en los mercados, brindando mayor seguridad a los inversores, también implica una mayor intervención estatal en el control de las actividades bursátiles.

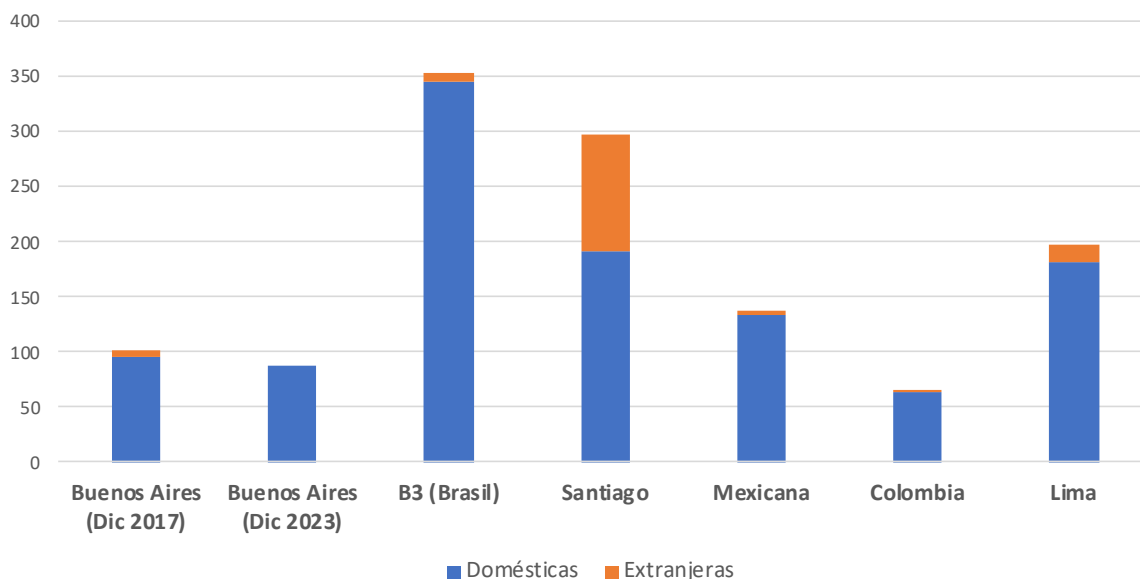
Finalmente, el sistema cuenta con las infraestructuras esenciales para su funcionamiento, como las Cámaras Compensadoras y las entidades depositarias de valores negociables. En Argentina, cada uno de los mercados tiene su propia cámara compensadora, que tiene la responsabilidad de liquidar, compensar y administrar las garantías de las operaciones, actuando como contraparte central. Por otro lado, existe un solo custodio, la Caja de Valores S.A., que es la entidad encargada de custodiar los valores negociables, lo que asegura que los activos de los inversores estén protegidos y no corran riesgos de custodia por parte de los agentes registrados. Este entramado institucional permite que el mercado de capitales argentino funcione como un intermediario entre las unidades superavitarias y deficitarias de fondos, facilitando el financiamiento de proyectos a largo plazo. El presente análisis permitió identificar, sin embargo, algún vacío regulatorio en la ley de Mercado de Capitales en lo que hace a la gobernanza de las infraestructuras, que podría eventualmente atentar contra la preservación de un entorno competitivo que asegure iguales condiciones para operar a todos los participantes. En la Sección IV.1. se analizan estas falencias y se propone revisarlas.

III.2. Cuantificando el Mercado de Capitales Argentino

El mercado de capitales argentino se caracteriza por su relativa falta de profundidad y una excesiva fragmentación, problemáticas que han afectado su eficiencia y desarrollo a lo largo de los años. Actualmente, el país cuenta con cuatro mercados operativos, aunque se espera que en el futuro este número se reduzca a tres a partir de la fusión entre el MAE y ROFEX recientemente anunciada. El número de empresas listadas en estos mercados es considerablemente bajo en comparación con otros países de la región, como Brasil o Chile (Figuras 6 y Figura 7). Esta situación se ve agravada por una homogeneización inconclusa entre los sistemas de operación de los distintos mercados, lo que genera ineficiencias operativas y duplicación de funciones. Esto no sólo limita la liquidez de algunos

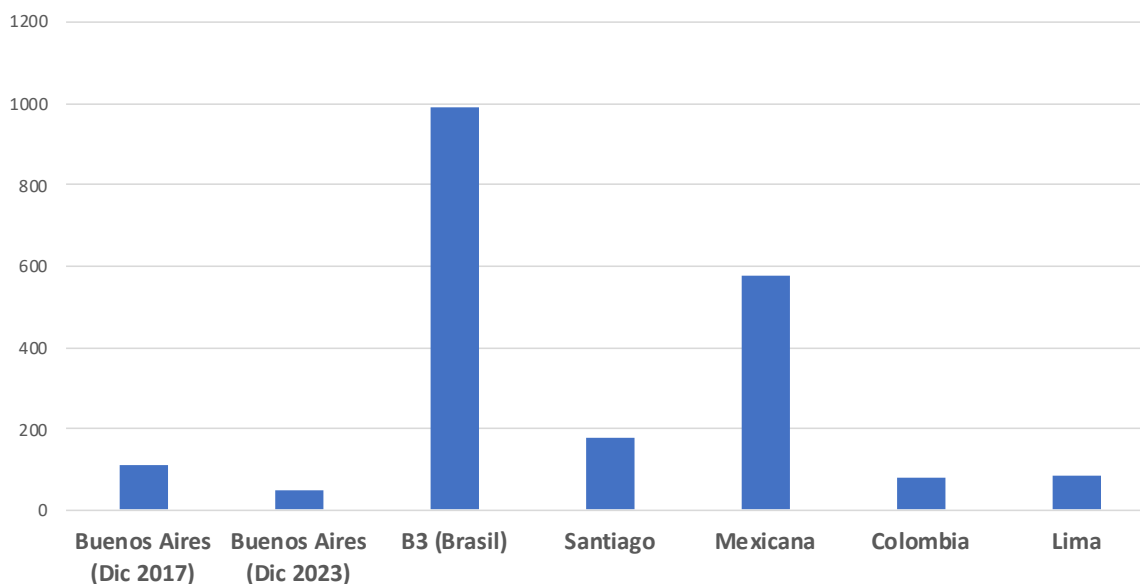
instrumentos y el dinamismo del mercado, sino que también dificulta la competitividad de Argentina en el contexto regional y global. La consolidación de los mercados y una mayor integración entre ellos serían pasos clave para mejorar el funcionamiento general del sistema y potenciar su capacidad de atraer tanto inversores locales como internacionales.

Figura 6. Número de empresas listadas en los principales mercados de acciones de la región



Fuente: FIAB (2023).

Figura 7. Capitalización de Empresas Listadas (en miles de millones de USD)

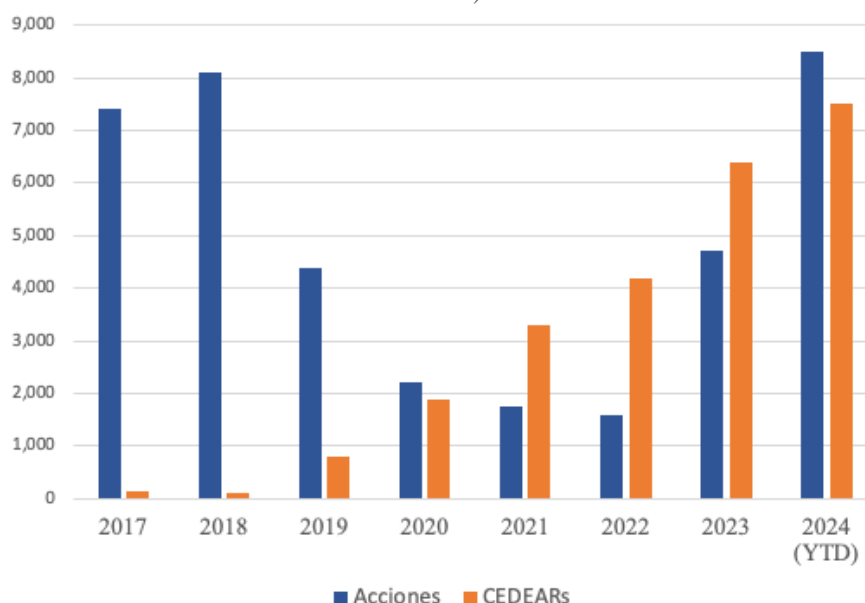


Fuente: FIAB (2023).

En años recientes algunos avances se han realizado para subsanar dichas estas deficiencias. Por ejemplo, a partir de 2020 uno de los mercados (BYMA) llevó a cabo una serie de

iniciativas para incrementar el volumen operado en CEDEARs⁴, como la implementación de un programa de market makers, para dar liquidez y profundidad en los más de 250 instrumentos listados, y el cambio de la cantidad mínima de negociación, para bajar el monto de inversión requerido y consecuentemente mejorar la asequibilidad para todo tipo de inversores. La consecuencia de dichas iniciativas ha sido un incremento significativo en el volumen operado (Figura 8), lo que señala que existen espacios para incrementar el volumen y las ventajas de operar en el mercado local, así como un interés subyacente de los inversores ante este tipo de iniciativas.

Figura 8. Volumen operado por instrumento de renta variable (en millones de USD al CCL)



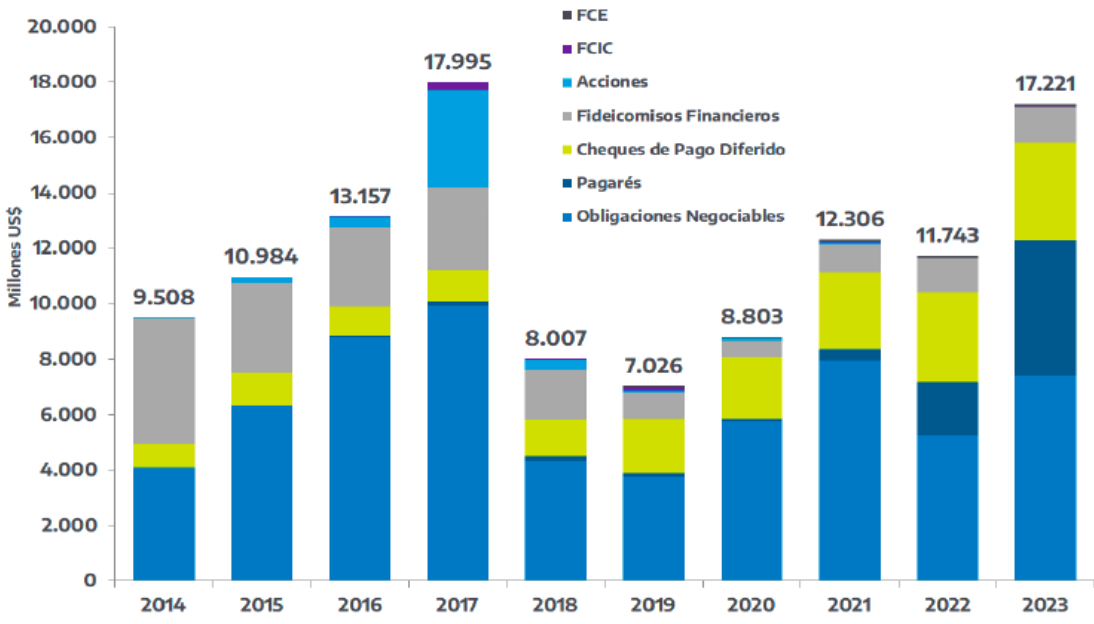
Fuente: ByMA.

Uno de los mayores desafíos que enfrenta el mercado de capitales argentino es la naturaleza de corto plazo de los instrumentos financieros utilizados. Como consecuencia de un entorno macroeconómico desordenado y a diferencia de otros mercados más desarrollados, donde las empresas pueden recurrir al financiamiento de largo plazo a través de instrumentos estructurados, en Argentina predominan los instrumentos de corto plazo y poco estructurados, lo que limita la capacidad de las empresas para financiar proyectos de crecimiento y expansión. Como se muestra en la Figura 9 el financiamiento con acciones ha sido muy acotado o virtualmente inexistente entre 2014 y 2023. A partir de 2018, cuando se contrae fuertemente el financiamiento a través del mercado de capitales por la situación de stress financiero, el peso relativo de los instrumentos de corto plazo, como los pagarés y cheques diferidos se incrementa, en detrimento de las obligaciones negociables. Aunque este tipo de financiamiento suele ser competitivo en comparación con las alternativas

⁴ Los CEDEARs (Certificados de Depósito Argentinos) son instrumentos financieros que permiten a los inversores argentinos acceder a acciones y ETFs de empresas extranjeras, como Apple, Tesla o Amazon, sin necesidad de abrir una cuenta en el exterior. Son certificados que representan acciones de compañías cotizadas en mercados internacionales y que se negocian en el mercado local, denominados en pesos.

bancarias, su enfoque en el corto plazo y la falta de utilización de instrumentos de *equity* hacen que las empresas recurran a otras fuentes para proyectos de mayor envergadura. Esta situación refleja una necesidad imperiosa por ampliar el uso de instrumentos disponibles en el mercado enfocados en el fondeo de mayor plazo y riesgo, fomentar la creación de un ecosistema que permita la emisión de acciones -incluyendo potencialmente incentivos fiscales- y otros mecanismos de financiamiento a largo plazo, y, sobre todo, crear un entorno regulatorio que facilite estos procesos. Por ejemplo, acciones como las emprendidas en Chile que permitieron listar una gran cantidad de acciones mineras originalmente listadas en Canadá, podrían ser ejemplos replicables en la Argentina.

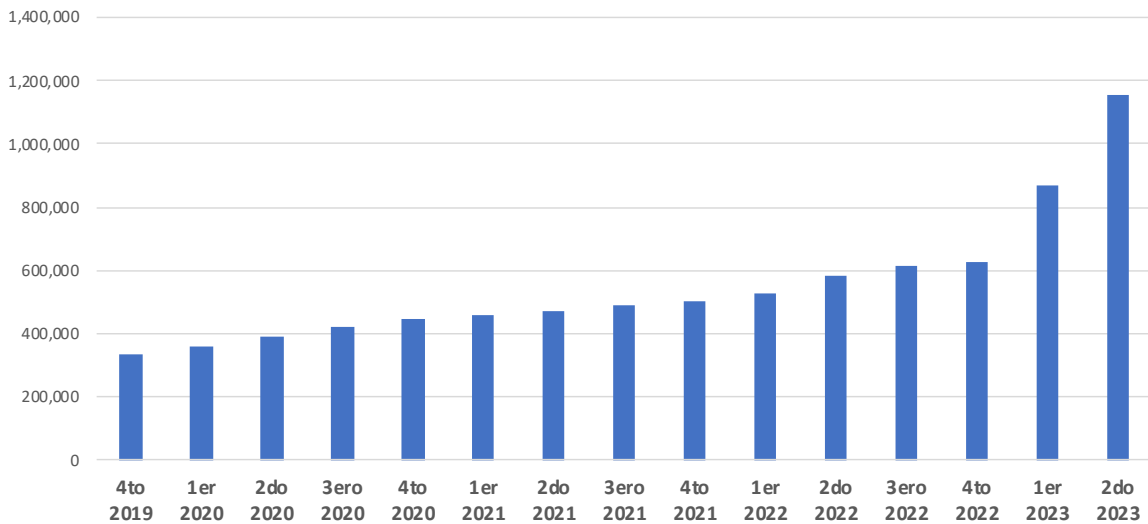
Figura 9. Financiamiento total en los mercados de capitales en Argentina, por tipo de instrumento



Fuente: CNV (2024).

En los últimos años, uno de los desarrollos más notables en el mercado de capitales argentino ha sido el aumento de la participación de los inversores minoristas. Este crecimiento ha estado estrechamente relacionado con la expansión de las *fintechs*, que han democratizado el acceso a instrumentos financieros a través de plataformas digitales, permitiendo a los pequeños inversores acceder al mercado de una manera más ágil y con menores costos. Este fenómeno ha llevado a un notable aumento en el número de cuentas comitentes (Figura 10), lo que podría indicar una mayor confianza y familiarización de los inversores individuales con el mercado de capitales. Sin embargo, este crecimiento, aunque alentador, plantea varios desafíos. Por un lado, es fundamental seguir mejorando la educación financiera de los inversores minoristas para que puedan tomar decisiones informadas. Por otro lado, el mercado debe ofrecer opciones de inversión más diversificadas y estructuradas que puedan satisfacer tanto las necesidades de los pequeños como de los grandes inversores.

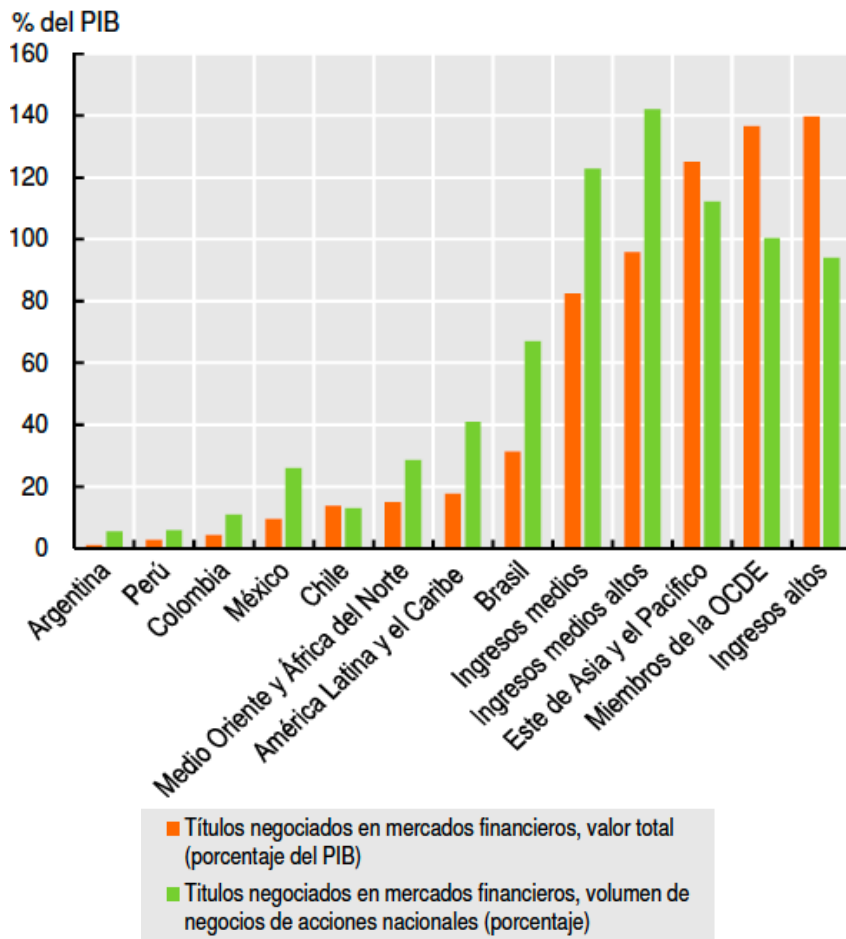
Figura 10. Evolución del Número de Cuentas Comitentes con Saldo



Fuente: Caja de Valores (2024).

Desde una perspectiva comparativa, el mercado de capitales argentino presenta desventajas significativas frente a otros mercados de la región, como los de Brasil, Chile y México. Indicadores clave de profundidad financiera, como la capitalización bursátil y el valor total negociado en bolsa en relación con el PIB, revelan un rezago de Argentina en comparación con sus pares regionales (Figura 11). Este déficit puede explicarse en parte por las distorsiones generadas por las políticas económicas, como el cepo cambiario y la intervención estatal en el mercado de crédito, que han reducido el atractivo del mercado para inversores locales e internacionales. Además, pese a la adopción de algunas de las mejores prácticas y tecnologías internacionales, como la utilización del plazo de negociación estándar t+1, la incorporación de sistemas desarrollados por los actores más reconocidos a nivel mundial, como son LSEG y Nasdaq, y la integración automatizada con depositarias como DTC, Euroclear, Clearstream, B3 e Iberclear, la fragmentación y el reducido número de empresas listadas han limitado el volumen de operaciones y la liquidez del mercado. Para que Argentina logre cerrar esta brecha, será necesario implementar reformas estructurales que aumenten la eficiencia del mercado y fomenten la integración con los mercados globales, atrayendo así mayores flujos de capital.

Figura 11. Indicadores de Liquidez en los Mercados de Capitales



Fuente: OCDE (2020).

El futuro del mercado de capitales en Argentina depende en gran medida de la implementación de reformas que aborden sus principales deficiencias estructurales. La integración y consolidación de los mercados existentes, la creación de un marco regulatorio más flexible y la adopción de nuevas tecnologías son algunas de las iniciativas necesarias para modernizar el sistema. Además, es fundamental ampliar la oferta y el uso de instrumentos financieros, especialmente aquellos orientados al largo plazo, y promover la inclusión de jugadores internacionales que puedan aportar mayor liquidez y volumen de operaciones. A su vez, es vital generar confianza en el mercado a través de la transparencia y la supervisión adecuada, reduciendo así las barreras que enfrentan tanto los grandes como los pequeños inversores. Con un entorno institucional y regulatorio adecuado, el mercado de capitales argentino tiene el potencial de convertirse en una herramienta clave para el desarrollo económico del país, facilitando el financiamiento de proyectos estratégicos en sectores clave como la infraestructura, la energía y la tecnología. En la sección siguiente se abordarán los principales aspectos que una reforma tendiente a conseguir estos objetivos debe considerar.

IV. Hacia un mercado de capitales más desregulado, competitivo e inclusivo

Desarrollar un mercado de capitales eficiente y productivo requiere no solo de la consolidación de un entorno macroeconómico estable, si no del establecimiento de marcos institucionales y regulatorios adecuados. En esta sección se discute una serie de aspectos que son necesarios reformar para propiciar el desarrollo del mercado de capitales argentino. El foco estará puesto en señalar caminos de reformas que simplifiquen y transparenten aspectos regulatorios e institucionales, en línea con lo que plantean los desarrollos académicos, las mejores prácticas internacionales y lo señalado por los diferentes actores del mercado de capitales local.

IV.1. Estructura y Gobernanza de los Mercados de Capitales

De acuerdo con las consultas y entrevistas realizados con distintos agentes y participantes del mercado, existe un consenso respecto de que la Ley de Mercado de Capitales vigente (Ley 26.831 y sus modificaciones) está adecuada los estándares internacionales propuestos por IOSCO.

Un aspecto en el que parece existir un alejamiento de esos criterios a revisar, y que no parece trivial a la hora de adoptar una visión de largo plazo sobre el desarrollo de los mercados de capitales y su posible configuración, es el de la gobernanza de las infraestructuras. Los criterios de gobernanza que guían las recomendaciones de IOSCO están centrados principalmente en las infraestructuras y no tanto en los distintos mercados. Por el contrario, la Ley de Mercado de Capitales pone foco en los mercados, establece su forma jurídica y les delega facultades de regulación y supervisión relevantes. No ocurre lo mismo con las infraestructuras, acerca de las cuales la ley no hace precisiones en lo que hace a su forma jurídica, gobernanza y funciones, con excepción en alguna medida, de las cámaras de compensación cuyas funciones sí se precisan en la ley, aunque no así su forma jurídica.

Por otro lado, los depositarios de valores son categorizados en la Ley de Mercado de Capitales como un tipo de agente y no como una infraestructura. Sin embargo, los depositarios de valores tienen un rol central en el funcionamiento del mercado de capitales, por lo que las reglas, procedimientos y tecnología que utilizan en su interacción con los distintos agentes del mercado tienen un impacto directo sobre la actividad de cada uno de ellos. Esto es particularmente cierto en el caso de Argentina, donde, como en muchas otras jurisdicciones en el mundo, existe un único depositario, la Caja de Valores, al que deben concurrir todos los agentes que operan en los distintos mercados.

La Caja de Valores está controlada por una única sociedad anónima, ByMA, que maneja básicamente el mercado accionario. Si bien es factible que otros mercados o inversores creen sus propios depositarios de valores, parece haber economías de escala en esas

funciones que harían ineficiente una configuración de este tipo. De hecho, en la experiencia internacional referida a mercados comparables al argentino -si bien no es concluyente respecto del número o la propiedad de los depositarios centrales de valores-, indica una cierta tendencia a la existencia de un depositario central de valores único por jurisdicción.

Ante el hecho que el depositario de valores está controlado por un solo actor (en este caso ByMA, un mercado) es necesario tomar precauciones para evitar potenciales conflictos de intereses y prácticas no competitivas, más allá de las actualmente implementadas. En ese sentido, parece recomendable una modificación de la ley de capitales y la normativa de la CNV que recategorice a los depositarios de valores como una infraestructura e introduzca criterios de gobernanza específicos para las distintas infraestructuras, tales que aseguren la neutralidad en las interacciones con los distintos actores del mercado de capitales. En este sentido, resulta importante tener en cuenta que la tendencia que se observa en el mundo es hacia una integración de las infraestructuras a nivel de las jurisdicciones. Más aún, en algunas jurisdicciones (ver el caso de B3 en Brasil en la Sección II), las infraestructuras de depositario de valores y cámara de compensaciones han tendido a consolidarse. Una motivación importante de los procesos de consolidación observados está asociada a la reducción de costos de operación, informativos y de regulación y supervisión que implican tales integraciones.

El mercado de capitales argentino ha ido en la dirección de una cierta especialización a nivel de los mercados. En ese sentido, lo establecido por Ley de Mercado de Capitales en relación a las funciones de regulación y supervisión por parte de los distintos mercados y cámaras compensadores implica que en muchos casos los operadores estén sujetos a tres capas de regulación y supervisión: mercado, cámara de compensación y CNV. Esta superposición eleva los costos para los operadores en los mercados e impacta finalmente sobre los precios que pagan los inversores por sus servicios. Estos costos se encuentran adicionalmente incrementados por la falta de consistencia y de transmisión de la información auditada, lo que repercute en superposición de los requerimientos. Este cuadro de situación se ve agravado por la ausencia de mecanismos adecuados de apelación y descargo ante informes erróneos.

Estas ineficiencias asociadas a la especialización de los mercados sugieren la necesidad de considerar las ventajas de una potencial consolidación de las infraestructuras y mercados, fenómeno que ya ha comenzado a observarse en parte con la fusión de Rofex y MAE. En tanto no se materialice tal consolidación, parece recomendable revisar la normativa que establece las responsabilidades de auditoría y supervisión de mercados e infraestructuras en la dirección de una mayor coordinación entre ellos, de modo de reducir los costos de esos procesos para los agentes de mercado, en línea con las recomendaciones de IOSCO. Adicionalmente, la regulación debería habilitar mecanismos eficientes de apelación y descargo que protejan a los agentes frente a potenciales abusos o arbitrariedades por parte de los reguladores.

Otro de los beneficios clave de evitar la fragmentación es el incremento de la liquidez y la transparencia en la formación de precios. Al consolidar los mercados, se concentrarían mayores volúmenes de negociación en un único entorno, lo que no solo aumentaría la liquidez disponible para los inversores, sino que también permitiría una mejor comparación

de precios entre los distintos instrumentos. Esto mejoraría la transparencia de los precios, permitiendo que tanto los grandes como los pequeños inversores tengan acceso a información más clara y precisa sobre las condiciones del mercado. La simplificación y la integración fortalecerían la estructura del mercado de capitales argentino, haciéndolo más competitivo y eficiente en comparación con sus pares regionales.

Desde el punto de vista de la estructura, otro aspecto que merece consideración es la dispersión actual en las categorías de agentes autorizados por la Comisión Nacional de Valores (CNV), añadiendo una complejidad innecesaria al mercado de capitales argentino. Esta multiplicidad de tipos de agentes hace que el monitoreo y la supervisión sean no sólo más difíciles, sino también más costosos para los reguladores. Una simplificación en las categorías de agentes permitiría una mayor eficiencia operativa por la vía de la reducción de los costos administrativos asociados con la inscripción, auditoría y supervisión continua. Esto beneficiaría a los reguladores y mercados, así como a los propios agentes, quienes podrían operar en un entorno más ágil y con menos burocracia. En lugar de dividir sus recursos entre diferentes categorías y cumplir con una amplia gama de normativas específicas, los agentes podrían concentrarse en sus actividades centrales, optimizando el uso del capital humano y financiero, lo que a su vez mejoraría la calidad de los servicios ofrecidos.

La simplificación y reducción del número de categorías de agentes autorizados en el mercado de capitales en Argentina conlleva beneficios también en términos de eficiencia y equidad. Un esquema con menos intermediarios, pero con funciones más amplias, permitiría concentrar la liquidez en un número reducido de actores, lo cual tendría un impacto positivo en la formación de precios y en la reducción de los spreads. Esta mayor eficiencia no sólo optimizaría la dinámica del mercado, sino que lo haría más atractivo para grandes inversores institucionales, quienes suelen priorizar mercados con alta liquidez y menores costos de transacción. Además, unificar las categorías de agentes contribuiría a mitigar la competencia bajo un terreno de juego desnivelado que surge cuando actores con funciones similares están sujetos a requisitos regulatorios diferentes. Al crear un entorno más equitativo, donde todos los agentes operan bajo un marco regulatorio uniforme, se eliminarían las ventajas competitivas que ciertos participantes pueden obtener debido a la disparidad en las exigencias regulatorias.

Una homogeneización de los requisitos regulatorios, permitiría corregir las inconsistencias que actualmente generan desigualdades competitivas entre agentes con actividades comparables.

Una posible manera de homogeneizar los requisitos de ingreso a los mercados sería establecer un mínimo en el valor de los flujos operados por período (año) para poder operar. Este requerimiento, si bien es posible que induzca una reducción en el número de agentes participantes en el mercado, daría lugar a estructura más coherente y simplificada, que no sólo mejoraría la competitividad del mercado bursátil argentino, sino que también fortalecería su transparencia y solidez institucional.

Otro camino posible en la dirección de reducir el número de agentes sería aumentar el patrimonio neto mínimo exigido para cada tipo de agente. Teniendo en cuenta que se

considera a un inversor como calificado a partir de un patrimonio de 350.000 UVA, se sugiere aumentar la contrapartida líquida según el siguiente esquema:

Agente	Patrimonio Neto Exigido
ALyC	1.500.000 UVAs
ALyC + ACDI	1.600.000 UVAs
AN-ACVI-AAGI	700.000 UVAs
AP-PFC	350.000 UVAs
Contrapartida Líquida	50% (salvo AP 20%)

ALyC: Agente de Liquidación y Compensación
 ACDI: Agente de Distribución y Colocación Integral
 AN: Agente de Negociación
 AAGI: Agente Asesor Global de Inversión
 ACVN: Agente de Corretaje de Valores Negociables
 AP: Agente Productor
 PFC: Plataforma de Negociación Colectiva

una estructura de mercado con menos tipos de agentes sería mucho más fácil de comprender para los inversores minoristas. La simplicidad en la clasificación de agentes y una mayor claridad en cuanto a sus roles y responsabilidades ayudarían a reducir la confusión y mejorar la confianza de los inversores. También fomentaría una mayor transparencia en las relaciones entre los agentes y sus clientes, facilitando la identificación de responsabilidades y reduciendo los posibles conflictos. En un contexto de crecimiento futuro, una estructura regulatoria más simple también permitiría una expansión escalable sin la necesidad de modificaciones significativas en la normativa vigente.

Al mismo tiempo que se simplifican las categorías de agentes autorizados, generando una estructura de mercado más simple, se propone revisar la imposición de un objeto social único sobre los actores del mercado de capitales. Esta restricción, que los limita a operar en un único ámbito, resulta anacrónica en el actual entorno de constante innovación financiera, impidiendo a los agentes bursátiles una diversificación que es inevitable y que les permite adaptar su negocio a las nuevas oportunidades que van surgiendo a la vez que protegerse del riesgo idiosincrásico. Es decir, se inhibe su participación en sectores emergentes, como las fintech, blockchain, o instrumentos financieros internacionales, limitando su capacidad de innovación y diversificación.

Una temática recurrente que surgió a partir las interacciones con distintos actores de los mercados fue la conveniencia de revisar el régimen de regulación y gobernanza de las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) (Resolución 21/2012 de la Secretaría de Mediana y Pequeña Empresa). Si bien las SGRs son agentes que participan de los mercados de capitales, están regulados por la Secretaría PyMEs y el BCRA. La asignación a la Secretaría PyMEs de los roles simultáneos de regulador y a la vez promotor del desarrollo de las PyMEs plantea un conflicto de objetivos para este organismo, por lo que se sugiere evaluar la conveniencia de que las SGR continúen bajo la órbita regulatoria de la Secretaría de MIPyMES.

Un problema adicional que se plantea respecto de las SGR es que el régimen habilita y eventualmente promueve que las SGRs sean garantes de MIPyMEs con las que están asociadas verticalmente. Un argumento que puede esgrimirse en favor de esta modalidad es que esa integración genera ventajas informativas de las SGR en relación a la solvencia y capacidad de repago de las MIPyMEs con las que están asociadas. Al mismo tiempo, la existencia de una asociación vertical de las SGR con las MIPyMEs a las que extienden garantías, plantea un problema de incentivos a la hora de evaluar el riesgo crediticio de las últimas. En ese sentido se sugiere una revisión de la regulación respecto del rol de garantes y asociados a las MIPyMEs de las SGR. Adicionalmente, una iniciativa a explorar para potenciar el rol de las garantías en facilitar el acceso de las MIPyMEs a los mercados financieros es la creación de una central de garantías, que permita un acceso más abierto a la información sobre la calidad crediticia de las firmas.

Un camino a explorar para facilitar el acceso de las familias y las pequeñas empresas al mercado de capitales es el de la educación financiera, entendida como un proceso de formación permanente que empodera a los ciudadanos en la toma de decisiones sobre sus finanzas, con un conocimiento lo más pleno posible de las posibilidades y riesgos que éstas involucran. Hasta el presente, este rol ha estado en manos del BCRA y muy orientado al uso de los servicios bancarios. En la dirección de alfabetizar sobre las posibilidades que ofrecen los mercados de capitales para el ahorro y el financiamiento de familias y firmas, es conveniente explorar las iniciativas llevadas adelante en Brasil, de manera conjunta y por separado, por la CMV, la institución que regula los mercados de capitales, y la bolsa de valores de Brasil, B3. Estas iniciativas incluye eventos como la *Investors Week*, una iniciativa conjunta de ambas instituciones y espacios de formación como el *Eduaction Hub* desarrollado por B3.⁵ Otra experiencia a explorar es la europea, que se está llevando adelante en el contexto del proceso de integración de los mercados de capitales en la región.⁶

En la dirección de dar profundidad a los mercados de capitales, otro aspecto a mejorar es el fortalecimiento de la protección de los inversores pequeños. Al respecto, es relevante tener en cuenta que, si bien la Caja de Valores juega un rol fundamental en la protección de los activos, al estar éstos registrados en un custodio central, existe la posibilidad de que los ALyCs puedan realizar operaciones con ellos, sin el necesario control por parte los clientes sobre dichas operaciones. En ese sentido, deberían explorarse medidas que apunten a reforzar los mecanismos de supervisión y la transparencia sobre las operaciones realizadas por los ALyCs, garantizando que estas sólo puedan realizarse con la autorización explícita del cliente. La iniciativa *Open Finance* en Brasil, llevada adelante por el banco central de ese país, es un modelo a considerar en ese sentido.

Finalmente, el mercado de capitales y los bancos están estrechamente vinculados y como se señala en la Sección II, existe una natural complementariedad entre ellos. En Argentina, el uso del financiamiento monetario para sostener persistentes desequilibrios fiscales desdibujó fuertemente el rol de los mercados financieros y en particular de los bancos. La eliminación del financiamiento monetario ha llevado que los bancos vuelvan a poner foco

⁵ <https://focus.world-exchanges.org/articles/financial-education-brazil>.

⁶ Ver European Union/OECD (2022).

en el financiamiento al sector privado. Perduran sin embargo normativas bancarias asociadas a la represión financiera y el direccionamiento estatal del crédito (Fiel, 2024) que restringen la expansión del crédito bancario y también desplazan al financiamiento vía el mercado de capitales, favoreciendo en algunos casos a los bancos en desmedro de los primeros, así como muchas regulaciones que implican un tratamiento impositivo asimétrico entre bancos y agentes del mercado de capitales. En ese sentido, la implementación de una desregulación de los mercados financieros que apunte a su desarrollo sostenido, debe adoptar una mirada holística de los mercados y su regulación, corrigiendo asimetrías regulatorias e impositivas injustificadas que atenten contra la complementariedad antes mencionada entre los bancos y el mercado de capitales. Esto requiere de una estrecha colaboración e interacción entre los reguladores de ambos mercados, CNV y BCRA, en la dirección de otorgarles la profundidad necesaria para convertirlos en un motor del crecimiento económico sostenido.

IV.2. Acciones Desregulatorias de Corto Plazo (Ley de Mercado de Capitales - CNV – BCRA)

Existe un conjunto de Resoluciones Generales (RG), emitidas en los años recientes por la CNV y normas emitidas por el BCRA que no están guiadas por algún objetivo de protección a los inversores o algún otro principio guía de los estándares regulatorios internacionales. Una parte importante de esas normas, aunque no todas, están asociadas al cepo cambiario. Sin embargo, varias de ellas son factibles de ser eliminadas o flexibilizadas aun cuando no se haya eliminado el cepo cambiario. De hecho, la CNV ha avanzado en la dirección de eliminar una parte de ellas, pero varias perduran o están bajo la órbita regulatoria del BCRA. En lo que sigue se listan algunas de esas normas que han sido identificadas. Se trata de regulaciones que dan lugar a ineficiencias en la operatoria de los mercados y son un desestímulo a la participación de los inversores en los mercados de capitales y que podrían eliminarse o eventualmente flexibilizarse con relativa inmediatez.

A. Parking para las operaciones de compra venta de dólares: En 2019, como parte de un conjunto de normas, inicialmente de carácter extraordinario y transitorio, las RG 808 y 810, que establecían un plazo de liquidación de 24 para las operaciones de dólar MEP que permiten la adquisición de dólares a través de la compra en pesos y posterior venta de dólares de bonos del Tesoro Nacional. A ellas se agregaron múltiples resoluciones más entre 2019 y 2023. En junio de 2024, mediante la RG N° 1004, la CNV comenzó a flexibilizar esta normativa, exceptuando de ella a operaciones inmobiliarias, con el fin de dar impulso a las transacciones de esa naturaleza. Sería razonable y conveniente avanzar en la dirección de eliminar este plazo para las operaciones de Dólar Bolsa o MEP.

B. Obligatoriedad de pasaje por cuentas bancarias para las operaciones de ventas contra dólares: Según lo establecido por la Comunicación A 7340 del BCRA, las operaciones de venta que realizan las ALYCs deben cursarse obligatoriamente por cuentas bancarias. Esta normativa además de generar costos de transacción innecesarios implica un tratamiento asimétrico entre las ALYCs no bancarias y las bancarias que debería corregirse, ya que inclina a los inversores a operar a través de las últimas. Si bien se pueden argumentar razones vinculadas al control del lavado de dinero, se propone en ese sentido

eliminar esta restricción que impone la Comunicación A 7340. En esta dirección se sugiere explorar la conveniencia y viabilidad de un esquema de banca abierta – una experiencia muy exitosa en el caso de Brasil (ver Recuadro 2) - que cree canales fluidos en la operatoria entre los agentes del mercado de capitales, los bancos y las Fintech y entre estos y los inversores, con el correspondiente monitoreo por parte de los organismos de control relevantes - UIF y AFIP, eventualmente - para dar dinamismo a los mercados de capitales y los financieros en general y propender a su integración.

Adicionalmente deberían eliminarse los límites máximos a las transferencias en dólares entre cuentas bancarias con distinto titular, así como también la restricción de transferencias en dólares entre ALyCs de mismo titular. Todas estas normativas generan costos de transacción innecesarios que desalientan la participación de los inversores, particularmente los más pequeños en el mercado de capitales.

C. Restricción a la operatoria de los Fondos Comunes de Inversión: En los años recientes los Fondos Comunes de Inversión (FCI) se han convertido en un vehículo de ahorro muy importante para los pequeños inversores. Su uso se extendió con el desarrollo de las billeteras virtuales, dando lugar a una masiva inclusión financiera.

Paradójicamente, los FCI están muy limitados en el tipo de inversiones que pueden ofrecer y en la práctica están enfocados en los Money Market en pesos. Para comenzar, las sociedades gerentes de FCI están obligadas a tener como máximo un 25% en activos extranjeros -y por lo tanto, un mínimo de 75% de su cartera en activos nacionales-. La normativa considera al dólar MEP y los bonos públicos en dólares como activos extranjeros, por lo que el margen que queda para la oferta de otros instrumentos en dólares es muy limitando. Por otro lado, las sociedades gerentes de FCI tampoco están habilitadas a operar con intermediarios del exterior ni pueden ofrecer productos como fondos de *commodities*. Estas restricciones, en una economía en la que existe una preferencia por los activos en moneda extranjera como reserva de valor, limitan enormemente el menú de opciones disponibles para inversores pequeños y poco sofisticados, a la vez que incentivan la apertura de cuentas de inversión en el exterior en el caso de aquellos algo más sofisticados. En el agregado, representan una traba a la expansión de esta industria y de los mercados de capitales en general.

D. Proceso de aprobación de Oferta Pública de Futuros y Opciones: La Ley de Mercado de Capitales establece plazos muy precisos para la autorización de ofertas públicas: se debe resolver la solicitud de autorización dentro de los 30 días hábiles y si vencido ese plazo la CNV no se expide, se puede requerir pronto despacho. Si a los 15 días hábiles de presentado este pedido la CNV no se expide, se considera concedida la autorización, salvo que aquella emita una prórroga mediante resolución fundada por un máximo de 15 días hábiles adicionales.

Sin embargo, en el caso de Futuros y Opciones, si bien no existe ninguna norma que establezca un régimen de autorización para estos instrumentos distinto al que aplica para las ofertas públicas de acciones u obligaciones negociables, de hecho, no se aplican los mismos plazos y en general los expedientes se demoran y no suelen prosperar. Se sugiere al

respecto revisar la normativa y eventualmente explicitar que los futuros y opciones están sujetos a igual régimen de autorización que el resto de los instrumentos de oferta pública.

E. Tratamientos Impositivos Disparejos entre Instrumentos Financieros: Existe una asimetría fiscal en cuanto al tratamiento en el Impuesto a las Ganancias de Personas Humanas que operan con futuros y opciones versus todos los demás instrumentos del mercado de capitales. La alícuota de impuesto a las ganancias es de 35% para las Personas Humanas si operan en futuros de Soja, de 15% si lo hacen con criptomonedas, al tiempo que las operaciones con Acciones, Bonos y Obligaciones Negociables están exentas para las Personas Humanas.

Esta desigualdad perjudica fuertemente el volumen de una de las operatorias más importantes de nuestro país que es la de futuros y opciones agropecuarios. Estos instrumentos son herramientas de cobertura ampliamente utilizadas por el sector agropecuario para mitigar riesgos de precio. Sin embargo, la liquidez y profundidad del mercado, necesarias para cumplir adecuadamente esa finalidad, se ve afectada por la ausencia de actores financieros, que no operan a causa de un injusto tratamiento impositivo.

F. Tratamiento impositivo diferencial respecto del impuesto al cheque entre ALyCs y Bancos

Existe una asimetría entre bancos y ALyCs en el tratamiento del impuesto al cheque que opera en detrimento del uso de las ALyCs en las preferencias de los inversores. Mientras que las operaciones de cuentas con un mismo CUIT no están sujetas al impuesto al cheque si se realizan entre bancos, si lo están cuando se trata de operaciones entre las ALyCs y bancos.

IV.3. ¿Cómo dar profundidad a los mercados de capitales?

En la Sección II se identificaron varios factores que – en línea con la experiencia internacional y la literatura relevante – resultan clave para impulsar el desarrollo de los mercados de capitales. Al mismo tiempo, del panorama general del mercado de capitales argentino que se presenta en la Sección III surgen algunos rasgos centrales que lo caracterizan: su escasa profundidad, la predominancia de instrumentos de corto plazo, una muy reducida emisión de títulos tanto de renta fija como variable, una tendencia a la especialización y la fragmentación – en cierta medida estimulada por la normativa - y la ausencia de inversores institucionales. En base a ambos grupos de evidencias se discuten en esta sección algunas iniciativas posibles para abordar las falencias identificadas, agrupándolas en aquellas que apuntan a factores asociados a la oferta de fondos prestables y las que se vinculan a su demanda.

IV.3.1. La demanda de fondos prestables

Potenciales mejoras al Régimen Diferenciado Intermedio de Oferta Pública para Emisoras de Obligaciones Negociables

La existencia de barreras regulatorias muy altas puede ser un motivo para el subdesarrollo de los mercados de capitales. La experimentación y la competencia pueden

desempeñar un papel útil para optimizar el equilibrio entre la protección a los inversores que buscan asegurar esas barreras y el desarrollo de los mercados. Un camino en esa dirección, que muchas jurisdicciones han ensayado con bastante éxito (BIS, 2019) es la introducción de segmentos de cotización diferenciados con niveles de exigencia graduales en las obligaciones de divulgación, gobernanza y cumplimiento que las firmas deben satisfacer. Estos segmentos reducen los costos fijos iniciales de emisión de instrumentos del mercado de capitales, a la vez que permiten a las empresas señalar su calidad mediante la adopción de estándares cada vez más estrictos, reduciendo los costos de financiamiento y posibilitando, de ese modo, un creciente acceso al financiamiento de mercado. Ejemplos al respecto son Bovespa en Brasil, que ofrece segmentos de cotización graduados según el rigor de las exigencias de divulgación, gobernanza y cumplimiento o el caso de los minibonos en Italia, emitidos bajo el esquema ExtraMOT Pro de Borsa Italiana con requisitos de admisión menos estrictos y menos costosos en comparación con MOT (Recuadro 2). También son experiencias exitosas a destacar el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) de la Bolsas y Mercados Españoles, centrado en la emisión de valores de renta fija para compañías medianas, habitualmente no cotizadas y con buenas perspectivas de negocios y el Mercado Euronext Access, que ofrece requerimientos a pequeñas y medianas empresas, con menor frecuencia de presentaciones contables, exigencia de documentación simplificada, auditorías reducidas y menores costos de intermediación.

Recuadro 2. El mercado de minibonos en Italia. Una experiencia exitosa de desarrollo del mercado de deuda privada de MyPIMEs en Italia

En los últimos años, el gobierno italiano ha introducido varias iniciativas complementarias para aumentar el atractivo de la financiación del mercado de capitales y reducir el apalancamiento corporativo, especialmente para las empresas más pequeñas. Las PyMEs han sido muy dependientes del crédito bancario, afectado por la crisis financiera global. Las medidas adoptadas buscaron reducir las cargas regulatorias, abordar los desincentivos fiscales, mejorar el acceso a los centros de negociación e incentivar la demanda del mercado. Los resultados han sido alentadores, ya que la emisión de valores de las PYMEs ha aumentado y el apalancamiento corporativo no financiero se redujo.

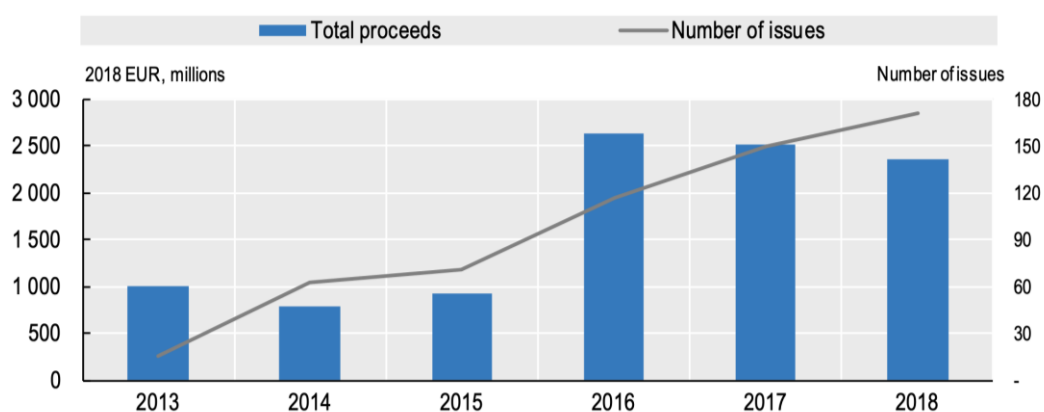
En 2012 se introdujo un nuevo régimen regulatorio para los instrumentos de deuda emitidos por empresas no cotizadas (minibonos), sólo habilitado para inversores profesionales. De este modo se eliminaron las barreras legales y fiscales que penalizaban a las empresas no cotizadas, extendiéndose a las empresas no cotizadas el mismo tratamiento fiscal favorable aplicable a los bonos emitidos por empresas cotizadas.

Los minibonos pueden ser emitidos por empresas con más de 10 empleados y una facturación anual y/o activos superiores a 2 millones de euros. Las microempresas y los bancos no pueden emitir minibonos. Los minibonos sólo pueden ser adquiridos por inversores profesionales (inversores institucionales o inversores individuales calificados).

En respuesta a este nuevo marco regulatorio, la Borsa Italiana introdujo en 2013 el

segmento ExtraMOT PRO, dedicado a la cotización de bonos cuya negociación está permitida únicamente a inversores profesionales. Al utilizar la misma plataforma tecnológica y los mismos controles que el mercado de bonos ExtraMOT Pro, garantiza transparencia y eficiencia en el mecanismo de formación de precios, si bien sus requisitos de admisión son menos estrictos y costosos. Actualmente, la mayoría de los minibonos cotizan en el segmento ExtraMOT Pro. Desde su creación en 2012, el mercado de minibonos en Italia ha mostrado un crecimiento constante. El número anual de emisiones aumentó de 16 en 2013 a 171 en 2018 (OECD, 2020).

Figura R2.1. Emisiones de Mini-Bonos de Empresas no Financieras Italianas



Source: Bloomberg, FactSet, Observatory on Mini-Bonds, Politecnico di Milano - School of Management, Thomson Reuters, OECD calculations.

Por otro lado, Borsa Italiana instituyó el programa Elite para capacitar a las PYME en gobernanza corporativa y captación de capital, lo que facilita la obtención de capital antes de buscar una cotización en la bolsa. Muchas de las empresas no cotizadas que emitieron minibonos participaron en este programa. Además, el proceso de cotización de las PyMEs en la bolsa se simplificó mediante la creación de un mercado específico (Mercado Alternativo de Inversiones, AIM Italia), con requisitos mínimos de entrada.

Para estimular la participación de pequeños inversores en el mercado de capitales el gobierno italiano introdujo en 2016 planes de ahorro-inversión denominados PIR (Piani Individuali di Risparmio, o Planes Individuales de Ahorro). Los PIR ofrecen un tratamiento fiscal favorable si los suscriptores mantienen su inversión inicial en el plan durante al menos cinco años. Los fondos obtenidos se pueden invertir en diferentes tipos de instrumentos, incluidas acciones, bonos y participaciones en fondos de inversión. Uno de los objetivos de los PIR es canalizar los fondos de los inversores individuales hacia las PyMEs, ya que al menos el 70% de estos fondos deben invertirse en empresas con sede en Italia, y al menos el 30% de ellos en PyMEs. Mediante la creación de un nuevo fondo de capital de inversión, los PIR pretenden fomentar nuevas cotizaciones en el mercado de valores italiano, contribuyendo así a su desarrollo. Los resultados de estas iniciativas han sido alentadores. Las nuevas emisiones en la industria de los minibonos han mostrado un crecimiento anual constante desde su inicio en 2012 y el número de IPO en Borsa Italiana ha seguido una tendencia ascendente (Figura B4.1).

En los años recientes se han hecho varios avances en Argentina en la dirección de facilitar el acceso de las empresas al mercado de capitales. En 2017 la CNV implementó el régimen de ON Simple, que dio cierto impulso al ingreso de PyMEs al mercado de capitales – las PyMEs emisoras pasaron de 75 previo a la implementación de este régimen a 160 antes del anuncio de un nuevo régimen en 2021⁷. Luego de su lanzamiento el número de PyMEs se incrementó a 236. Sin embargo, este nuevo régimen no parece haber concitado demasiado interés, ya que de hecho no se registran empresas que hayan cotizado en él. Por otro lado, los datos muestran que el financiamiento con ONs representa apenas el 3% del financiamiento recibido por las PyMEs, que se financian primordialmente con instrumentos de corto plazo, básicamente pagarés (75%) y cheques de pago diferido (25%).

La idea de los regímenes intermedios es crear las condiciones necesarias para que las firmas puedan emitir deuda de más largo plazo y que a su vez avancen paulatinamente en la dirección de fortalecer su solidez y gobernanza de modo de llegar a cumplir en algún momento con los estándares que rigen bajo el régimen de emisión general. Esto requiere de una reducción sustantiva de las barreras de acceso a los mercados, asociadas a los costos y tiempos de emisión, a requisitos de gobernanza y de montos mínimos a emitir y al grado de exigencia de los regímenes informativos que las firmas deben cumplimentar. Es también importante que exista algún tipo de incentivo impositivo a la emisión de valores, tanto para las firmas como para los inversores.

El Régimen Diferenciado Intermedio implementado por la CNV ofrece algunos incentivos, como no imponer un límite predeterminado para las emisiones sino relativo al patrimonio neto de las empresas, la eliminación de la restricción de inversión exclusiva para inversores calificados y la eximición del pago de tasas de fiscalización y control. Entre sus debilidades, el régimen no ofrece una exigencia informativa diferenciada de manera permanente, no flexibiliza los requerimientos de gobernanza ni se generan incentivos fiscales diferenciales que vuelvan más atractivas las emisiones de ONs respecto de los Pagarés, o los Cheques de Pago Diferido, de modo de estimular el financiamiento de largo plazo. Por otro lado, la exigencia a tramitar un certificado MIPyME para obtener beneficios adicionales es un paso burocrático adicional que genera costos, a la vez que incentivos no deseados a las empresas, en la dirección de no avanzar en la mejora de sus estándares de gobernanza, manejo gerencial y transparencia informativa.

Se propone una revisión de ambos regímenes de emisión, involucrando tanto al regulador como a los mercados relevantes – MAE, MAV – buscando adaptar la normativa a las necesidades de los distintos segmentos de empresas en un régimen escalonado. Una revisión de las experiencias internacionales mencionadas arriba es un buen punto de partida para esa revisión.

Impulso al desarrollo del mercado de préstamos de títulos valores

El desarrollo de una operatoria de préstamos de títulos valores es un instrumento fundamental para la fluidez y determinación de los precios de los activos financieros. Sin embargo, la normativa de la CNV - Artículo 18, Sección VIII, Capítulo V, Título VI de las

⁷ El Régimen Diferenciado Intermedio de Oferta Pública para Emisoras de Obligaciones Negociables - RG N° 899/2021-.

Normas CNV 2013 - establece lineamientos potencialmente restrictivos en la operatoria de préstamos de títulos valores en Argentina.

Un limitante a la expansión de esta operatoria es la prohibición de un segmento de negociación bilateral de préstamo de títulos dentro de los mercados, ámbito que sí existe y está reglamentado en bolsas como la de Chile - SantiagoX Lending - , donde los participantes pueden direccionar sus órdenes a las contrapartes particulares y configurar límites de crédito, al igual que hoy sucede con la negociación bilateral en MAE. La normativa actual imposibilita al mercado de capitales operar productos que actualmente sí pueden ofrecer los bancos a sus clientes - los plazos fijos de títulos, normados en la Comunicación “A” 7995 del BCRA - . Es decir, la normativa actual implica una asimetría regulatoria en desfavor de los mercados de capitales, que limita el desarrollo del préstamo y venta en corto en plaza local.

Desarrollos de distintos tipos de instrumentos.

Si bien el mercado de fondos de corto plazo ha tenido un desarrollo significativo en los años recientes, las interacciones en las entrevistas realizadas tanto con agentes que operan en los distintos mercados y la CNV indican que es posible mejorar y ampliar el uso de los productos que ya se ofrecen e incorporar nuevos instrumentos.

De hecho, la CNV ha avanzado y continúa haciéndolo en la dirección de flexibilizar la normativa, buscando adecuar la negociación de pagarés a las necesidades y ciclos productivos de las empresas. Se habilitó la cotización de instrumentos emitidos en dólares - el pagaré *hard dollar* - con una cláusula de pago efectivo en moneda extranjera. Respecto de los pagarés bursátiles en general, se eliminó la exigencia de un plazo máximo para su vencimiento - fijado en 3 años - y se actualizó el monto mínimo de los mismos a \$ 20.000 - RG N° 1003-.

Adicionalmente, se habilitó a que el cheque de pago diferido y el pagaré puedan ser transferidos por el adquirente a otros comitentes diferentes siempre que se trate de intermediarios del exterior y custodios, en el marco de acuerdos de custodia global a través de un depositante en Caja de Valores S.A o fiduciarios financieros, en el marco de un fideicomiso financiero con autorización de oferta pública para la titulización de dichos instrumentos - RG N° 1003.

Un instrumento en cuya implementación se está trabajando es el pagaré producto, que podría ser un vehículo de liquidez importante para el sector agropecuario en particular.

Otro instrumento que se espera tenga un crecimiento importante a partir de su desregulación y actualización es el *warrant*, documento que certifica la posesión de un bien, permitiendo utilizarlo como garantía para obtener crédito y de ese modo reducir los costos de financiamiento. Si bien los *warrants* ya existían - su marco legal se remonta a la Ley 9.643 del año 1914 - su uso se circunscribía a la actividad agrícola y había declinado debido a su obsolescencia. El decreto 640/24, permite que los *warrants* se emitan en formato electrónico y se comercialicen sin restricciones en plataformas libres, utilizando firmas electrónicas y sin supervisión estatal. Adicionalmente se autoriza su utilización para

cualquier tipo de actividad como la industria, minería, energía y otros sectores, más allá de su uso tradicional en el agro.

La adopción de estos instrumentos y su uso extendido dependen crucialmente se les otorgue un formato libre, abierto y digital, evitando la generación de monopolios de registro y custodia, de manera de favorecer la libre competencia y la innovación en beneficio de los usuarios.

Desarrollo y fomento de mecanismos de *sponsorio* de proyectos

Finalmente un mecanismo que se puede impulsar para facilitar el acceso al financiamiento de emprendimientos y proyectos con un enfoque social, incluyendo pequeños proyectos de infraestructura, es favorecer la participación de formadores de mercado, que básicamente son grandes inversores que cumplen el rol de aportar liquidez a un determinado título emitido, a través de órdenes de compra y venta, estimulando de ese modo el interés de los inversores por invertir en ese activo. Si bien no existe en Argentina una cultura que valore ese rol de *sponsorio* por parte de inversores grandes y reconocidos en el caso de proyectos con impacto social o ambiental, se puede impulsar su desarrollo a partir de una normativa que la habilite.

IV.3.2. La oferta de fondos prestables

Como se enfatiza en la sección 2, la presencia de inversores institucionales - compañías de seguros y fondos de pensiones – es central para la profundidad y desarrollo de los mercados de capitales, en tanto le proveen liquidez y estabilidad, dados su bajo apalancamiento y su horizonte de inversión extendido.

La participación de inversores institucionales en los mercados financieros en Argentina es muy reducida. Los motivos de esta escasa participación son de índole institucional y macroeconómica. Sin embargo, una serie de iniciativas, algunas de las cuales están siendo impulsadas por la actual administración o son parte del debate público, podrían propender a su desarrollo y participación.

El fondo de cese laboral propulsado en la Ley Bases, de concretarse su implementación, puede ser un comienzo para el desarrollo de una base de inversores institucionales.

También se podría dar un estímulo al desarrollo de los fondos de pensión privados, replicando un esquema similar al 401K en los Estados Unidos, que permite a los asalariados hacer aportes a un fondo de pensión, los que están exentos del impuesto a las ganancias. Al mismo tiempo las contribuciones de los empleadores a las cuentas de sus empleados están también sujetas a exenciones impositivas.

La imposición de cupos de financiamiento a MIPyMEs a las compañías de seguros y a los bancos constituyen una forma de direccionamiento del financiamiento que desplaza a la oferta de fondos del mercado de capitales. Por esta razón, además de otras distorsiones que genera (Fiel, 2024), debería considerarse su eliminación.

Un aspecto a considerar, en la medida que se vaya en la dirección de una mayor apertura financiera de la economía, es facilitar a los inversores institucionales locales el acceso a los mercados de capitales de otras jurisdicciones y a la inversa respecto de inversores institucionales de otras jurisdicciones. Este tipo de apertura otorgado mucha profundidad a los mercados de capitales de economías de la región, como puede ser el caso de Chile.

Los incentivos fiscales son una herramienta clave y muy utilizada para estimular la participación de los inversores en el mercado de capitales. En lo inmediato, la eliminación del impuesto a los débitos y créditos para las operaciones de bolsa, que implicaría darles igual tratamiento que a las inversiones en FCI, puede atraer inversores al mercado accionario.

IV.4. ¿Cómo la desregulación puede fomentar la innovación en los mercados de capitales?

La innovación, tanto vinculada a productos ya existentes que deben adaptarse a nuevos contextos y arquitecturas financieras como la aparición de segmentos novedosos y disruptores – como los activos digitales – plantean un desafío regulatorio y es al mismo tiempo indispensable para potenciar el desarrollo de los mercados financieros.

En un contexto tan dinámico como el actual en términos de innovación, en el que surgen permanentemente proyectos cuya viabilidad no pueden contrastarse sin infringir alguna regulación, el entorno regulatorio puede constituir una barrera excesiva que desestime la inversión en proyectos cuyo desarrollo a gran escala puede generar beneficios para los consumidores.

La implementación de un campo de pruebas regulatorio - Sandbox – que posibilite una experimentación controlada por el regulador – o reguladores – de proyectos innovadores todavía no testados puede potenciar la innovación financiera de manera controlada.

El desarrollo de una iniciativa de esta naturaleza debería involucrar a todas las agencias regulatorias relevantes, a los mercados, las infraestructuras y los agentes relevantes. También es fundamental que cuente con criterios claros en la evaluación de proyectos, transparencia en la información entre el regulador y los participantes, temporalidad predefinida y exigencia de estrategias de continuidad luego de la aprobación definitiva o de salidas controladas.

La CNV ha llevado adelante algunas iniciativas en la dirección de facilitar la innovación. En 2018 se conformó un Comité o Mesa FinTech CNV integrado por un equipo interdisciplinario de distintas áreas del organismo, propendiendo un análisis transversal de las cuestiones relativas al universo FinTech. En 2019, se profundizó la interacción con miembros de la industria creando un nuevo espacio – la Task Force FinTech - en el que uno de los ejes de trabajo propuestos fue el Sandbox regulatorio. En 2022 se estimuló el desarrollo de un Hub de Innovación con mesas de diálogo y asesoramiento en nuevos proyectos, principalmente en la aplicación de normas y el marco de supervisión para facilitar el desarrollo de la iniciativa innovadora de manera responsable.

En actual contexto de revisión de los marcos regulatorios y la gobernanza de distintos mercados, abre una oportunidad para dar impulso a una iniciativa como el Sandbox regulatorio, que facilite la innovación de manera controlada. De implementarse, el Sandbox debería adoptar una modalidad multi-agencia que involucre a la Comisión Nacional de Valores (CNV), la Unidad de Información Financiera (UIF), la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) y el Banco Central de la República Argentina (BCRA), sumando tanto a los Mercados como a las infraestructuras y participantes involucrados en su desarrollo.

Recuadro 3. El desarrollo del mercado de *recibíveis* en Brasil

Uno de las razones para mantener un marco regulatorio flexible y modernizado es la posibilidad de fomentar el uso de instrumentos financieros innovadores que tiendan a incrementar las posibilidades de financiamiento de las empresas y expandan las alternativas para los inversores. Un caso regional interesante respecto de este tipo de políticas es el desarrollo del mercado de *recibíveis* en Brasil.

Los *recibíveis* son instrumentos financieros que representan derechos crediticios que una empresa tiene sobre pagos futuros de bienes o servicios ya vendidos o prestados, incluyendo facturas, contratos de alquiler o cuotas de financiamiento, entre otros. Los *recibíveis* permiten a las empresas transferir estos derechos a un fondo de inversión a cambio de liquidez inmediata.

Este instrumento guarda cierta similitud con los receivables en los Estados Unidos: que contablemente son las cuentas a cobrar en el activo de las firmas y representan los derechos de una empresa a recibir pagos de clientes por productos o servicios que ya han sido entregados o prestados. Estas cuentas por cobrar pueden ser utilizadas como garantía en préstamos o ser vendidas en operaciones de "factoring" para obtener liquidez, constituyéndose en un instrumento financiero.

En el marco de las reformas descriptas en la Sección II, el Banco Central de Brasil introdujo una serie de normas para promover específicamente la digitalización y descentralización de los *recibíveis*, incluyendo la obligación de las empresas a registrarlos en entidades centralizadas autorizadas. Esto facilita su negociación y evita que sean usados recurrentemente como garantía de manera fraudulenta.

Al mismo tiempo se creó una cámara de compensación centralizada para los *recibíveis*, la Câmara Interbancária de Pagamentos (CIP). Esta infraestructura permite que los *recibíveis* sean registrados, negociados y liquidados de manera segura y transparente. Esto ayuda a reducir el riesgo de fraude y mejora la confiabilidad del uso de los *recibíveis* como garantía en operaciones de crédito.

La creación de un entorno seguro ha llevado a un significativo crecimiento de la operatoria con *recibíveis* en las plataformas digitales, donde las empresas pueden vender sus derechos crediticios a instituciones financieras o inversores. Estas plataformas dan liquidez y transparencia al mercado de *recibíveis*, reduciendo los costos de transacción y

mejorando el acceso al crédito para las empresas.

V. Reflexiones Finales

Es evidente que una macroeconomía ordenada es una condición necesaria, aunque no suficiente, para el desarrollo y la profundización de los mercados de capitales en Argentina. Sin embargo, la situación actual no debe ser un obstáculo para implementar acciones que maximicen el desarrollo posible bajo el entorno predominante. A la vez, es crucial preparar el terreno para que, ante eventuales mejoras en el contexto macroeconómico, el mercado de capitales pueda crecer sin impedimentos regulatorios o institucionales. En este sentido, ordenar, simplificar, transparentar y eficientizar los marcos regulatorios y legales no solo es una tarea urgente para el presente, sino también una prioridad estratégica para el futuro.

Cualquier proceso de reforma del mercado de capitales debe abordar tanto los problemas inmediatos como las necesidades a largo plazo. Existen acciones concretas que pueden implementarse de manera rápida para simplificar y hacer más eficiente la operatoria del mercado, como la digitalización de procesos y la eliminación de trabas innecesarias. No obstante, estas soluciones inmediatas deben complementarse con políticas institucionales que promuevan el desarrollo sostenido del mercado a mediano y largo plazo en un entorno competitivo y seguro para los inversores. Solo con un enfoque integral será posible crear un entorno que impulse la inversión, mejore la liquidez y permita la financiación de proyectos productivos de mayor envergadura.

En un contexto global en el que los mercados y las regulaciones evolucionan rápidamente, es esencial que las normativas locales se mantengan actualizadas. Los marcos regulatorios deben ser lo suficientemente flexibles para adaptarse a nuevos instrumentos financieros y tecnologías emergentes, manteniendo a los actores competitivos en el escenario internacional. Para ello, es necesario incorporar mecanismos como los "sandboxes" regulatorios, que permitan probar innovaciones bajo un marco controlado, y establecer un proceso de revisión continua de las normativas. Esta flexibilidad, acompañada de una adecuada gestión de riesgos, será clave para fomentar la innovación sin comprometer la estabilidad del sistema financiero.

Referencias

Barata R.B. Barroso, J. and F. Nechio (2019). “Financial market development, monetary policy and financial stability in Brazil”, *BIS Working Paper N° 113*.

Becker, B., and V. Ivashina. 2014. “Cyclicality of Credit Supply: Firm Level Evidence.” *Journal of Monetary Economics* 62.

Burneo Farfan, K., E. R. Lizarzaburu, G. Barriga Ampuero, L. Berggrun Preciado, J. Cisneros, L. E. Noriega Febres. “Stock Exchange in Emerging Markets: Integrated Latin American Market (MILA) – An Opportunity for Investment”, *Corporate Ownership & Control / Volume 14, Issue 4, Summer 2017*.

Carvajal A. F. and R. Bebczuk, (2019). “Capital Markets Development: Causes, Effects and Sequencing,” *World Bank Group*.

CGFS Papers No 62, (2019). “Establishing viable capital markets.”

CNV, “Leyes 26.831 y 27.440 de Mercado de Capitales.”

CNV (2013), Normas CNV - Texto Ordenado.

CNV, (2021), “Guía de Acceso a la Oferta Pública de Acciones.”

Demirgüç-Kunt, A., E. Feyen, and R. Levine. 2013. “The Evolving Importance of Banks and Securities Markets.” *World Bank Economic Review* 27 (3): 476–90. DOI:10.1596/1813-9450-5805.

European Union/OECD (2022), Financial competence framework for adults in the European Union.

IOSCO, (2017). “Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation.”

IOSCO, (2023). “IOSCO Standards Implementation Monitoring (ISIM) for Principles (1-5) Relating to the Regulator.”

Kaserer, C., and M. Rapp. 2014. “Capital Markets and Economic Growth: Long-Term Trends and Policy Challenges.” Alternative Investment Management Association research report.

Levine, R. 2005. "Finance and Growth: Theory and Evidence." In *Handbook of Economic Growth*, edited by P. Aghion and S. Durlauf. Amsterdam: Elsevier. DOI:10.1016/S1574-0684(05)01012-9.

Lukanima, B. K., L. J. Sanchez-Barrios and Y. P. Gómez-Bravo, (2024). "Towards understanding MILA stock markets integration beyond MILA: New evidence between the pre-Global financial crisis and the COVID19 periods", *International Review of Economics and Finance, Volumen 89 Part A*.

Mahoney, P. G. (2021), "The Economics of Securities Regulation: A Survey", *Law and Economics Research Paper Series 2021-14*, University of Virginia, School of Law.

Martinez Peria, M., and M. Schmukler. 2017. "Understanding the Use of Long-Term Finance in Developing Economies." IMF Working Paper No. 17/96, International Monetary Fund, Washington, DC.

OECD Capital Market Review of Italy 2020: "Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers."

OECD Capital Market Review of Portugal 2020: "Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth."

Rojas-Suárez, L. (2014). "Towards strong and stable capital markets in emerging market economies," *BIS Working Paper N° 75*.

Vittas, D., (1998). "Institutional investors and securities markets : which comes first?" *Policy Reserach Working Papers Series 2032*, The World Bank.

Zingales, L., (2009), "The Future of Securities Regulation," *Journal of Accounting Research, Volume 47, Issue 2*.

SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO

133. La desregulación del Mercado de Capitales en Argentina , Laura D´Amato, Juan Pablo Bricchetti y Daniel Artana
132. La competencia en el segmento upstream de la industria farmacéutica argentina: 2018-I.2024, Santiago Urbiztondo y Guillermo Bermúdez
131. Lineamientos para una reforma regulatoria en energía a partir de diciembre 2023: gas natural y electricidad, Fernando Navajas, Santiago Urbiztondo y Juan Pablo Bricchetti, Diciembre 2023.
130. Pruebas APRENDER: la dimensión regional. Mismos derechos, distintas oportunidades. Ivana Templado, Diciembre 2019.
129. La competencia en el segmento upstream de la industria farmacéutica argentina: 2012-2018, Walter Cont y Santiago Urbiztondo, Mayo 2019.
128. La cumbre del G20 de 2018 y su importancia para América Latina, Marcela Cristini y Guillermo Bermúdez, Marzo 2019.
127. Pruebas APRENDER: o acerca de la cuantificación de oportunidades, Ivana Templado, Agosto 2018.
126. Acuerdo de Comercio Mercosur – Unión Europea: Impacto Sobre el Gasto en Medicamentos Adquiridos en Farmacias y por PAMI en Argentina, Walter Cont, Mónica Panadeiros y Santiago Urbiztondo, Enero 2018.
125. Revisión del Paradigma de los Sistemas: Clarificación y agregados a la luz de la transición post-socialista, János Kornai, Marzo 2017.
124. La regulación de los servicios públicos en Argentina, 2003-2015: Lógica y balance de tres períodos presidenciales bajo un mismo signo político, Santiago Urbiztondo, Febrero 2016.
123. El sistema tributario argentino. Análisis y evaluación de propuestas para reformarlo, Daniel Artana (coord.), Isidro Guardarucci, Pablo Lavigne, Jorge Puig, Nuria Susmel, Agosto 2015.
122. Subsidios a la energía, devaluación y precios. Fernando Navajas, Abril 2015.
121. La competencia en el segmento upstream de la industria farmacéutica argentina. Santiago Urbiztondo, Walter Cont y Mónica Panadeiros. Octubre 2013.
120. Consumo residencial de electricidad y eficiencia energética: un enfoque de regresión cuantílica. Pedro Hancevic y Fernando Navajas. Abril 2013.
119. Eficiencia del gasto público en las provincias argentinas. Explorando sus determinantes. Cynthia Moskovits y Javier Cao. Octubre 2012.
118. La infraestructura vial en Argentina. Guillermo Bermúdez. Octubre 2012.
117. La productividad del sistema financiero argentino: ¿son los bancos públicos diferentes? Ramiro Moya. Octubre 2012.
116. La calidad educativa en la Argentina. Sebastián Auguste. Octubre 2012.
115. Eficiencia del sistema de salud en la Argentina. Mónica Panadeiros. Octubre 2012.
114. La vivienda social: criterios de eficiencia y descentralización de la política habitacional. Marcela Cristini, Guillermo Bermúdez y Ramiro Moya. Octubre 2012.
113. Workable environmentally related energy taxes. Fernando Navajas, Mónica Panadeiros, Oscar Natale. Junio 2012.
112. Fijación de alcuotas en el sistema de riesgos del trabajo. Mónica Panadeiros. Mayo 2012.
111. Revisando el impacto fiscal de la suba de los precios del petróleo en Centroamérica. Marcelo Catena y Fernando Navajas. Marzo 2012.
110. Provisión pública de agua potable y saneamiento en América Latina: una descripción sintética bajo una óptica regulatoria moderna. Santiago Urbiztondo. Febrero 2012.
109. Sub-national revenue mobilization in Latin America and Caribbean Countries. the case of Argentina. D. Artana, S. Auguste, M. Cristini, C. Moskovits e I. Templado . Enero 2012.
108. Energía, maldición de recursos y enfermedad holandesa. Fernando Navajas. Octubre 2011.
107. What drove down natural gas production in Argentina? D. Barril y F. Navajas. Mayo 2011.
106. Is the Argentine Revenue Effort “too” High? D. Artana and I. Templado. Noviembre 2010.
105. Infraestructura y Energía en la Argentina: Diagnósticos, Desafíos y Opciones. F. Navajas. Octubre 2010.
104. Passenger Cars and CO2 Emissions: Assessing Global Impacts of a Convergence to Low-power. F. Navajas y M. Panadeiros. Octubre 2010.
103. Política Fiscal y Cohesión Social: El Federalismo Cuenta. M. Cristini, C. Moskovits, G. Bermúdez y D. Focanti. Junio 2010.
102. Informalidad Laboral en la Argentina. J. L. Bour, N. Susmel y P. Roccatagliata. Mayo 2010.

101. Energy Populism and Household Welfare. W. Cont, P. Hancevic y F. Navajas. Agosto 2009.
100. Acceso a Internet y Desempeño Académico en la Argentina: Explorando la Evidencia. M. Cristini y G. Bermúdez. Diciembre 2008. Abril 2009.
99. Políticas para Mitigar Riesgos Sociales. El Caso de los Infortunios Laborales y el Desempleo. M. Panadeiros y N. Susmel. Diciembre 2008.
98. El Desempeño de los Sistemas de Capitalización Previsional en América Latina: Determinantes Estructurales y Regulatorios sobre la Competencia de las AFP. Sebastián Auguste y Santiago Urbiztondo. Noviembre 2008.
97. Financiamiento de la Infraestructura en la Argentina: lo que dejó la crisis macroeconómica. D. Artana y R. Moya. Noviembre 2008.
96. Adaptación Tarifaria y Tarifa Social: Simulaciones para Gas Natural y Electricidad en el AMBA. F. Navajas y P. Hancevic. Diciembre 2007.
95. Estructuras Tarifarias en el Servicio de Electricidad para Usuarios Residenciales. El Caso de las Provincias Argentinas. Walter Cont. Diciembre 2007.
94. El Shock de los Precios del Petróleo en América Central: Implicancias Fiscales y Energéticas. Daniel Artana, Marcelo Catena y Fernando Navajas. Agosto 2007.
93. El Mapa Económico de las Mujeres Argentinas (1998-2006). M. Cristini y G. Bermúdez Abril 2007.
92. Are Latin-American Countries Decentralized? D. Artana. Marzo 2007.
91. El Sistema Argentino de Innovación (1980-2004): Evaluación y Propuestas. M. Cristini, G. Bermúdez y F. Ares. Diciembre 2006.
90. ¿Qué Hace Diferente a las Aseguradoras del Resto de las Empresas? Una Propuesta General para Fortalecer el Mercado de Seguros. R. Moya. Diciembre 2006.
89. “Energó –Crunch” Argentino 2002-20XX. F. Navajas. Octubre 2006.
88. Privatization of Infrastructure Facilities in Latin America: Full Economic Effects and Perceptions. S. Urbiztondo. Julio 2006.
87. Gasto Tributario: Concepto y Aspectos Metodológicos para su Estimación. D. Artana. Diciembre 2005.
86. Fusiones Horizontales. W. Cont y F. Navajas. Diciembre 2005.
85. La Reforma del Sector Eléctrico en Colombia: Breve Análisis y Crítica Constructiva. S. Urbiztondo y J.M. Rojas. Octubre 2005.
84. Transparencia, Confidencialidad y Competencia: Un Análisis Económico de las Reformas Actuales en el Mercado de Gas Natural Argentino. S. Urbiztondo, Agosto 2005.
83. Proyecto Mundial de Internet: El Capítulo Argentino. FIEL e Instituto de Economía Aplicada (Fundación Banco Empresario de Tucumán). Noviembre 2004.
82. La Anatomía Simple de la Crisis Energética en la Argentina. F. Navajas y W. Cont. Septiembre 2004.
81. La Nueva China Cambia al Mundo. M. Cristini y G. Bermúdez. Septiembre 2004.
80. Las PYMES Argentinas: Ambiente de Negocios y Crecimiento Exportador. M. Cristini y G. Bermúdez. Junio 2004.
79. Educación Universitaria. Aportes para el Debate acerca de su Efectividad y Equidad. M. Echart. Diciembre 2003.
78. Cables Suelos: La Transmisión en la Provincia de Buenos Aires (Comedia). E. Bour y Carlos A. Carman. Noviembre 2003.
77. Renegotiation with Public Utilities in Argentina: Analysis and Proposal. S. Urbiztondo. Octubre 2003.
76. Productividad y Crecimiento de las PYMES: La Evidencia Argentina en los 90. M. Cristini, P. Costa y N. Susmel. Mayo 2003.
75. Infraestructura y Costos de Logística en la Argentina. M. Cristini, R. Moya y G. Bermúdez. Noviembre 2002.
74. Nuevas Estrategias Competitivas en la Industria Farmacéutica Argentina y Reconocimiento de la Propiedad Intelectual. M. Panadeiros. Octubre 2002.
73. Estructuras Tarifarias Bajo Estrés. F. Navajas. Septiembre 2002.
72. Seguridad Social y Competitividad: El Caso del Sistema de Salud. M. Panadeiros. Marzo 2002.
71. El Agro y el País: Una Estrategia para el Futuro. M. Cristini y Otros. Octubre 2001.
70. Reseña: Índice de Producción Industrial y sus Ciclos. Lindor Esteban Martin Lucero. Agosto 2001.
69. Apertura Comercial en el Sector Informático. P. Acosta y M. Cristini. Junio 2001.
68. Microeconomic Decompositions of Aggregate Variables. An Application to Labor Informality in Argentina. L. Gasparini. Marzo 2001.

67. Una Educación para el Siglo XXI. La Práctica de la Evaluación de la Calidad de la Educación. Experiencia Argentina e Internacional. M. Nicholson. Diciembre 2000.
66. Una Educación para el Siglo XXI. La Evaluación de la Calidad de la Educación. G. Cousinet. Noviembre 2000.
65. Hacia un Programa de Obras Públicas Ampliado: Beneficios y Requisitos Fiscales. S. Auguste, M. Cristini y C. Moskovits. Septiembre 2000.
64. La Apertura Financiera Argentina de los '90. Una Visión Complementaria de la Balanza de Pagos. Claudio Dal Din. Junio 2000.
63. La Integración Mercosur-Unión Europea: La Óptica de los Negocios. M. Cristini y M. Panadeiros. Diciembre 1999.
62. El Control Aduanero en una Economía Abierta: El Caso del Programa de Inspección de Preembarque en la Argentina. M. Cristini y R. Moya. Agosto 1999.
61. El Crédito para las Microempresas: Una Propuesta de Institucionalización para la Argentina. M. Cristini y R. Moya. Agosto 1999.
60. El Problema del Año 2000. Implicancias Económicas Potenciales. E. Bour. Marzo 1999.
59. Aspectos Financieros de Tipos de Cambio y Monetarios del Mercosur. Diciembre 1998.
58. Desarrollos Recientes en las Finanzas de los Gobiernos Locales en Argentina. R. López Murphy y C. Moskovits. Noviembre 1998.
57. Regulaciones a los Supermercados. D. Artana y M. Panadeiros. Julio 1998.
56. La Deuda Pública Argentina: 1990-1997. C. Dal Din y N. López Isnardi. Junio 1998.
55. Modernización del Comercio Minorista en la Argentina: El Rol de los Supermercados. D. Artana, M. Cristini, R. Moya, M. Panadeiros. Septiembre 1997.
54. Competencia Desleal en el Comercio Minorista. Experiencia para el Caso Argentino. D. Artana y F. Navajas. Agosto 1997.
53. Decentralisation, Inter-Governmental Fiscal Relations and Macroeconomic Governance. The Case of Argentina. Ricardo L. Murphy and C. Moskovits. Agosto 1997.
52. Las Estadísticas Laborales. Juan L. Bour y Nuria Susmel. Junio 1997.
51. Determinantes del Ahorro Interno: El Caso Argentino. R. López Murphy, F. Navajas, S. Urbiztondo y C. Moskovits. Diciembre 1996.
50. Mercado Laboral e Instituciones: Lecciones a partir del Caso de Chile. Ricardo Paredes M. Diciembre 1996.
49. Una Propuesta de Tarifación Vial para el Area Metropolitana. O. Libonatti, R. Moya y M. Salinardi. Septiembre 1996.
48. El Relabanceo de las Tarifas Telefónicas en la Argentina. D. Artana, R. L. Murphy, F. Navajas y S. Urbiztondo. Diciembre 1995.
47. Las PYMES en la Argentina. M. Cristini. Diciembre 1995.
46. Precios y Márgenes del Gas Natural: Algunas Observaciones Comparativas. F. Navajas. Octubre 1995.
45. Encuesta sobre Inversión en la Industria Manufacturera (2da. parte). M. Lurati. Septiembre 1995.
44. Defensa de la Competencia. D. Artana. Marzo 1995.
43. Defensa del Consumidor. D. Artana. Diciembre 1994.
42. Fiscal Decentralization: Some Lessons for Latin America. D. Artana, R. López Murphy. Octubre 1994.
41. Reforma Previsional y Opción de Reparto-Capitalización. José Delgado. Junio 1994
40. La Experiencia del Asia Oriental. FIEL/BANCO MUNDIAL. Marzo de 1994.
39. Financiamiento de la Inversión Privada en Sectores de Infraestructura. FIEL/BANCO MUNDIAL. Diciembre de 1993.
38. La Descentralización de la Educación Superior: Elementos de un Programa de Reforma. Agosto 1993.
37. Encuesta sobre Inversión en la Industria Manufacturera. M. Lurati. Julio 1993.
36. El Arancel Externo Común (AEC) del MERCOSUR: los conflictos. M. Cristini, N. Balzarotti. Febrero 1993.
35. Costos Laborales en el MERCOSUR: Comparación de los Costos Laborales Directos. J. L. Bour, N. Susmel, C. Bagolini, M. Echart. Diciembre 1992.
34. Gasto Público Social: El Sistema de Salud. M. Panadeiros. Septiembre 1992.
33. El sistema Agro-Alimentario y el Mercado de la CE. M. Cristini. Junio 1992.
32. Costos Laborales en el MERCOSUR: Legislación Comparada. J. L. Bour, N. Susmel, C. Bagolini, M. Echart. Abril 1992.

31. Los Acuerdos Regionales en los 90: Un Estudio Comparado de la CE92, el NAFTA y el MERCOSUR. M. Cristini, N. Balzarotti. Diciembre 1991.
30. Reforma de la Caja de Jubilaciones y Pensiones de la Provincia de Mendoza. M. Cristini, J. Delgado. Octubre 1991.
29. El Sistema de Obras Sociales en la Argentina: Diagnóstico y Propuesta de Reforma. M. Panadeiros. Agosto 1991.
28. Propuesta de Reforma de la Carta Orgánica del Banco Central. J. Piekarz, E. Szewach. Marzo 1991.
27. La Comercialización de Granos. Análisis del Mercado Argentino. D. Artana, M. Cristini, J. Delgado. Diciembre 1990.
26. Algunas Consideraciones sobre el Endeudamiento y la Solvencia del SPA. D. Artana, O. Libonatti, C. Rivas. Noviembre 1990.
25. Evolución de las Cotizaciones Accionarias en el Largo Plazo. C. Miteff. Julio 1990.
24. Efectos de un Esquema de Apertura Económica sobre la Calidad de Bienes Producidos Localmente. C. Canis, C. Golonbek, I. Soloaga. Marzo 1990.
23. Principales Características de las Exportaciones Industriales en la Argentina. C. Canis, C. Golonbek, I. Soloaga. Diciembre 1989.
22. La Promoción a la Informática en la Argentina. D. Artana, M. Salinardi. Septiembre 1989.
21. Inversión en Educación Universitaria en Argentina. J. L. Bour, M. Echart. Junio 1989.
20. Incidencia de los Impuestos Indirectos en el Gasto de las Familias. J. L. Bour, J. Sereno, N. Susmel. Enero 1989.
19. Aspectos Dinámicos del Funcionamiento del Mercado de Tierras: El Caso Argentino. M. Cristini, O. Chisari. Noviembre 1988.
18. Investigaciones Antidumping y Compensatorias contra los Países Latinoamericanos Altamente Endeudados. J. Nogués. Agosto 1988.
17. Sistema de Atención Médica en la Argentina: Propuesta para su Reforma. M. Panadeiros. Mayo 1988.
16. Regulación y Desregulación: Teoría y Evidencia Empírica. D. Artana y E. Szewach. Marzo 1988.
15. Informe OKITA: Un Análisis Crítico. D. Artana, J. L. Bour, N. Susmel y E. Szewach. Diciembre 1987.
14. La Política Agropecuaria Común (PAC): Causas de su Permanencia y Perspectivas Futuras. M. Cristini. Julio 1987.
13. Las Encuestas de Coyuntura de FIEL como Predictores del Nivel de Actividad en el Corto Plazo. M. Cristini e Isidro Soloaga. Noviembre 1986.
12. La Demanda de Carne Vacuna en la Argentina: Determinantes y Estimaciones. M. Cristini. Noviembre 1986.
11. El Impuesto a la Tierra: una Discusión de sus Efectos Económicos para el Caso Argentino. M. Cristini y O. Chisari. Abril 1986.
10. El Impuesto a la Tierra, las Retenciones y sus Efectos en la Producción Actual y la Futura. M. Cristini, N. Susmel y E. Szewach. Octubre 1985.
9. El Ciclo Ganadero. La Evidencia Empírica 1982-84 y su Incorporación a un Modelo de Comportamiento. M. Cristini. Noviembre 1984.
8. Determinantes de la Oferta de Trabajo en Buenos Aires. J. L. Bour. Enero 1984.
7. La Oferta Agropecuaria: El Caso del Trigo en la Última Década. M. Cristini. Septiembre 1983.
6. Ocupaciones e Ingresos en el Mercado de Trabajo de la Cap. Fed. y GBA. H. Hopenhayn. 1982. 3 tomos.
5. Oferta de Trabajo: Conceptos Básicos y Problemas de Medición. J. L. Bour. Julio 1982.
4. Ganado Vacuno: El Ciclo de Existencias en las Provincias. M. Cristini. Junio 1982.
3. Algunas Reflexiones sobre el Tratamiento a los Insumos no Comercializados en el Cálculo de Protección Efectiva. G. E. Nielsen. Diciembre 1981.
2. Encuesta sobre Remuneraciones en la Industria. Diseño Metodológico. J. L. Bour, V. L. Funes, H. Hopenhayn. Diciembre 1981.
1. La Fuerza de Trabajo en Buenos Aires, J. L. Bour. Diciembre 1981.

Patrocinantes FIEL



AMARILLAGAS



BBVA



Patrocinantes FIEL

