



Facultad de Ciencias Económicas y de Administración
Universidad de la República

**UNIVERSIDAD DE LA REPUBLICA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y DE ADMINISTRACION**

**TRABAJO MONOGRÁFICO PARA OBTENER EL TÍTULO DE
CONTADOR PÚBLICO**

**ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA NUEVA REGULACIÓN DEL MERCADO
DE VALORES.**

por

**GUILLERMINA EZQUERRA
FEDERICA VAN DEN DORPEL**

**TUTOR: José Luis Rey
COORDINADOR: Alicia Deleoti**

**Montevideo
URUGUAY
2010**

ABSTRACT

En el presente trabajo se analiza la nueva regulación del mercado de valores uruguayo establecida por Ley N° 18.627. La misma fue publicada el 16 de diciembre de 2009 luego de un largo proceso de estudio y discusión entre las diversas entidades y agentes participantes en él.

En primera instancia se expondrá un breve marco teórico sobre el funcionamiento de los mercados de valores, con el fin de facilitar la comprensión del posterior análisis.

Seguidamente se analizará la ley objeto del presente estudio, exponiendo los principales cambios respecto a su antecesora, la Ley N° 16.749 de 30 de mayo de 1996.

Posteriormente se presentarán diferentes aspectos del mercado de valores de otros países, los que presentan diferentes grados de desarrollo. Fueron seleccionados a estos efectos: España, Chile, Brasil y Perú.

Finalmente se exhibirán los resultados de un relevamiento realizado sobre la situación de los diferentes participantes ante esta nueva Ley, producto de entrevistas realizadas a integrantes de los agentes participantes.

AGRADECIMIENTOS

Queremos agradecer a nuestro tutor, el Cr. José Luis Rey, y a nuestra coordinadora, Cra. Alicia Deleoti por orientarnos en este trabajo de investigación, ofreciéndonos su tiempo, apoyo y dedicación y compartiendo su conocimiento profesional con nosotras.

Asimismo, agradecemos a nuestras familias, amigos y a todos aquellos que de una manera u otra nos han acompañado desde el comienzo de nuestra carrera y sin los cuales no habiéramos podido culminar esta etapa.

También le agradecemos a las personas entrevistadas por su colaboración en el enriquecimiento de nuestro trabajo.

ÍNDICE

CAPÍTULO I - INTRODUCCIÓN.....	6
CAPÍTULO II - MARCO TEÓRICO DEL MERCADO DE VALORES.....	9
1. INTRODUCCIÓN.....	10
2. DEFINICIÓN.....	10
3. TIPOS DE MERCADOS.....	10
4. VALORES	11
5. MODELOS DE REGULACIÓN.....	133
6. PRINCIPALES PARTICIPANTES	15
7. BOLSA DE VALORES	15
8. CALIFICADORES DE RIESGO.....	177
9. GOBIERNO CORPORATIVO.....	18
10. ESTRUCTURA DE LA LEY	199
CAPÍTULO III - ANÁLISIS COMPARATIVO CON LA ANTERIOR REGULACIÓN	22
1. INTRODUCCIÓN.....	233
2. AMBITO DE APLICACIÓN.....	233
3. REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES	27
4. COMISIÓN DE PROMOCIÓN DEL MERCADO DE VALORES	31
5. VALORES	32
5.1. DEFINICIÓN.....	32
5.2. VALORES ESCRITURALES.....	33
5.2.1. DISPOSICIONES GENERALES.....	33
5.2.2. DOCUMENTO DE EMISIÓN	35
5.2.3. REGISTRO DE VALORES ESCRITURALES	35
5.2.4. TITULARIDAD, TRANSMISIÓN, DERECHOS	39

5.2.5. CERTIFICADO DE LEGITIMACIÓN	41
5.2.6. MEDIOS DE ALMACENAMIENTO Y TRANSMISIÓN DE DATOS	43
5.2.7. OTRAS DISPOSICIONES	45
5.2.8. RESPONSABILIDAD – SANCIONES	46
5.3. DE LOS VALORES FÍSICOS.....	47
5.4. DE LAS ENTIDADES DE CUSTODIA, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES.....	47
6. OBLIGACIONES NEGOCIABLES Y TÍTULOS DE DEUDA	48
6.1. ÁMBITO DE APLICACIÓN	50
6.2. TIPOS DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES	51
6.3. EMISIÓN DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES	52
6.4. OBLIGACIONES NEGOCIABLES CONVERTIBLES EN ACCIONES.....	54
6.5. REPRESENTANTES.....	55
6.6. GARANTÍAS	56
7. GOBIERNO CORPORATIVO.....	59
8. MERCADOS E INTERMEDIARIOS.....	62
8.1. BOLSAS DE VALORES Y OTRAS INSTITUCIONES QUE CONSTITUYAN MERCADOS DE NEGOCIACIÓN DE VALORES DE OFERTA PÚBLICA	62
8.2. INTERMEDIARIOS DE VALORES	67
8.3. DE LA INTERVENCIÓN Y LA LIQUIDACIÓN ADMINISTRATIVA DE LAS BOLSAS DE VALORES, OTRAS INSTITUCIONES QUE CONSTITUYAN MERCADOS DE VALORES DE OFERTA PÚBLICA Y DE LOS INTERMEDIARIOS DE VALORES	71
8.4. DISPOSICIONES GENERALES Y TRANSITORIAS.....	73
9. OTROS PARTICIPANTES DEL MERCADO DE VALORES	73
10. REGIMEN SANCIONATORIO.....	75
10.1. FACULTADES SANCIONATORIAS DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY ...	75
10.2. INTERMEDIARIOS DE VALORES	77
11. DISPOSICIONES GENERALES.....	79

12. DISPOSICIONES TRIBUTARIAS DE PROMOCIÓN AL MERCADO DE VALORES	80
CAPÍTULO IV - REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES EN OTROS PAÍSES	82
1. INTRODUCCIÓN.....	83
2. ÁMBITO DE APLICACIÓN	83
3. TIPOS DE VALORES.....	87
4. MODELOS DE REGULACIÓN.....	88
5. PARTICIPANTES DEL MERCADO DE VALORES	91
6. GOBIERNO CORPORATIVO	93
7. REGIMEN SANCIONATORIO	97
8. BENEFICIOS TRIBUTARIOS	98
CAPÍTULO V - OPINIÓN DE DISTINTOS AGENTES DEL MERCADO DE VALORES	100
1. INTRODUCCIÓN.....	101
2. VISIÓN DEL FUNCIONARIO DEL BCU.....	101
3. VISIÓN DE OTROS PARTICIPANTES.....	103
3.1. DIFERENTES ROLES	103
3.2. PARTICIPACIÓN EN LA INSTANCIA PREVIA A LA PUBLICACIÓN DE LA LEY	104
3.3. ALGUNOS ASPECTOS CONSIDERADOS POSITIVOS	106
3.4. ALGUNOS ASPECTOS CONSIDERADOS NEGATIVOS	107
3.5. ALGUNOS ASPECTOS CONSIDERADOS PENDIENTES	108
3.6. ¿EL MERCADO DE VALORES ESTÁ EVOLUCIONANDO?	110
3.7. GOBIERNO CORPORATIVO.....	111
3.8. OTRAS CONSIDERACIONES	112
CAPÍTULO VI - CONCLUSIONES.....	114
BIBLIOGRAFÍA	12020

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN

Los mercados financieros son aquellos en los que se transan activos financieros. En ellos participan los denominados emisores que son los agentes que recurren al mercado para captar recursos, y los inversores quienes cuentan con recursos disponibles.

Estos mercados se han ido transformando en los últimos años, provocando el pasaje de la actividad del sistema bancario hacia el mercado de valores. Este traspaso se ha producido por una serie de circunstancias tales como: inflación bajo control, déficit fiscal moderado, bajas tasas de interés, predictibilidad cambiaria, crecimiento sostenido superior al promedio histórico, inversión record y en aumento.

Este proceso de desarrollo del mercado de valores que ocurrió a nivel mundial tuvo sus repercusiones en Uruguay, aunque en menor medida por tratarse de un mercado pequeño.

De todas maneras, este incipiente crecimiento puso en evidencia la necesidad de un marco normativo. Producto de esta necesidad, luego de un largo proceso de investigación y discusión, se emitió el 30 de mayo de 1996 la Ley N° 16.749.

Dicha Ley estableció el marco para el funcionamiento del mercado de valores, definiendo por primera vez la existencia de un regulador por encima de las entidades y agentes participantes en él.

Estas potestades otorgadas al regulador eran limitadas en comparación con los reguladores del sistema financiero e incluso con los reguladores del mercado de valores de otros países.

Luego de más 10 años de vigencia de esa Ley, debido a los cambios que se han producido a nivel local e internacional, se vio la necesidad de revisarla para poder continuar con el objetivo principal de velar por la transparencia, competitividad y eficiencia del mercado, y proteger adecuadamente a sus inversores.

A nivel mundial han ocurrido una serie de situaciones que han dejado en evidencia

debilidades a nivel de gobierno corporativo de las empresas participantes del mercado. Estas deficiencias fueron subsanadas internacionalmente mediante la regulación.

Por otra parte, tras la crisis del 2002 se generó una pérdida de confianza en el mercado uruguayo, lo que llevó a los inversores y a los propios intermediarios a buscar inversiones en el exterior, provocando de esta forma el detrimento del mercado local. Esto no pudo evitarse debido a las escasas potestades asignadas al regulador.

Respecto a la regulación de la información privilegiada, ésta carecía de los atributos necesarios para hacer cumplir el objetivo principal de transparencia y eficiencia del mercado. Esto condujo a deficiencias en la valuación de los valores transados, así como al tratamiento poco transparente de las inversiones, situaciones que contribuyeron a debilitar la confianza.

Estas situaciones descritas anteriormente llevaron a un cambio en la regulación del mercado de valores uruguayo. Luego de un largo proceso donde se puso a consideración la propuesta de Ley a los agentes interesados quienes emitieron su opinión, el 16 de diciembre de 2009 se publicó la Ley N° 18.627, ley que deroga la Ley N° 16.749.

El objetivo de este trabajo es analizar la nueva Ley comparándola con la Ley anterior, y explicar en la medida de lo posible los cambios. También plantearemos la situación de la regulación de los mercados de valores de otros países para poder ver en qué situación se encuentra el nuestro respecto a ellos. Y finalmente expondremos la opinión de cuatro participantes del mercado de valores acerca de la Ley actualmente vigente.

CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO DEL MERCADO DE VALORES

1. INTRODUCCIÓN

Previo al análisis de la nueva Ley de Mercado de Valores, haremos una introducción teórica de los mercados de valores y sus principales características, con el fin de entender su funcionamiento y necesidades.

2. DEFINICIÓN

Podemos definir el mercado de valores como un conjunto de instituciones y agentes financieros que negocian los distintos tipos de activos (acciones, fondos, obligaciones, etc.) a través de los instrumentos creados específicamente para ello.

El mercado de valores es una parte integral del sector financiero de un país, por ende, está ligado a dos aspectos fundamentales de la actividad económica: el ahorro y la inversión. Estos aspectos son vitales para un país porque de ellos depende el crecimiento económico.

De una forma más práctica podemos decir que es un mecanismo en el que concurren las personas y las empresas para invertir en valores que le generen eventualmente una ganancia o para captar recursos financieros de aquellos que lo tienen disponible. A quienes concurren a captar recursos se les denomina emisores y a quienes cuentan con recursos disponibles para financiar se les denomina inversores.

3. TIPOS DE MERCADOS

Existen distintas clasificaciones relativas al mercado de capitales. Según el tipo de instrumentos e instituciones, el mercado de capitales se clasifica en intermediado o bancario, y no intermediado, directo o no bancario. Mientras en el primero participan los intermediarios financieros, el segundo es de contacto directo entre oferentes y demandantes de capital.

Los mercados directos o no bancarios pueden ser formales o informales. Los mercados bancarios o intermediados son formales y las transacciones se realizan a través de una Bolsa de Valores.

Por otro lado, podemos clasificar los mercados financieros en dos grandes tipos:

primarios o de emisión, y secundarios.

Los mercados primarios o de emisión son aquellos en los que el emisor entra en contacto con el mercado para realizar la primera colocación de los títulos que se han emitido. Es decir son acciones procedentes directamente de la empresa y que normalmente se venden a través de una subasta, un concurso público o la negociación directa. Puede ser que intervengan intermediarios y no directamente la empresa emisora.

Los mercados secundarios son todos aquellos en los que se realizan operaciones no comprendidas en el mercado primario. Son aquellos en los que confluyen las fuerzas de la oferta y la demanda de valores ya existentes, previamente emitidos y ya admitidos a negociación. Se trata, por tanto, de un mercado de realización sin cuya existencia sería difícil la del mercado primario, ya que difícilmente se suscribirían emisiones de activos financieros si no existiese la posibilidad de liquidar la inversión mediante la transmisión. Proporcionan, por tanto, liquidez a las inversiones pero sin afectar directamente a la liquidez de las mismas. No suponen la existencia de nueva financiación sino el fomento de futuras operaciones financieras de nueva financiación.

Se consideran mercados secundarios de valores:

- Las bolsas de valores
- El mercado de deuda pública
- Los mercados de futuros y opciones

4. VALORES

La Ley de Mercado de Valores define los valores como *“los bienes o derechos transferibles, incorporados o no a un documento, que cumplan con los requisitos que establezcan las normas vigentes. Se incluyen en este concepto las acciones, obligaciones negociables, futuros, opciones, cuotas de fondos de inversión, títulos valores y, en general, todo derecho de crédito o inversión”*.

Además sólo las emisiones de oferta públicas se encuentran comprendidas en el alcance de la Ley.

A partir del informe emitido por la Bolsa de Valores de Montevideo en su página oficial de 11 de noviembre de 2010, se extrajo que dentro de los valores que circulan en el mercado uruguayo, que otorgan la calidad de deudor al emisor, encontramos:

- Bonos del Tesoro y Bonos Globales (títulos de deuda emitidos por el Estado, físicos al portador o escriturales).
- Letras de Tesorería (títulos de deuda escriturales emitidos por el Estado con diferentes plazos y monedas).
- Letras de Regulación Monetaria (títulos emitidos por el Banco Central del Uruguay con diferentes plazos).
- Notas del Tesoro (títulos de deuda escriturales emitidos por el Estado con diferentes plazos).
- Certificados de Depósito Bancario (escriturales transferibles y negociables en el mercado secundario).
- Obligaciones Negociables (títulos negociables, físico al portador o escriturales que pueden ser emitidos por sociedades comerciales, cooperativas y, en condiciones especiales, también por Entes Autónomos, Servicios Descentralizados del Estado y asociaciones civiles).
- Bonos Hipotecarios (en dólares).
- Valores Soberanos de Países que integran la FIAB¹ y Estados Unidos.

Dentro de los valores que otorgan derechos de participación al tenedor, encontramos:

- Acciones (títulos representativos de una cuota parte del capital de una sociedad anónima; el valor nominal se expresa en moneda nacional y son indivisibles, operando sólo en el mercado secundario).
- Certificados Escriturales (Fideicomiso, Ley N° 17.703).

Existen otros valores que en otros momentos se comercializaron en esta bolsa, así como también valores que pueden desarrollarse en un futuro. Entre estos encontramos:

- Eurobonos / Euronotas (emitidos por el Estado).
- Bonos Reajustables de Seguridad Social (utilizados como instrumentos de inversión de las AFAPs)
- Obligaciones Hipotecarias Reajustables (emitidas por el Banco Hipotecario del

¹ FIAB: Federación Iberoamericana de Bolsas

Uruguay, nominadas en U.R.)

- Acciones Preferidas (aseguran el pago de un dividendo a su tenedor).
- Derivados: i. Opciones (contratos que otorgan el derecho a comprar o vender a un precio y plazo fijados previamente, determinados valores, bienes o monedas).
ii. Futuros (contratos en los que una parte se obliga a entregar a otra un activo financiero o mercaderías en una fecha futura y determinada, a cambio de un precio entregado en el momento de celebración del contrato).
- Warrants. (Ley de Warrants N° 17.781).
- Cuotas de Fondos de Inversión: patrimonio de afectación independiente, integrado por aportes de personas físicas o jurídicas para su inversión en valores y otros activos (Ley N° 17.202).

5. MODELOS DE REGULACIÓN

En cuanto a la regulación del mercado de valores tenemos la referencia del Organismo Internacional de Comisiones de Valores ("International Organization of Securities Commissions" - IOSCO), que es actualmente el principal foro mundial en materia de cooperación entre los organismos reguladores de los mercados de valores. Esta organización tiene como objetivos:

- Desarrollar y promover unos modelos normativos de alta calidad con el fin de mantener unos mercados justos, eficaces y sólidos.
- Permitir a los organismos reguladores miembros un mejor intercambio de información sobre sus experiencias respectivas con el fin de promover el desarrollo de los mercados nacionales.
- Proporcionar asistencia a los organismos reguladores miembros en relación a la supervisión coordinada y eficaz de las operaciones internacionales de valores.
- Promover la integridad de los mercados mediante una aplicación rigurosa de las normativas internacionales y mediante su ejecución eficaz para hacer frente a los delitos.

Uno de los principales trabajos del IOSCO es "*Objetivos y Principios de la Regulación de los Mercados de Valores*". En este trabajo se plantea una serie de principios a aplicar en el modelo de regulación del mercado de valores que se desarrolle.

Podemos decir que existen dos modelos opuestos de regulación del mercado de valores: el de autorregulación y el de supervisión estatal.

Por un lado, el modelo de autorregulación supone que el funcionamiento del mercado se encuentra sujeto a la regulación que establezcan los propios agentes privados, principalmente las propias bolsas de valores.

El IOSCO al hacer referencia a la autorregulación determina que, cuando el sistema de regulación permite el uso de la autorregulación, las organizaciones de autorregulación (SRO²) que ejercen alguna responsabilidad en la supervisión directa de su respectivo ámbito de competencia, deberán estar sujetas a la supervisión del regulador y deben respetar las normas de equidad y confidencialidad en el ejercicio de las competencias y responsabilidades delegadas.

Y por otro lado, el modelo de supervisión estatal supone que la función de regulación y control de los mercados de valores sea asignada al Estado, en forma directa o a través de organismos públicos especializados.

Según el IOSCO, el modelo de regulación estatal debe cumplir con los siguientes principios:

- Las responsabilidades del regulador deben ser claras.
- El regulador debe ser independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y atribuciones.
- El regulador debe tener poderes adecuados, recursos adecuados y la capacidad para llevar a cabo sus funciones y ejercer sus poderes.
- El regulador debe adoptar procesos de reglamentación coherente y clara.
- El personal del regulador deberá observar los más altos estándares profesionales, incluyendo normas apropiadas de confidencialidad.
- El regulador debe tener o contribuir a un proceso para monitorear, mitigar y gestionar el riesgo sistémico, de acuerdo a su mandato.
- El regulador debe tener amplios poderes para la aplicación de la Ley.
- El regulador debe velar porque los conflictos de intereses y desalineamiento de

² SRO: Self-Regulatory Organizations

los incentivos sean evitados y eliminados.

En la mayoría de los países se aplica un sistema mixto de regulación, donde en algunos prevalece la supervisión estatal y en otros la autorregulación.

En el caso de Uruguay, se está siguiendo una tendencia hacia un mercado con mayor regulación estatal.

6. PRINCIPALES PARTICIPANTES

Los principales participantes en los Mercados de Valores son: los emisores, los inversionistas, los intermediarios autorizados, las Bolsas de Valores, los Agentes Corredores de Bolsa y los Reguladores.

Los emisores son las entidades gubernamentales o empresas que, cumpliendo con las disposiciones establecidas, realizan una oferta de títulos valores para obtener financiamiento.

Los inversionistas son las personas físicas o jurídicas que invierten sus recursos en la adquisición de acciones, obligaciones u otro valor para lograr rentabilidad y liquidez, así como para obtener ganancias en las transferencias de valores, en función de las alzas y las bajas de las cotizaciones.

Los intermediarios son agentes autorizados a transar con valores, sobre los que recaen exigencias de cumplimiento de normas de prudencia.

Los Agentes Corredores de Bolsa son los profesionales contratados por un miembro de la Bolsa de Valores para actuar en representación de ellos ante el comprador o vendedor de títulos valores.

Los reguladores son los establecidos por la normativa de los diferentes países.

7. BOLSA DE VALORES

Una Bolsa de Valores es una organización privada que brinda las facilidades necesarias

para que sus miembros, atendiendo los mandatos de sus clientes, introduzcan órdenes y realicen negociaciones de compraventa de valores, tales como acciones de sociedades o compañías anónimas, bonos públicos y privados, certificados, títulos de participación y una amplia variedad de instrumentos de inversión.

Dentro de las principales funciones de las Bolsas de Valores se incluyen el proporcionar a los participantes información veraz, objetiva, completa y permanente de los valores y las empresas inscritas en la Bolsa, sus emisiones y las operaciones que en ella se realicen, así como supervisar todas sus actividades, cumpliendo con las regulaciones vigentes.

Los recursos invertidos por medio de las Bolsas de Valores permiten, tanto a las empresas como a los gobiernos, financiar proyectos productivos y de desarrollo que generan empleos y riqueza para un país. Los aportantes de estos recursos reciben a cambio la oportunidad de invertir en una canasta de instrumentos que les permite diversificar su riesgo, optimizando sus rendimientos. Es importante destacar que las Bolsas de Valores son mercados complementarios al Sistema Financiero tradicional.

Los participantes en las operaciones por medio de las bolsas son básicamente los demandantes de capital (empresas, organismos públicos o privados y otras entidades), los oferentes de capital (ahorristas, inversionistas) y los intermediarios.

La negociación de valores en las bolsas se efectúa a través de sus miembros, conocidos usualmente con el nombre de corredores, sociedades de corretaje de valores, casas de bolsa, agentes o comisionistas, de acuerdo a la denominación que reciben según las leyes de cada país, quienes hacen su labor a cambio de una comisión.

En numerosos mercados, otros entes y personas también tienen acceso parcial al mercado bursátil.

Para cotizar sus valores en las Bolsas, las empresas primero deben hacer pública cierta información para que se pueda establecer de manera confiable su situación financiera.

Las bolsas de valores son reguladas, supervisadas y controladas por los Estados nacionales, aunque la gran mayoría de ellas fueron fundadas en fechas anteriores a la creación de los organismos supervisores oficiales.

De acuerdo a como operan existen tres tipos de bolsas de valores: las que operan con sistema de rueda física, las que operan con sistema de rueda electrónica y las que lo hacen con un sistema mixto.

En las bolsas de valores con sistemas de rueda física, las transacciones se realizan a viva voz, entre corredores presentes durante el período de la rueda. En los sistemas de rueda electrónica las transacciones se realizan mediante el sistema electrónico, donde los corredores se conectan desde puntos remotos, operando en forma continua. Adicionalmente, algunas bolsas de valores funcionan simultáneamente con sistemas de rueda física y electrónica.

En nuestro país, la Bolsa de Valores de Montevideo funciona con un sistema de rueda física y la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay funciona con un sistema electrónico.

8. CALIFICADORES DE RIESGO

Las calificadoras de riesgos son las entidades que emiten una opinión independiente, objetiva y técnicamente fundamentada acerca de la solvencia y seguridad de un determinado instrumento financiero emitido por alguna empresa u otra entidad.

En los casos de los instrumentos representativos de deuda, la calificación de riesgo está referida a la probabilidad de que la empresa emisora pueda cancelarlos oportunamente en las condiciones pactadas (plazos, tasa de interés, resguardos, etc.). Se está midiendo, por tanto, el riesgo de contraparte para contrastarlo con otro tipo de riesgos.

La utilidad de la calificación de riesgo es la de servir de insumo en los procesos de decisión. En el caso del inversionista, brinda un indicador simple y objetivo de evaluación del riesgo crediticio y complementa a bajo costo el propio análisis, permitiendo así determinar el premio por riesgo a exigir a una inversión. Por otro lado, el

emisor se beneficia con la posibilidad de una estructura financiera más flexible al tener mayores fuentes de recursos, y mejora la imagen de la empresa favoreciendo su posición competitiva.

9. GOBIERNO CORPORATIVO

Se trata de un concepto que apareció hace algunas décadas en los países más desarrollados del oeste de Europa, Canadá, Estados Unidos y Australia, producto de las grandes crisis y quiebras de diversas corporaciones, que pusieron en evidencia la necesidad de transformar las prácticas corporativas de los negocios. Se crea así el concepto de gobierno corporativo con el fin de normalizar el funcionamiento de los mercados, especialmente los mercados de capital, en los cuales se presentan los más grandes fraudes de la economía, por falta de información financiera transparente, confiable y de alta calidad.

Dada la globalización de los mercados surge también en Uruguay la necesidad de incorporar este concepto, como consecuencia de la necesidad que tenían los accionistas minoritarios de las empresas de conocer el estado de su inversión, es decir, qué se estaba haciendo con su dinero y qué esperar para el futuro.

Esto hizo que los accionistas mayoritarios de un negocio y sus administradores iniciaran un proceso de apertura de la información, al mismo tiempo que de profesionalización y transparencia en el manejo del negocio.

Gobierno Corporativo es el conjunto de principios y normas que regulan el diseño, integración y funcionamiento de los órganos de gobierno de la empresa, como son los tres poderes dentro de una sociedad: los Accionistas, el Directorio y la Alta Administración.

Un buen Gobierno Corporativo provee los incentivos para proteger los intereses de la compañía y los accionistas y para monitorear la creación de valor y el uso eficiente de los recursos.

Mundialmente, el mercado de valores, los fondos de pensiones, compañías de seguros,

sociedades de capital de riesgo y otros similares, forman parte importante del sistema financiero, y las necesidades de información sobre cualquier inversión han sido definitivas para que se incorporaran en las empresas las denominadas mejores prácticas corporativas.

Hoy en día es tan importante el Gobierno Corporativo como un desempeño financiero eficiente. Se dice que alrededor del 80% de los inversores pagarían más por una compañía con un buen Gobierno Corporativo, ya que este elemento le brinda una mayor seguridad a su inversión asegurando sanas prácticas corporativas. Cuanto mayor sea la transparencia y más información exista, mayor será la confianza de los inversores en el mercado. Por lo anterior el Gobierno Corporativo lejos de ser una moda, se considera un concepto necesario para la sostenibilidad y crecimiento de las empresas.

10. ESTRUCTURA DE LA LEY

La nueva Ley de Mercado de Valores se compone de ciento cincuenta y ocho artículos divididos en once Títulos. Algunos de estos títulos se subdividen a su vez en capítulos y luego en secciones.

En el Título I se hace referencia al ámbito de aplicación. En él se define y determina el alcance de oferta pública, se hace una breve introducción en lo que refiere al registro de valores y se hace hincapié en uno de los pilares de la regulación, el correcto tratamiento de la información.

El Título II establece el modelo de regulación del mercado de valores, los fines de la regulación, el órgano regulador y de fiscalización y sus correspondientes atribuciones.

El Título III introduce una de las grandes innovaciones de la nueva regulación, la creación de la Comisión de Promoción del Mercado de Valores. Se determinan sus cometidos y funciones, su composición y quién la reglamentará.

El Título IV regula específicamente lo referido a los valores y se divide en cuatro capítulos. El primero de éstos define los valores a fin de esta Ley. En el segundo capítulo se trata a los valores escriturales a través de ocho secciones, en donde se

regulan disposiciones generales, documento de emisión, registro de valores escriturales, titularidad, transmisión, derechos, certificado de legitimación, medios de almacenamiento y transmisión de datos, otras disposiciones varias, y responsabilidad - sanciones. En el tercer capítulo se hace referencia a los valores físicos. Y el capítulo cuatro contiene los artículos sobre las entidades de custodia, compensación y liquidación de valores.

El Título V regula el nuevo régimen aplicable a las obligaciones negociables y títulos de deuda. En seis capítulos establece el ámbito de aplicación, los tipos de obligaciones negociables, la emisión de obligaciones negociables, las obligaciones negociables convertibles en acciones, los representantes y las garantías.

En el Título VI se regula un nuevo tema, que se hace cada vez más fuerte a nivel mundial, que es el Gobierno Corporativo.

El Título VII denominado Mercado e Intermediarios se divide en cuatro capítulos. El primer capítulo hace referencia a las bolsas de valores y otras instituciones que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública. En el segundo se regula los intermediarios de valores. En el tercer capítulo contiene lo referido a la intervención y la liquidación administrativa de las bolsas de valores, otras instituciones que constituyan mercados de valores de oferta pública, y de los intermediarios de valores. El cuarto capítulo trata las disposiciones generales y transitorias referidas al mercado e intermediarios.

El Título VIII está destinado a otros participantes del mercado de valores que no han sido tratados con anterioridad en la Ley.

El régimen sancionatorio del mercado de valores es establecido en el Título IX. En el capítulo primero de este título se hace referencia a las facultades sancionatorias del Banco Central del Uruguay, y en el segundo se establecen las causales graves de las sanciones a los intermediarios de valores.

En el Título X se establece la regulación sobre disposiciones varias, como ser: la jurisdicción, la inversión en valores, la inversión en valores de oferta pública por otros Institutos, el aumento obligatorio, la obligación de reserva, y la caracterización de las

acciones.

Por último, en el Título XI se determinan otra de las grandes innovaciones de la nueva regulación, esto es, las nuevas disposiciones tributarias de promoción al mercado de valores.

CAPÍTULO III

ANÁLISIS COMPARATIVO CON LA ANTERIOR REGULACIÓN

1. INTRODUCCIÓN

En el presente capítulo se expone un análisis comparativo de la Ley N° 18.627 con su antecesora y por ella derogada Ley N° 16.749.

Esto implica analizar las disposiciones de la nueva ley, de ahora en adelante LMV, y compararla con la regulación anterior explicando en la medida de lo posible las razones de los cambios.

Este estudio fue realizado teniendo en cuenta que aún no se ha emitido el decreto reglamentario correspondiente a la LMV y que el BCU ha emitido una serie de circulares acerca del tema.

2. AMBITO DE APLICACIÓN

El artículo 1 de la Ley comienza estableciendo el ámbito de aplicación de la misma. Enumera quienes estarán sujetos tanto a las disposiciones de la Ley, como a la reglamentación que dicte en el futuro el Poder Ejecutivo, y normas que establezca la SSF para su ejecución en la práctica.

Quedarán sometidos a estas disposiciones:

- El mercado de valores
- Todos los agentes participantes del mercado de valores
- Bolsas de valores
- Mercados de negociación de valores de oferta pública
- Valores
- Emisores de valores de oferta pública

Esta Ley al comprender el mercado de valores y todos sus participantes es más abarcativa que la Ley anterior, la cual establecía un detalle más específico dejando fuera algunos participantes.

Sin embargo, a diferencia de la derogada Ley, la LMV no hace referencia alguna al régimen aplicable a las emisiones que realicen Entes Autónomos, Servicios Descentralizados y Corporación Nacional para el Desarrollo, ni a los valores emitidos

por el Estado y Gobiernos Departamentales.

En el siguiente artículo se define el concepto de oferta pública de valores como *“la comunicación dirigida al público en general o a ciertos sectores o a grupos específicos de éste, a efectos de adquirir, vender o canjear dichos valores.”*

Además cuando una institución realice una invitación generalizada a sus clientes para la compra de valores aunque ésta carezca de publicidad, será considerada oferta pública de valores.

La presente Ley intenta ampliar la definición de oferta pública respecto a su antecesora, puesto que no sólo menciona la posibilidad de adquirir valores sino también dispone que constituyen oferta pública las operaciones de venta o canje.

Quedan excluidas de las disposiciones de esta Ley al igual que en su predecesora, las emisiones privadas de valores. En éstas deberá constar su carácter privado, sólo se colocarán directamente a personas físicas o jurídicas determinadas, y no podrán cotizar en Bolsa ni hacer publicidad de su colocación. Además quienes realicen dichas emisiones deben aclarar que las mismas no han sido registradas por la SSF.

Es requisito ineludible para realizar oferta pública de valores, que tanto estos valores como su emisor se inscriban en el Registro de Valores que lleva la SSF. Este requisito ya estaba establecido en la Ley anterior.

Están exceptuados de tal inscripción el Gobierno Central, el Banco Central del Uruguay, los Gobiernos Departamentales, así como los valores que ellos emitan.

Respecto a la formalidad de la inscripción, la Ley establece en su artículo cuarto que *“la solicitud de inscripción de valores de oferta pública en el Registro de Valores deberá ser presentada por la entidad emisora”*. A diferencia de la anterior regulación que daba la opción de que la inscripción la realizara la entidad emisora o una Bolsa de Valores que de acuerdo a sus disposiciones la autorice de manera previa, la LMV determina que es únicamente la entidad emisora quien debe realizarla.

En cuanto a los plazos que tiene la Superintendencia de Servicios Financieros para

autorizar o rechazar la inscripción de un valor, estos no son establecidos.

Sin embargo la Ley anterior establecía que el BCU tenía un plazo de treinta días corridos a partir de la fecha de la presentación de la solicitud para autorizarla, y en el caso de que dicha solicitud hubiera sido presentada por una Bolsa de Valores el plazo era de diez días. Vencidos estos plazos se consideraba como inscripto el valor en el Registro de Valores.

En lo que refiere al aspecto sustancial de la inscripción, es decir a los requisitos que se exigirán para la misma, la LMV nada establece. Se prevé que la SSF podrá establecer requisitos diferenciales que dependerán del tipo de valor, de oferta, de inversor al cual va dirigida y de emisor de que se trate, asegurando por parte del emisor la debida información respecto de la característica de la emisión y del régimen al cual se encuentra sujeta. La posibilidad de establecer requisitos diferenciales ya se planteaba en la Ley anterior.

En el último inciso del artículo se plantea que el prospecto autorizado será el que rija la emisión y el único que podrá inscribirse en los mercados de negociación de valores de oferta pública. No se establece con claridad cuál es el contenido del acto por el cual se autoriza la inscripción de un valor, ni del prospecto en sí. Dichos aspectos deberán ser aclarados en futuras reglamentaciones.

En el artículo 5 se plantea una de las consecuencias de la oferta pública, la obligación de divulgar información por parte de los emisores de dichos valores. Esta información debe ser veraz, suficiente y oportuna, tanto en lo que refiera al emisor, a los valores o a la oferta en sí.

Como plantean Olivera García, Fodere y Sanguinetti en su obra "Ley de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables", la divulgación tiene varios fundamentos, entre los que se encuentran: evitar que entre los inversores existan desigualdades en la capacidad para acceder a la información sobre la situación del emisor y de los valores; evitar que los emisores se abstengan de proporcionar información desfavorable para ellos o divulguen falsedades; incentivar la creación de un mercado de valores eficiente, en el cual los valores incorporen en su precio de cotización toda la información que

existe en el momento sobre el emisor y los valores; conservar la confianza de los inversores en el funcionamiento del mercado.

La veracidad, suficiencia y oportunidad de la información, es uno de los factores principales para lograr un funcionamiento transparente que permita a los inversores tomar decisiones acordes con sus intereses. Además este requerimiento pone a todos los inversores en pie de igualdad evitando las ventajas injustas de unos sobre otros.

La obtención de la información necesaria de manera ágil, conlleva el crecimiento del mercado de valores. La era en la que vivimos donde la tecnología avanza a pasos agigantados, ha beneficiado la rápida divulgación al alcance de todos.

Sin embargo, existen argumentos contrarios en lo que refiere a este tema. Podemos considerar que si toda la información existente sobre la sociedad o los valores es divulgada, se desestimula la investigación. Además llevaría a que determinadas empresas abandonaran proyectos y dejaran otros sin emprender porque la divulgación les quita ventaja respecto a sus competidores.

De todas formas, este requisito de divulgación de información ya era establecido en la regulación anterior, y se vuelve a afirmar en la presente.

La reglamentación del Poder Ejecutivo y las normas que emita la Superintendencia de Servicios Financieros será donde se establecerá el contenido de la información y los requisitos para su divulgación.

El aspecto que se resalta es el motivo de esa información, que los potenciales inversores dispongan de los elementos adecuados para tomar sus decisiones.

La Ley prevé el uso incorrecto de la información. El artículo 6 define en primera instancia a qué se hace referencia cuando se habla de información privilegiada. En la Ley anterior esto no se especificaba y si bien la doctrina basándose en otras regulaciones sabía a lo que se refería, existía la posibilidad de múltiples interpretaciones.

Se establece que información privilegiada es “ *la información de un emisor o de los*

valores que emita obtenida en razón del cargo o posición, inclusive la transmitida por un cliente en relación a sus propias órdenes pendientes, que no se ha hecho pública y que de hacerse pública podría influir sensiblemente sobre la cotización de los valores emitidos o sus derivados, así como la que se tiene de las operaciones de transmisión de la titularidad a realizar por un inversionista en el mercado de valores a fin de obtener ventajas con la negociación de valores.”

Se definen a aquellos que obtuvieron información por su cargo y posición pero también a aquellos que reciben la información sin que el cargo o posición tengan incidencia. La LMV lo que busca es evitar que la obtención de información privilegiada y el uso de la misma, determine desigualdad entre los diversos agentes del mercado de valores. Este fenómeno es el que se conoce como *insider trading*.

La Ley establece que la revelación de información privilegiada antes de que la misma se divulgue en el mercado, las recomendaciones de operaciones con valores sobre los que se tiene información privilegiada, el uso indebido en beneficio propio o de terceros de la información privilegiada provocará la aplicación del régimen sancionatorio determinado en la misma Ley.

Prevé además, que quienes hayan resultado perjudicados con su actuación promuevan la correspondiente acción civil de reparación de daños y perjuicios.

No sólo serán sancionados los que hagan uso de la información privilegiada, sino que también aquellos agentes intervinientes que divulguen información falsa o tendenciosa sobre valores o emisores, con la finalidad de beneficiarse de ello. Las sanciones determinadas en la presente Ley, son independientes de las que se apliquen por la legislación penal.

3. REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Una de las razones que llevaron al cambio en la regulación del mercado de valores, es la necesidad de que haya un organismo regulador con amplias potestades que propicie un funcionamiento transparente y eficiente del mercado, con adecuada información con el fin de recuperar la confianza de sus participantes y que favorezca la promoción de

éste.

Esto es logrado a través del gran cambio que implica pasar de un mercado autorregulado que supone que el funcionamiento está sujeto a la regulación que establezcan los propios agentes privados, a un mercado regulado por el Estado a través del Banco Central del Uruguay.

Este fenómeno de la regulación se ha ido fortaleciendo con el paso de los años. Este proceso se inició con la Comunicación N° 93/61 de 31 de mayo de 1993 donde se establecían los requisitos básicos que las bolsas de valores debían cumplir; luego en la Ley N° 16.749 de 30 de mayo de 1996 se implementa una moderada supervisión estatal de todas las operaciones que impliquen oferta pública de valores; y finalmente la actual regulación que establece un modelo de regulación estatal.

Dicho proceso podemos verlo reflejado en el artículo séptimo en el que se determinan los fines de la regulación del mercado de valores estableciendo: *“Corresponde al Banco Central del Uruguay velar por la transparencia, la competitividad y el funcionamiento ordenado del mercado de valores, por la adecuada información a los inversionistas y por la reducción del riesgo sistémico”*.

Al hacer referencia a la transparencia, se está reforzando y afirmando que la ley en sí busca que los datos necesarios estén disponibles para todos, sobre operaciones realizadas, sus condiciones y todos los datos del mercado.

La competitividad apunta a que todos tengan las mismas condiciones al momento de tomar sus decisiones y actuar, que el acceso al propio mercado y a la información sea igual para todos.

El funcionamiento ordenado del mercado es donde se marca la gran diferencia con la Ley anteriormente vigente, sustituyendo al fin de velar por la autorregulación de los mercados de valores de oferta pública.

En cuanto a la adecuada información a los inversionistas, se hacía referencia en los artículos anteriores y supone que todos los inversionistas van a poseer la información

necesaria para poder tomar sus decisiones, lo que es logrado a través de un sistema de divulgación.

Y por último, se implementó un nuevo fin que consiste en reducir el riesgo sistémico, es decir, el riesgo inherente del propio mercado, que no puede subsanarse con la diversificación.

A continuación, el artículo 8 dispone que: *“A los fines previstos por la presente ley, la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay, en el ámbito de su competencia, dictará las normas a las cuales deberán ajustarse los mercados de valores y las personas físicas o jurídicas que en ellos intervengan con las características que se establecen en la presente ley para la regulación y supervisión de cada tipo de entidad”*.

Aquí se refuerza las ideas anteriores, encomendando a la SSF la emisión de normas para la regulación y supervisión de cada tipo de entidad, de los mercados de valores y de las personas físicas o jurídicas que en ellos intervengan.

En el artículo noveno se enumeran las atribuciones de la SSF para ejercer las competencias que plantea la Ley, que indudablemente son más extensas que la Ley con vigencia anterior.

Dichas atribuciones comprenden:

- a) Dictar normas tendientes a fomentar y preservar un mercado de valores competitivo, ordenado y transparente.
- b) Dictar normas que establezcan los códigos de conducta a los cuales deben someterse los agentes participantes del mercado de valores.
- c) Llevar el registro de entidades y valores autorizados para oferta pública.
- d) Establecer reglas de carácter general conforme a las cuales se precise si una oferta es pública o no.

- e) Reglamentar las operaciones de toma de control de sociedades abiertas a efectos de preservar la transparencia del mercado y la protección de los inversores. A tales efectos, podrá fijar las condiciones en las cuales se vuelve obligatoria la oferta pública de adquisición de acciones.
- f) Requerir a los mercados de valores y a las personas físicas o jurídicas que intervengan en el mismo con las características que establece la Ley, que brinden información con la periodicidad y bajo las formas que la Superintendencia juzgue necesarias, así como la exhibición de registros y documentos. Para ejercer tales cometidos no le será oponible el secreto profesional.
- g) Requerir de las personas físicas o jurídicas no incluidas en la atribución anterior, que brinden información de igual forma que los anteriores, en ocasión de la realización de investigaciones e inspecciones vinculadas a asuntos del mercado de valores. De igual forma no le será oponible el secreto profesional.
- h) Aprobar la creación de instituciones privadas que constituyan nuevos mercados de negociación de valores de oferta pública y sus requisitos de funcionamiento.
- i) Dictar normas que establezcan el capital mínimo y la relación de activos a patrimonio para las personas físicas y jurídicas intervinientes en la oferta pública de valores
- j) Dictar las normas contables y de valoración de activos aplicables a los agentes sometidos a su vigilancia.
- k) Dictar las normas para la gestión de riesgos dirigidas a los agentes sometidos a su vigilancia.
- l) Sancionar a quienes infrinjan las normas de la manera establecida en la Ley, con excepción de aquellos que constituyen competencia atribuida al Directorio del Banco Central del Uruguay.

- m) Participar en organismos internacionales en la materia de su competencia y celebrar convenios con dichos organismos, así como con entidades reguladoras de mercados de valores en otros países.

- n) Intercambiar información relevante con los anteriormente mencionados, para la investigación de infracciones o delitos cometidos en los mercados de valores. Con la misma finalidad podrán suscribir memorandos de entendimiento. Para este efecto sólo se podrá suministrar información protegida por normas de confidencialidad si se cumplen los siguientes requisitos: la información a brindarse deberá ser utilizada por el organismo requirente al solo y específico objeto de analizar o sancionar los hechos constitutivos de las infracciones o delitos; y respecto a la información y documentación que reciban tanto el organismo requirente como sus funcionarios, deberán estar sometidos a las mismas obligaciones de secreto profesional que rigen para el BCU y sus funcionarios.

Se establece que los convenios y memorandos que la Superintendencia celebre en ejercicio de su competencia, deberán ser aprobados por el Directorio del BCU para poder entrar en vigor.

Del anterior detalle de atribuciones, sólo eran establecidos por la Ley N° 16.749 los literales a), c), f), l) y m). Por lo que la imposición de nuevas atribuciones es una característica diferencial del nuevo modelo de regulación que impone esta Ley.

4. COMISIÓN DE PROMOCIÓN DEL MERCADO DE VALORES

La creación de una Comisión de Promoción del Mercado de Valores es una nueva incorporación de la Ley N° 18.627. La creación, los cometidos y las funciones de dicha Comisión son establecidos en el artículo diez de la misma.

El cometido de esta Comisión es la promoción del desarrollo del mercado de valores y para cumplir con el mismo se le asigna tres funciones. La primera de ellas hace referencia al asesoramiento al Poder Ejecutivo en lo relacionado a la promoción y el desarrollo del mercado de valores, y para cumplir con esta función podrá asesorar al

Poder Ejecutivo en los proyectos regulatorios. La segunda función es promover y realizar estudios e investigaciones sobre el mercado de valores promoviendo iniciativas ante el Poder Ejecutivo y los demás agentes intervinientes en el mismo, para impulsar su funcionamiento y desarrollo. Y por último, se le asigna la función de promoción y propuestas de políticas y acciones públicas en la materia de su competencia.

La organización de esta comisión está determinada en el artículo 11. La Comisión estará integrada por:

- un representante designado por el Poder Ejecutivo;
- dos representantes de las bolsas de valores y demás instituciones existentes que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública;
- un representante de los emisores de oferta pública; y
- dos representantes de las administradoras de fondos de ahorro previsional

Con exclusión del representante designado por el Poder Ejecutivo, el resto será elegido por el Poder Ejecutivo de entre una lista que cada una de las citadas instituciones y grupos de agentes del mercado presentará a estos efectos.

Dicha comisión será presidida por el representante del Poder Ejecutivo.

Respecto a la reglamentación de la forma y oportunidad de propuesta y elección de representantes, así como de la manera de funcionar de la Comisión de Promoción del Mercado de Valores, se deja en manos del Poder Ejecutivo.

5. VALORES

5.1. DEFINICIÓN

La introducción en el título cuarto de valores hace a la definición de los mismos, planteando al igual que la Ley anterior que: *“Se entenderá por valores, a los efectos de la presente ley, los bienes o derechos transferibles, incorporados o no a un documento, que cumplan con los requisitos que establezcan las normas vigentes. Se incluyen en este concepto las acciones, obligaciones negociables, mercado de futuros, opciones,*

cuotas de fondos de inversión, títulos valores y, en general, todo derecho de crédito o inversión.”

En el contenido de este título se regula con un grado de detalle mayor que la anterior Ley, a los valores escriturales y a los valores físicos.

5.2. VALORES ESCRITURALES

5.2.1. DISPOSICIONES GENERALES

En lo que refiere a los valores escriturales, se definen como aquellos que se emiten en serie y se encuentran representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta que cumplan con los requisitos que se establezcan en la ley y en la reglamentación del Poder Ejecutivo.

Esta forma de valores son producto de un proceso de desmaterialización de los títulos valores que viene avanzando con ayuda de la tecnología. De esta manera se está logrando un manejo de mayor sencillez y comodidad que las técnicas anteriores no lograban. Se busca incentivar el uso de valores escriturales para mayor seguridad a los inversionistas y menores costos.

En cuanto a las anotaciones en cuenta, éstas serán efectuadas por la entidad registrante en un Registro de Valores Escriturales que podrá ser en medios electrónicos u otros, pero siempre respetando las condiciones que se establezcan en la reglamentación.

Con respecto a la creación de éstos, en el artículo 15 se establece que se requiere que el emisor otorgue un documento de emisión y que se inscriban los valores en el Registro de Valores Escriturales. A partir de dicha inscripción se anotarán en las cuentas de los titulares los valores que se hayan emitido.

Los derechos sobre los valores escriturales se podrán constituir, modificar, transmitir y extinguir sólo mediante la registración en la cuenta del titular en el correspondiente registro que lleve la entidad registrante.

Como se puede apreciar, se siguen recogiendo los mismos principios generales que facilitan la circulación, sustituyendo los documentos por anotaciones en cuenta.

En el artículo 17 se quieren cubrir todos aquellos vacíos que deje la Ley en relación a los valores escriturales, planteando que todo lo no previsto por las normas contenidas en la Ley, se regirá por los principios y normas que rigen los títulos valores.

En cuanto a la relaciones de consumo, se establece las relaciones de los inversores con los intermediarios, bolsas de valores, otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y las entidades registrantes, están reguladas por la Ley N° 17.250 de 11 de agosto de 2000. Esta disposición deja en claro que no es cometido de la presente Ley regular ese aspecto.

Al momento de analizar la obligatoriedad, la Ley hace una distinción entre los de oferta pública y privada. Los primeros deberán ser mediante anotaciones en cuenta, y los segundos tienen la opción de hacerlo por medio de anotaciones en cuenta o títulos, no pudiéndose efectuar emisiones que revistan el carácter de escriturales y físicos en forma simultánea.

Respecto a la convertibilidad se plantea que la forma de representación tendrá carácter de irreversible en cada emisión, aplicándose a la totalidad de los valores que la integran.

Aquellos valores escriturales que sean “de una misma emisión, emitidos por una misma entidad, que tengan las mismas características de acuerdo a lo que establezca la reglamentación, podrán operar como fungibles, sin perjuicio de su identificación, especificación o desglose, cuando ello sea necesario o conveniente para el ejercicio de derechos sobre los mismos.”

Al decir que ciertos valores podrán operar como fungibles, hace referencia a su individualización por su género y no por su especie, permitiendo la sustitución entre valores escriturales de idénticas características.

5.2.2. DOCUMENTO DE EMISIÓN

La LMV en su artículo 21 establece el contenido y la forma que debe tener el documento de emisión:

- a) Deberá constar la entidad registrante y las características y condiciones de los valores a emitir que establezca la reglamentación, sin perjuicio de las especificidades que otras leyes establezcan sobre determinados valores.
- b) Se otorgará en escritura pública o documento privado con firma certificada por escribano público y se protocolizará.

Se prevé que la reglamentación establezca las condiciones de registración, pero aún no ha sido realizada.

Posteriormente en el artículo 22, haciendo reflejo del objetivo de igualdad de condiciones para los inversionistas, buscando que las minorías encuentren un lugar en el mercado así como la transparencia, se determina la exhibición de los documentos de emisión registrados.

Son las entidades habilitadas, es decir aquellas que cumplen con las condiciones que establezca la reglamentación y a las cuales se les haya atribuido el registro de los valores escriturales, las que deben realizar la exhibición de los documentos de emisión registrados que tanto los titulares de los valores y demás interesados así como el público en general tienen derecho a obtener.

Reafirmando la idea de publicidad, en el último párrafo del artículo 22 se establece que: *“El emisor, la entidad registrante y la Superintendencia de Servicios Financieros cuando corresponda, deberán tener en todo momento los documentos de emisión registrados para su exhibición a disposición de cualquier interesado o del público en general.”*

5.2.3. REGISTRO DE VALORES ESCRITURALES

En la tercera sección del capítulo sobre valores escriturales se determina lo referido al registro de estos valores.

Se entiende por entidad registrante a aquella que llevará las anotaciones en cuenta de los valores escriturales, utilizando para la anotación los códigos reconocidos internacionalmente. La utilización de esta clase de códigos es una de las características del fenómeno de globalización e internacionalización de los mercados de valores que está adquiriendo fuerza en los últimos años. La búsqueda por abrir nuestros mercados al exterior para promocionarlo y hacerlo crecer.

El registro en cuestión será llevado a cabo por una única entidad por emisión, pudiendo ser habilitadas aquellas entidades que cumplan con las condiciones que establezca la reglamentación, la que aún no ha sido emitida.

En la anterior regulación se establecía que el registro de valores era atribuido a una única entidad por emisión y se presentaban algunos ejemplos acerca de quienes podían ser.

En el párrafo tercero del artículo 24, se determina que para el caso particular de valores emitidos por el Estado y regidos por ley nacional, el Registro de Valores Escriturales está a cargo del BCU.

La forma de llevar a cabo *“actos que afecten, constituyan, reconozcan, modifiquen, declaren o extingan el dominio, el usufructo y demás derechos reales o personales sobre valores escriturales”*, es mediante registraciones en la cuenta del titular en el Registro de Valores Escriturales correspondiente.

Los efectos de estos actos serán entre las partes y serán oponibles a terceros desde el momento en que se inscribe.

Los principios de protección del interés de los inversores y de la confidencialidad de las inversiones son los que rigen en la organización y funcionamiento de los Registros de Valores Escriturales, sistemas de identificación y control de los valores escriturales, las relaciones y comunicaciones de las entidades registrantes con los emisores, bolsas de valores, otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública, intermediarios de valores e inversores. Se deberá prestar especial atención al principio de prioridad de la inscripción y de tracto sucesivo.

El principio de prioridad de la inscripción implica dar preferencia entre dos o más títulos contradictorios, al acto o negocio jurídico que primero ingrese al registro. Existen dos tipos de preferencias: preferencia excluyente o prioridad de rango a aquel que aunque otorgado con fecha anterior, ingrese con posterioridad.

Respecto al principio de tracto sucesivo, implica que el titular que hoy transmite, modifica o extingue un derecho, podrá inscribir siempre que exista en forma inmediata anterior la inscripción que lo acredita como titular.

Todos los registros deben poder ser identificados de forma individual a cada emisión, estableciéndose en los artículos 27 y 28 la forma en que los intermediarios de valores deben efectuar las anotaciones en el registro de las entidades registrantes a nombre propio, cuando se trate de valores propios o por cuenta y orden de los inversionistas.

En los mismos se determina que los intermediarios deberán llevar un registro completo, claro y preciso de los valores por ellos inscriptos en el registro de las entidades registrantes. Para lograr esto se debe codificar cada una de las registraciones por cuenta y orden de los titulares reales, de manera tal de poder individualizarlas plena y completamente.

Se plantea que los requisitos y principios que regirán dichos registros serán los establecidos por las leyes, decretos y normas de la SSF para los registros llevados por las entidades registrantes.

Encontramos que para las Bolsas de Valores, el artículo 90 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores modificado por la Circular N° 2056 de 26 de febrero de 2010, establece en su literal d) lo siguiente:

Artículo 90 (Registros exigidos).

.....

- d) *Registro de operaciones. Las bolsas deberán registrar diariamente la hora exacta de cada operación realizada, haciendo constar –además- los datos identificatorios de las mismas, especificando: tipo de valores negociados,*

corredores intervinientes, monto y número de cada operación, de modo de asegurar la identificación de todas las operaciones.”

Por otro lado, el artículo 125 de la precitada Recopilación establece el deber de los intermediarios de valores de llevar un Registro de Operaciones, un Registro de Clientes y un Registro de Órdenes de Clientes, de acuerdo a lo que establezca la SSF.

La posibilidad de realizar rectificaciones en las inscripciones por parte de las entidades registrantes son únicamente cuando son inexactas en virtud de resolución judicial o cuando se producen errores puramente materiales que resulten del propio registro o de la mera confrontación con el documento por el cual se practicó la inscripción. Esta es una forma de evitar maniobras oscuras, y así proteger la transparencia buscada en el mercado.

Se le asigna la responsabilidad por la omisión de realizar las correspondientes inscripciones, por las inexactitudes, errores y retrasos, frente a los perjudicados, a las entidades registrantes incluidos los intermediarios cuando corresponda. Se plantea como excepción el caso en el que el perjudicado haya actuado con dolo o culpa.

Respecto a la inobservancia de las normas de organización y funcionamiento de los registros y de los sistemas de identificación y control de los valores, las entidades registrantes y/o los intermediarios de valores son los civilmente responsables frente a los perjudicados.

Estas responsabilidades son sin perjuicio de las sanciones penales o administrativas que también corresponda aplicar.

Es la Superintendencia de Servicios Financieros a quien corresponde fiscalizar el cumplimiento de las obligaciones por las entidades registrantes y por los intermediarios, así como el cumplimiento y mantenimiento de los estándares técnicos y de organización de los registros.

Unos de los principios que deben cumplir las entidades registrantes, es el de contrapartida. Es decir, la suma de todos los montos de los titulares inscritos en el

Registro de Valores Escriturales por cada emisión, debe ser igual al monto circulante de la misma. Por lo que deben contar con un sistema de registraciones que garantice a los inversores el cumplimiento de dicho principio.

Resulta imprescindible para proteger a los titulares y demás interesados, que los emisores, las entidades registrantes e intermediarios de valores cuenten con un sistema de registración de valores que operen como fungibles.

Se establece en el artículo 33 que compete a las entidades registrantes, *“además de practicar las inscripciones de la emisión, de la titularidad de los valores y de los actos que los afecten, podrán brindar los servicios de administración de dichos valores, entendiéndose por ello el cobro de dividendos, intereses o amortizaciones, según corresponda, y el pago a sus titulares”*, ampliando así su campo de accionar.

5.2.4. TITULARIDAD, TRANSMISIÓN, DERECHOS

La legítima titularidad de los valores será de aquel que figure en el Registro de Valores Escriturales, o en el caso de que haya sido una inscripción a través de intermediarios de valores por cuenta y orden de terceros, será el que figure como titular en el registro respectivo del intermediario. En la anterior regulación, se planteaba que los registros contables de la institución registrante cumplían una función legitimante frente al emisor.

El artículo 35 plantea la exoneración de responsabilidad de la entidad emisora respecto a la titularidad, cuando está cumpliendo de buena fe la prestación a favor del titular inscripto y resulte que éste no es el titular real del valor.

La transmisión de valores escriturales se realiza por transferencia contable. La transmisión del título a favor del adquirente se verifica a través de la inscripción en el Registro de Valores Escriturales, produciendo los mismos efectos que la tradición de títulos.

Se dispone que la transmisión *“surtirá efectos entre las partes y frente a terceros desde el momento que se haya practicado la inscripción en la cuenta respectiva del Registro de Valores Escriturales”*.

El emisor sólo podrá oponer, frente al titular de buena fe de los valores escriturales, las excepciones que hubiere podido esgrimir en el caso que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos y aquellas que derivan del documento de emisión.”

La LMV no resuelve el problema de que existan dos registros para el mismo valor escritural: el primero llevado por la entidad registrante y el segundo llevado por el propio emisor. En estos casos puede ser que hayan dos registros a nombre de personas diferentes. Parecería que se plantean dos situaciones excluyentes, por lo que debería existir una solución. Olivera García, Fodere y Sanguinetti³ plantean que se debería aplicar el principio de derogación, en donde la norma posterior en el tiempo deroga a la contradictoria anterior.

Una de las posibilidades que puede ocurrir respecto a la titularidad, es la copropiedad de los derechos sobre los valores escriturales. En estos casos se deberá designar un representante común para ejercer los derechos. En el caso de no ser así, cualquier cotitular puede solicitar judicialmente un representante común y para esto se aplicarán los artículos 346 y 347 del Código General del Proceso. Éstos plantean los procedimientos a llevar a cabo en procesos extraordinarios y cuáles serían los recursos.

Los valores escriturales pueden transmitirse por diferentes razones, como ser a título oneroso o gratuito en dación de pago, la permuta, el fidecomiso, por ejecución forzada, etc. Estas transmisiones no tendrán ningún efecto hasta que no se realice la inscripción en el Registro de Valores Escriturales.

Para proceder a la inscripción, los nuevos titulares deben presentar ante el registro el documento público o privado que acredite su derecho como nuevo titular.

En el caso particular de transmisión por causa de muerte, la entidad registrante anotará a los sucesores quienes deberán acreditar su calidad de herederos.

Asimismo, se establece que la forma de constituir, modificar y extinguir derechos personales, gravámenes, prendas u otros derechos reales, es a través de la inscripción

³ “Ley de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables”, de Ricardo Olivera García, Alberto J. Foderé, y Eduardo M. Sanguinetti. Mayo 1996.

en la cuenta del titular en el correspondiente registro. De la misma forma se puede llevar a cabo la prohibición de innovar, anotación de la litis, embargos u otras medidas cautelares sobre los valores escriturales.

Son los intermediarios de valores los que tienen la obligación de informar a la entidad registrante lo que corresponda para la efectivización.

Se determina una serie de casos que serán prioritarios respecto a inscripciones ulteriores, éstos son: la inscripción de prendas, prohibición de innovar, anotación de la litis, embargos u otras medidas cautelares sobre valores escriturales. Estos casos serán oponibles frente a terceros del gravamen o medidas inscriptas.

El deber de informar los actos registrados a los respectivos inversores, a las bolsas de valores, a otras instituciones privadas que constituyan mercado de negociación de valores de oferta pública y a los intermediarios de valores que intervengan en su comercialización, es de las entidades registrantes.

En la ley anterior se planteaba que únicamente la constitución de derechos reales u otra clase de gravámenes debía inscribirse en la cuenta correspondiente, por lo que la nueva ley hace una enumeración más detallada y explícita.

5.2.5. CERTIFICADO DE LEGITIMACIÓN

En el artículo 41 se establece cómo certificar los derechos emergentes sobre los valores escriturales y dispone que: *“La legitimación para el ejercicio de los derechos emergentes de los valores escriturales podrá acreditarse mediante certificados que serán expedidos a tales efectos por la entidad registrante y, además, por los respectivos intermediarios de valores en el caso de valores inscriptos por estos”*.

Los certificados de legitimación son meramente para legitimar los derechos respectivos y no son negociables, por lo que todo acto que tenga por objeto otra cosa que la legitimación, será nulo.

Se está a la espera de la reglamentación de la ley para que se establezca cuales son

los plazos, el contenido y las demás condiciones de emisión de valores.

Quienes pueden solicitar la expedición de los certificados de legitimación son: los titulares de los derechos sobre los valores escriturales, o sus representantes legales, voluntarios o estatutarios.

Sólo se podrá expedir más de un certificado de legitimación para los mismos valores y para ejercer los mismos derechos, en caso de pérdida, destrucción o sustracción probada por los procedimientos que fije la reglamentación.

Los valores sobre los que se hayan expedido certificados de legitimación quedarán inmovilizados por el plazo de la vigencia del mismo.

Las entidades registrantes y los intermediarios de valores no podrán realizar inscripciones hasta que el titular no haya restituido los certificados expedidos a su favor, salvo que las transmisiones sean por ejecución forzada o que el certificado haya quedado privado de valor.

La devolución de los mismos se encuentra regulada en el artículo 42, en el cual se dispone que el usufructuario, acreedor prendario o titular de gravámenes u otros derechos, deberá restituir el certificado de legitimación que tenga expedido a su favor, dentro del día hábil siguiente en que le sea notificada la transmisión de valores. Después de dicho plazo, los referidos certificados caducarán.

Sin perjuicio de lo anterior, luego de devuelto podrá solicitar y obtener la expedición de un nuevo certificado.

Existen tres razones que provocan que los certificados caduquen:

- Por el vencimiento del plazo de su vigencia o por el referido en las causales establecidas en la respectiva reglamentación.
- Por la transmisión de valores operada por la ejecución forzada.
- Por la modificación del titular, cuando ésta haya sido ordenada por sentencia judicial ejecutoriada.

5.2.6. MEDIOS DE ALMACENAMIENTO Y TRANSMISIÓN DE DATOS

Este es un tema que no había sido regulado anteriormente pero dados los cambios tecnológicos, la LMV lo incorpora.

Los medios electrónicos y magnéticos son los que pueden utilizar las entidades registrantes y los intermediarios de valores para organizar los registros, archivos y demás documentos necesarios para el cumplimiento de sus funciones así como para recibir y enviar información de todos los sujetos participantes en el mercado de valores. De todas formas se da la posibilidad de que el BCU autorice otros.

En cuanto a sistemas de seguridad deberán contar con sistemas adecuados para prevenir y cubrir los riesgos operativos que de ellos dependan. También tendrán que tener, para una inmediata recuperación de su capacidad operativa, planes de contingencia para los casos en que fuesen afectados.

Los registros se deben organizar con sistemas tecnológico, informático, electrónico o de cualquier naturaleza que cumplan con las condiciones de:

- Seguridad, frente a cualquier contingencia o riesgo que éstos no sean afectados.
- Disponibilidad, que se pueda acceder a ellos en todo momento.
- Auditabilidad, o sea que permita identificar y rastrear las operaciones llevadas a cabo por el usuario dentro de un sistema
- Integridad, es decir que se garantice la exactitud de la información frente a la alteración, pérdida o destrucción, ya sea de forma accidental o fraudulenta.

Para cumplir con estas condiciones tendrán que cumplir con los requisitos mínimos que establezca la reglamentación.

Todo registro relativo a valores escriturales en medio magnético, que provenga de emisiones públicas o privadas de oferta pública o privada, y que se encuentre debidamente autenticada, constituye documentación auténtica, por lo que será válida y admisible como medio de prueba haciendo plena fe a todos efectos. Esto es así de acuerdo a la Ley N° 18.600 de 21 de setiembre de 2009 que en su artículo cuarto

establece que *“los documentos electrónicos satisfacen el requerimiento de escritura y tendrán el mismo valor y efectos jurídicos que los documentos escritos, salvo las excepciones legalmente consagradas.*

El que voluntariamente transmitiere un texto del que resulte un documento infiel, adultere o destruya un documento electrónico, incurrirá en los delitos previstos por los artículos 236 a 245 del Código Penal, según corresponda.”

Para que los documentos en medios electrónicos relacionados con valores escriturales se consideren debidamente autenticados, deberán estar validados por una o más firmas electrónicas o digitales mediante códigos u otras técnicas seguras, de conformidad con el artículo 6º de la ley anteriormente mencionada que establece:

“Artículo 6º. (Efectos legales de la firma electrónica avanzada).- La firma electrónica avanzada tendrá idéntica validez y eficacia que la firma autógrafa consignada en documento público o en documento privado con firmas certificadas, siempre que esté debidamente autenticada por claves u otros procedimientos seguros que:

a) garanticen que la firma electrónica avanzada se corresponde con el certificado reconocido emitido por un prestador de servicios de certificación acreditado, que lo asocia con la identificación del signatario;

b) aseguren que la firma electrónica avanzada se corresponde con el documento respectivo y que el mismo no fue alterado ni pueda ser repudiado; y

c) garanticen que la firma electrónica avanzada ha sido creada usando medios que el signatario mantiene bajo su exclusivo control y durante la vigencia del certificado reconocido.

El documento electrónico suscrito con firma electrónica avanzada tendrá idéntico valor probatorio al documento público o al documento privado con firmas certificadas en soporte papel. El documento electrónico no hará fe respecto de su fecha, a menos que ésta conste a través de un fechado electrónico otorgado por un prestador de servicios de certificación acreditado.”

El artículo 49 de la LMV extiende el requisito de certificación electrónica anteriormente descrito a todos los registros electrónicos de valores escriturales de emisores públicos o privados, de oferta pública o privada.

5.2.7. OTRAS DISPOSICIONES

En la presente sección se disponen diversos puntos.

En primer lugar, respecto al derecho de voto que confieren a sus titulares determinados valores se establece que será ejercido directamente por éstos o por las personas que designen a tales efectos, mediante documento escrito con firma notarialmente certificada.

Luego, se establece que la entidad que lleva el Registro de los Valores Escriturales debe entregar al suscriptor de dichos valores comprobantes de la apertura de cuenta y de todos los movimientos inscriptos. El titular podrá exigir que se le entreguen constancias de los saldos, estados de cuenta, y detalle de los movimientos efectuados.

Asimismo, los intermediarios deberán entregar a los inversores copia del documento de emisión y comprobantes o constancias, que a efectos de la ley son expresiones equivalentes, de todas las operaciones realizadas por su cuenta.

Las constancias emitidas por la entidad registrante podrán ser utilizadas como título ejecutivo ante cualquier clase de incumplimiento. Título ejecutivo o suficiente es aquel documento al cual la ley le atribuye la suficiencia necesaria para exigir el cumplimiento forzado de una obligación que consta en él. Podrá reclamar el pago de toda la cantidad líquida y exigible que corresponda a cualquier título, y también ejecutar toda clase de garantías otorgadas.

En el caso de que el registro del titular sea llevado por el intermediario, el título se conformará con la constancia expedida por el intermediario a nombre del titular y la que la entidad registrante expida a nombre del intermediario en relación a la inversión realizada por cuenta y orden del cliente.

Para reclamar la propiedad de un valor escritural se debe proceder de acuerdo al artículo 364 del Código General del Proceso respecto al procedimiento de entrega de la cosa.

Se dispone en el artículo 53 de la LMV que *“los valores escriturales integran el patrimonio de sus titulares legítimos.”* Para esto las entidades registrantes deberán contar con sistemas adecuados de identificación y separación de los valores de los

diferentes inversores o titulares, y los intermediarios deberán además, tener adecuados sistemas que los permitan separar de los valores de su propiedad.

Los inversores hacen entregas para adquirir valores, dichas entregas seguirán perteneciendo a su patrimonio mientras no se realiza la inscripción en la entidad registrante, de acuerdo con las instrucciones dadas por el inversor.

Finalizando con esta sección de otras disposiciones, se establece el deber del secreto profesional. Se determina que las entidades registrantes y los intermediarios de los valores tienen la obligación de guardar secreto profesional en los términos del art. 25 de la Ley N° 15.322 de 17 de setiembre de 1982.

También será deber de guardar secreto profesional por aquellas personas que participen en la dirección, gestión, control o auditoría de la entidad registrante del emisor o de los intermediarios de valores intervinientes. Así como también por toda persona empleada o contratada por cualquiera de los sujetos de derecho y que tenga conocimiento en el marco de su actividad profesional de informaciones relacionadas con los valores escriturales y sus titulares.

En ninguno de los casos de obligación de secreto profesional, éste no será oponible al BCU.

5.2.8. RESPONSABILIDAD – SANCIONES

En el artículo 56 se establece que los siguientes agentes serán responsables por el funcionamiento seguro, continuo y confiable de la operativa con valores escriturales que cada uno realice y, en especial, por la conservación e inviolabilidad del Registro de Valores Escriturales bajo su responsabilidad: los emisores, las entidades registrantes, las bolsas de valores, otras instituciones privadas que constituyan mercado de valores de oferta pública, y los intermediarios de valores. Esto es sin perjuicio del régimen de responsabilidad y sanciones que se establece en la presente Ley y en las normas que dicte la SSF.

5.3.DE LOS VALORES FÍSICOS

Los valores físicos en la normativa precedente eran meramente nombrados en su artículo 7.

La LMV establece que estos son valores donde los derechos que otorgan se encuentran asentados en un documento que tiene la propiedad de ser físico.

Los intermediarios de valores pueden custodiar esta clase de bienes, para lo cual deberán librar constancia al cliente de la constitución de la custodia, identificando el cliente y el valor.

En cuanto al resto de los aspectos, en el párrafo segundo del artículo 58 se establece que se debe regir por lo dispuesto para los valores escriturales.

5.4.DE LAS ENTIDADES DE CUSTODIA, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

Otro aspecto nuevo que se regula para poder llevar a cabo con éxito el nuevo modelo de mercado de valores implementado por la Ley analizada, esto es de regulación estatal del mercado, es la regulación de las entidades que prestan servicios de custodia, compensación y liquidación de valores.

Estas entidades requerirán autorización para operar y estarán sujetas al control del Banco Central del Uruguay, quien determinará requisitos para su funcionamiento.

Las funciones que podrán realizar son:

- Custodiar y conservar los depósitos de valores físicos que reciban, hasta su restitución. A tales efectos, dichos valores se consideran fungibles.
- Llevar a nombre de los emisores los registros de los valores y los libros de accionistas, y efectuar el registro de transferencias.
- Realizar la liquidación y compensación de los valores depositados que se negocien en bolsa y en el mercado extrabursátil.

- Administrar los cobros y pagos de intereses, dividendos y reajustes y amortizaciones de los valores que se encuentran custodiados.
- Extender las certificaciones que le soliciten. En caso que las leyes o reglamentos exijan títulos, bastará el certificado del depósito centralizado de compensación y liquidación de valores.

Así como se determinan las funciones, para evitar conflictos y otorgar confianza a los agentes intervinientes en el mercado de valores, se establecen tres prohibiciones:

- Ejercer algún derecho sobre los valores registrados en estas entidades y disponer de dichos valores.
- Efectuar transferencias encomendadas por personas no habilitadas a actuar en su ámbito, con las excepciones que determine el BCU.
- Proporcionar información sobre cualquier clase de datos que aparezcan en sus registros, salvo que sea por autorización expresa y por escrito del interesado o por resolución fundada de la Justicia Penal o de la Justicia competente si estuviera en juego una obligación alimentaria y en todos los casos, sujeto a las responsabilidades más estrictas por los perjuicios emergentes de la falta de fundamento de la solicitud. También quedan excluidos de esta prohibición los emisores de valores respecto a los valores por ellos emitidos, los intermediarios de valores respecto a los valores por ellos entregados, y el BCU.

En lo que refiere a las normas para los procesos de compensaciones y liquidaciones de los valores depositados, será el BCU el encargado de dictarlas, pudiendo prever la existencia de la compensación multilateral a efectos que los procesos de liquidación se realicen sobre una base neta.

6. OBLIGACIONES NEGOCIABLES Y TÍTULOS DE DEUDA

La LMV dedica su Título V a la regulación de las obligaciones negociables y títulos de deuda.

La normativa anterior (Ley N° 16.749) ya se había ocupado de reglamentar este tema, sustituyendo la regulación en esta materia establecida por la Ley N° 16.060 de 4 de setiembre de 1989 aplicable a las sociedades anónimas.

La Ley N° 16.060 recogía los mismos principios y soluciones que contenía el régimen argentino, consagrado por la Ley N° 19.550 de 1972, régimen inoperante en la práctica del país vecino debido a múltiples deficiencias.

Dado que se fundó en un modelo deficiente, la normativa en materia de obligaciones negociables resultó sumamente reglamentarista y restrictiva de la autonomía de los particulares. Tal es así que solamente preveía la emisión de obligaciones negociables por parte de sociedades anónimas, limitaba la emisión al 50% del capital integrado más reservas, obligaba a contar con un fiduciario con amplias facultades de control, fijaba un complejo procedimiento de aprobación y registro de la emisión ante los poderes públicos, y establecía un ineficiente mecanismo de funcionamiento colectivo de los obligacionistas mediante asambleas.

Por estos motivos, se optó por derogar la mayor parte de los artículos de la mencionada ley referidos a las obligaciones negociables y se impulsó la redacción de una nueva regulación sobre el tema, que se plasmaría en la Ley N° 16.749, logrando flexibilizar el régimen de las obligaciones negociables y dinamizando la utilización de este instrumento en Uruguay. Estas características se reafirman en la Ley N° 18.627 objeto del presente análisis.⁴

Si bien la LMV no establece una definición de obligaciones negociables, es conveniente analizar el concepto brindado por las normas precedentes así como la opinión de la doctrina, para luego pasar al análisis del articulado de la Ley.

El artículo 434 de la Ley N° 16.060 (que continúa vigente) dispone que *“las sociedades anónimas podrán crear obligaciones negociables que conferirán a sus titulares los derechos de crédito que resulten de su tenor literal y del acto de creación”*.

Podemos definir las obligaciones negociables como títulos negociables, emitidos en serie, los cuales documentan un préstamo o empréstito contraído por la sociedad emisora.

⁴ “Ley de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables”, de Ricardo Olivera García, Alberto J. Foderé, y Eduardo M. Sanguinetti. Mayo 1996.

Del análisis de esta definición podemos extraer algunas conclusiones. En primer lugar, se atribuye a las obligaciones negociables la calidad de títulos valores. Se produce entonces, la incorporación de un documento del derecho literal y autónomo de su tenedor.

Por otra parte se establece en la definición anterior, la vinculación recíproca de las obligaciones negociables con un único negocio crediticio. El negocio se encuentra sujeto no solamente a las normas generales de los títulos valores, sino también a las normas particulares del tipo de negocio que se documenta.

6.1. ÁMBITO DE APLICACIÓN

El primer artículo de este Título menciona las entidades que quedarán comprendidas en este régimen:

- Sociedades comerciales nacionales o extranjeras
- Cooperativas
- Entes Autónomos y Servicios Descentralizados del dominio industrial y comercial del Estado
- Personas públicas no estatales con actividad industrial o comercial

Las entidades señaladas anteriormente podrán emitir obligaciones negociables de conformidad con las disposiciones de esta ley.

A diferencia de la normativa anterior, no quedan comprendidas en el presente régimen las asociaciones civiles.

La norma hace especial referencia a las emisiones de las entidades mencionadas en los dos últimos puntos, disponiendo que deberán ser autorizadas por el Poder Ejecutivo con informe previo del Banco Central del Uruguay.

Si bien este requisito también era exigido por la norma precedente, la presente ley es menos restrictiva en este aspecto pues no define cuál debe ser el propósito de la

emisión por parte de estas dos clases de entidades. En el régimen anterior limitaban sus emisiones a aquellas que tuvieran el objetivo de financiar proyectos de inversión.

Adicionalmente, el decreto reglamentario de la Ley N° 16.749 restringía el endeudamiento de las personas públicas a un 50% de su patrimonio neto. Se está a la espera de lo que pueda definir la reglamentación de la Ley vigente.

6.2. TIPOS DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES

La Ley dispone en su artículo 64 que podrán emitirse diversas clases de obligaciones negociables que otorguen derechos diferentes a sus tenedores, siempre que dentro de cada clase se otorguen los mismos derechos.

Se establece al igual que en la Ley anterior que cada emisión podrá estar dividida en series. Se consagra una limitación para la emisión de nuevas series de una misma clase, que consiste en que previamente a la misma, las series anteriores deben estar totalmente suscritas o debe haberse cancelado el saldo no colocado.

En el siguiente artículo, la ley prevé la posibilidad a las sociedades por acciones de emitir obligaciones negociables convertibles en acciones de la entidad emisora. Las condiciones para esta conversión deberán estar previstas en el título valor o en el contrato de emisión y de conformidad con las disposiciones legales vigentes. Este punto conserva el tratamiento dado por la ley anterior.

Se trata de una forma de estimular las inversiones en sociedades deficitarias o de lenta rentabilidad. Se ofrece a los inversores que contribuyen al financiamiento de la sociedad, la posibilidad de que, una vez recuperada la misma, puedan capitalizar su pasivo. También se considera un mecanismo eficiente para cubrir a los obligacionistas de los efectos de la inflación.

En el capítulo IV de este título se regula particularmente el régimen de las obligaciones negociables convertibles en acciones, cuyo análisis se expone más adelante.

La presente Ley nada establece respecto a la forma de las obligaciones, a la que la Ley N° 16.749 dedicaba un artículo. El presente régimen no consagra entonces cómo podrán ser representadas las obligaciones (títulos al portador o nominativos,

endosables o no, entre otras características que no se especifican). Se prevé que estas características se definan en la futura reglamentación.

6.3. EMISIÓN DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES

El capítulo III de este título se dedica a regular la emisión de las obligaciones negociables, enumerando una serie de detalles que deberá contener el documento de emisión:

- La denominación del título.
- Lugar y fecha de su emisión así como la de su vencimiento.
- El nombre y el domicilio del emisor, así como el lugar de pago, si no fuera el mismo que el domicilio.
- El número de serie y de orden de cada título, así como el valor nominal que representa.
- El monto y la moneda de la emisión.
- El plazo.
- La naturaleza de la garantía, si la hubiere.
- Las condiciones y la oportunidad en que se efectuará la conversión en acciones, si la hubiere.
- Las condiciones de amortización.
- El interés y la forma de reajuste o actualización del valor del capital, si correspondiere.
- Las mayorías necesarias para la modificación de términos y condiciones deberá representar por lo menos el 75% (setenta y cinco por ciento) del monto total circulante de la emisión.

El contenido que debe tener el documento de emisión, es casi en su totalidad igual al establecido por el régimen precedente. Sin embargo, observamos tres diferencias, a saber:

- En el régimen anterior no se hacía referencia explícita a las mayorías necesarias para la modificación del documento de emisión.
- La presente ley no menciona como contenido del documento, la firma del emisor o su representante, si correspondiere.
- El régimen actual no realiza especificaciones para el caso de que se trate de obligaciones escriturales.

En su artículo 67 la Ley intenta cubrir cualquier vacío legal que no pueda abarcar con sus disposiciones, remitiéndose supletoriamente a las disposiciones sobre acciones y títulos valores en lo que corresponda.

En efecto, resulta de suma importancia el establecimiento de normas supletorias para poder interpretar correctamente aquellos puntos a los que el legislador no hace referencia explícita.

En el caso del artículo anterior, la Ley no le asigna consecuencias a la falta de mención de alguna de las estipulaciones enumeradas como contenido del documento de emisión. No obstante, dado que se trata de obligaciones objeto de oferta pública y privada, y por la referencia a normas supletorias dispuesta por el artículo 67 de la presente Ley, rigen las disposiciones del Decreto-Ley N° 14.701 de 21 de setiembre de 1977. Es decir, que las consecuencias de las carencias antedichas serán las que correspondan de acuerdo al régimen general y considerando las especialidades inherentes a las obligaciones negociables.

Sin perjuicio de ello, las obligaciones que carecieran de alguna de las estipulaciones mencionadas podrían experimentar dificultades para ser admitidas en la instancia de control previo a su inscripción en el Registro de Valores que lleva la Superintendencia de Servicios Financieros.

El capítulo finaliza con el artículo 68 el cual especifica el efecto jurídico de la adquisición de obligaciones negociables. La norma establece que cuando se adquieren obligaciones negociables, se entiende que el inversor acepta y ratifica todas las

estipulaciones, normas y condiciones de la emisión de la obligación, así como también del contrato del fiduciario, en caso de haberlo.

Esta disposición apunta a evitar que luego de la celebración de la compra de una obligación negociable, el suscriptor acuse no tener conocimiento de alguna de las normas que rigen las condiciones de la emisión y del contrato del fiduciario, en caso que lo hubiere.

6.4.OBLIGACIONES NEGOCIABLES CONVERTIBLES EN ACCIONES

Como fuera mencionado anteriormente, la Ley dedica un capítulo de este título a la regulación de las obligaciones negociables convertibles en acciones.

Cuando la emisora es una sociedad por acciones, los accionistas que posean derechos de preferencia y de acrecer en las suscripciones de nuevas acciones, podrán ejercer este derecho en la suscripción de obligaciones negociables convertibles.

Esta disposición intenta evitar que los accionistas vean disminuida su participación en la sociedad, producto de la suscripción por parte de terceros de obligaciones negociables convertibles en acciones. La ley se remite, en lo pertinente, a los artículos 326 a 330 de la Ley N° 16.060, que regulan el derecho de preferencia de los accionistas de la sociedad anónima.

En el artículo 70 la normativa prevé que toda resolución sobre la emisión de obligaciones negociables convertibles debe acompañarse de la decisión de aumentar el capital social en la cantidad necesaria, para el caso de que eventualmente se presenten solicitudes de conversión en acciones.

La decisión de aumentar el capital debe ser tomada en forma simultánea con la de emisión de obligaciones negociables convertibles para evitar que, por la no instrumentación posterior del indispensable aumento de capital que la conversión requiera, se frustre el derecho de opción de los obligacionistas.

6.5. REPRESENTANTES

En la medida que los obligacionistas son tenedores de títulos que le otorgan derechos emergentes de un único contrato de crédito colectivo, cuando se trate de una colocación de oferta pública la LMV establece la obligación al emisor de designar un representante común a los titulares de dichos valores.

Tal representación se formaliza mediante la celebración de un convenio entre el emisor y el representante que podrá ser:

- una institución de intermediación financiera
- intermediarios de valores
- otras entidades especializadas autorizadas a tales efectos por la SSF

Mediante este convenio, éstas asumen la representación de los titulares de los valores durante la vigencia de la emisión y hasta que ésta se cancela.

Se observa una gran diferencia con el régimen anterior, en el cual la elección de un representante era optativa, mientras que la presente norma fija como obligación del emisor la celebración de un contrato con un representante y regula lo referido a dicha obligación.

Al respecto y en lo pertinente, la Ley se remite a la Ley N° 16.060, haciendo referencia a lo siguiente:

- Prohibición de adquirir la calidad de representante al administrador y directores, al síndico o integrantes de la comisión fiscal, a los empleados de la sociedad emisora, o a quienes no puedan ser administradores, directores o síndicos de sociedades anónimas, ni a los accionistas que posean más del 20% del capital social, una sociedad vinculada, controlada o controlante.
- Regulación de las funciones de los representantes, que básicamente tendrán a su cargo la gestión de las suscripciones, el control de las integraciones, la representación legal de los obligacionistas y la defensa de sus derechos e intereses.

- Responsabilidad de los representantes frente a los obligacionistas y a la sociedad, en los casos de dolo o culpa grave en el desempeño de su cargo.

Se dispone que el contrato celebrado con el representante deberá incluir la posibilidad de que una mayoría especial de titulares de obligaciones negociables o de valores que posean derechos de crédito superiores al 75% del total de la emisión, sustituyan la institución elegida para la representación o modifiquen las condiciones de la emisión. Las resoluciones que tome dicha mayoría especial será oponible a la totalidad de tenedores.

Las modificaciones en las condiciones de la emisión podrían implicar el otorgamiento de quitas, esperas, modificaciones de las fechas de pago del capital o intereses, modificación de la moneda de pago, entre otras.

La LMV dedica un artículo a regular las asambleas de obligacionistas en cuanto a su constitución, funcionamiento y mayorías para adoptar resoluciones. Dispone que las mismas se regirán por lo estipulado en los términos y condiciones de las obligaciones negociables, y en caso de que éstas no sean precisas, se remite al régimen aplicable a las asambleas extraordinarias de accionistas.

6.6.GARANTÍAS

La LMV prevé la posibilidad de que las obligaciones negociables sean garantizadas con garantías de tipo personal o real, las que se constituirán de acuerdo a las distintas exigencias legales, y se otorgarán antes de la fecha de emisión o simultáneamente a la misma.

La garantía podrá ser constituida válidamente con la firma del emisor en favor de futuros titulares o con la del otorgante si fuere garantía de un tercero. Con esto se levantarían algunas contradicciones con las disposiciones civiles y los principios generales de los contratos, en lo que tiene que ver con la figura del acreedor del contrato de garantía.

Para inscribir las garantías reales en los registros públicos correspondientes, basta con individualizar al emisor y a las obligaciones negociables a ser garantizadas, indicar el

monto garantizado y establecer la fecha de vencimiento, no exigiéndose identificar a los titulares.

La norma no especifica el registro en el que deben inscribirse las mencionadas garantías. Ello es razonable considerando que el registro correspondiente deberá determinarse en cada caso, conforme a las normas generales en materia de garantías reales, dependiendo de la naturaleza de los bienes que éstas graven.

Cuando las obligaciones garantizadas se ofrezcan públicamente, antes de la inscripción de la emisión, debe depositarse en la SSF una copia auténtica del documento constitutivo de la garantía, con constancia de inscripción en el registro público si correspondiere su inscripción.

Si se trata de oferta privada, la presentación de una copia auténtica del documento constitutivo de la garantía debe realizarse en cualquier entidad financiera de plaza.

En caso de acción judicial los depositarios sólo entregarán la mencionada copia al Juzgado competente a los efectos de su cancelación.

En los casos en que la garantía sea una prenda con desplazamiento, el representante de los titulares de los valores o el depositario que designe el emisor, recibirá la cosa prendada en representación de los titulares, frente a quienes además será responsable por la conservación e integridad de la misma.

Con respecto a la transferencia de garantías, los derechos emergentes de éstas, sean reales o personales, se transfieren de pleno derecho por la sola transmisión de la obligación negociable o de los cupones correspondientes, sin necesidad de realizar inscripción alguna. Esto significa que no es necesario comunicar al registro correspondiente el cambio de acreedor, como sí ocurre con respecto a operaciones de garantía que no recaigan sobre valores.

Para los títulos de oferta pública, con la concurrencia del representante de los titulares de los valores o teniendo la conformidad unánime de todos los titulares, el emisor podrá solicitar ante el registro correspondiente, la cancelación de la garantía.

Si no concurriera el representante a cancelar la garantía o bien no se lograra la conformidad de todos los titulares, el emisor deberá acreditar ante la SSF el pago o el rescate de todas las obligaciones negociables objeto de garantía o la consignación de

los importes ante la referida entidad, sin necesidad de oblación. Acto seguido la SSF emitirá una constancia de cancelación de la emisión para ser presentada ante el depositario para que restituya la cosa.

En los casos de obligaciones negociables de oferta privada, el procedimiento de consignación de los importes de las obligaciones podrá realizarse únicamente por vía judicial.

Los títulos representativos de obligaciones negociables confieren a sus tenedores acción ejecutiva para el cobro del capital, intereses y cualquier otra suma que pueda exigirse al emisor conforme a los términos y condiciones de la emisión, así como para la ejecución de las garantías que las respaldan.

En la interpretación de Olivera García, Fodere y Sanguinetti en su obra “Ley de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables”, se entiende que la acción para la ejecución de los derechos emergentes de las obligaciones negociables es individual, pero nada obstaría de que en el acto de emisión se celebrara un contrato con un representante previendo un régimen de ejecución colectiva.

La LMV fija el plazo de prescripción de la acción de cobro a los cuatro años contados a partir de la fecha de vencimiento.

La sociedad emisora no podrá distribuir utilidades entre los accionistas si estuviera en mora en el pago de los intereses o amortizaciones de las obligaciones negociables emitidas o en el pago de cualquier otra suma que deba a los titulares de dichos valores, conforme a los términos y condiciones de la emisión.

Se trata de una forma de proteger a los obligacionistas, concediéndoles el carácter de verdaderos acreedores, y no exponerlos a los avatares de la gestión de la sociedad.

Si sucediera que la sociedad emisora se disolviera antes del vencimiento del plazo convenido para el pago de las obligaciones negociables, éstas serán exigibles desde el día en que se haya resuelto o declarado la disolución.

En lo que refiere a garantías no se plantearon grandes cambios respecto a la Ley anterior.

7. GOBIERNO CORPORATIVO

El título VI incorpora un tema que no era tratado por la normativa anterior y que resulta de enorme importancia en el mundo actual, el gobierno corporativo.

Se trata de un concepto que inicia a principios de la década del 90 y surge como necesidad de reducir la gran cantidad de desastres financieros y contables acaecidos en diferentes épocas y en diferentes países.

Gobierno corporativo es el sistema dentro de una organización que protege los intereses de sus diversos grupos interesados. Cuando se habla de interesados, el término se extiende mucho más allá de los accionistas, incluyendo consumidores, empleados, proveedores, comunidades, prestamistas y otros acreedores.

Algunos de los resultados obtenidos con la aplicación de buenas prácticas de gobierno corporativo son:

- mayor confianza por parte de los inversionistas
- mayores facilidades para atraer financiamiento
- bajo costo de capital
- capacidad para atraer a los más calificados directivos y consultores
- retener la experiencia y capacidad de la fuerza laboral
- reducir al mínimo el riesgo en la información financiera y de operación en áreas claves del negocio
- estabilidad y sustento organizacional

La LMV fija algunos lineamientos para implantar prácticas de gobierno corporativo en el mercado de valores.

El título comienza estableciendo quienes estarán sujetos a la normativa de gobierno corporativo que se está regulando: las bolsas de valores, otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y los emisores de valores de oferta pública.

Estas entidades deberán adoptar las prácticas de gobierno corporativo que se establezcan en esta ley y en la futura reglamentación, con el objetivo de garantizar procesos adecuados de supervisión y control de la gestión de su dirección y el trato justo e igualitario de los accionistas.

Los emisores de valores tendrán como mínimo las siguientes obligaciones, estando sujetos a la ampliación de las mismas por la reglamentación:

- Divulgar en forma completa, puntual y exacta los resultados financieros y demás información relevante para los inversores.
- Adoptar las normas de contabilidad y auditoría conforme a los estándares internacionales.

La SSF podrá disponer en el futuro la obligación a los emisores de incorporar compromisos de práctica de gobierno corporativo en sus prospectos, así como una calificación de estas prácticas.

Adicionalmente, la Ley establece para los tres tipos de entidades mencionados anteriormente, que aquellas que tengan un patrimonio superior al que fije la SSF estarán obligados a adecuar el funcionamiento de la dirección a lo que establezca la reglamentación.

En cuanto a los directores de estas entidades, se les exige lealtad y debida diligencia en el desarrollo de sus actividades. La Ley se remite a lo establecido en el artículo 83 de la Ley N° 16.060 que obliga a administradores y representantes a obrar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios. Agrega además el deber del director de priorizar el interés de la sociedad ante cualquier interés personal o de un tercero, aún si fuera el del accionista controlante, privándose de cualquier beneficio personal que no sea su retribución.

En el desarrollo de sus funciones, los directores tienen prohibido:

- Presentar a los accionistas o público en general informaciones falsas u ocultar información que deben divulgar.
- Tomar en préstamo dinero o bienes de la sociedad o usar en su provecho o de personas relacionadas, los bienes, servicios o créditos de la sociedad.

- Usar en beneficio propio o de personas relacionadas las oportunidades comerciales que tuvieren conocimiento en razón de su cargo perjudicando a la sociedad.
- Aprovechar su cargo para obtener ventajas indebidas para sí o para personas relacionadas, perjudicando a la sociedad.
- Impedir u obstaculizar las investigaciones que involucren su propia responsabilidad o la de los empleados de la sociedad.

En cuanto sea aplicable, los beneficiarios reales del patrimonio social bajo cuyas instrucciones actúan los directores, tendrán las mismas responsabilidades que éstos.

La ley deja abierta la posibilidad de que la reglamentación extienda algunas o todas las disposiciones que acabamos de mencionar, a los accionistas controlantes de la entidad que realiza oferta pública de valores.

En el artículo 83 se dispone que los administradores y directores de entidades que realicen oferta pública de valores no podrán celebrar con la sociedad, contratos relacionados con la actividad propia del giro, sin antes tener la aprobación del directorio.

Para decidir sobre el contrato, el directorio deberá asesorarse por el comité de auditoría y vigilancia, órgano que debe existir en toda entidad que realice oferta pública de valores. En caso en que el director sea miembro de dicho comité, deberá abstenerse de dar opinión en los casos que lo involucren.

Tratándose de contratos no relacionados con la actividad propia del giro, deberán ser aprobados por la asamblea de accionistas o contar con el consentimiento igual o superior al 60% del capital social.

La decisión sobre cualquier tipo de remuneración a los directores requerirá un consentimiento mayor o igual al 60% del capital social representado en la asamblea de accionistas.

Los directores de entidades que realicen oferta pública de valores, al igual que las personas físicas o jurídicas que directa o indirectamente detenten más del 10% del capital con derecho a voto, deberán informar a la SSF y a las bolsas donde coticen sus valores, las participaciones de capital que mantienen en la sociedad.

De igual forma, las entidades que realicen oferta pública de valores deben informar a la SSF y a las bolsas de valores donde coticen, el porcentaje de participación de los directores y de las personas mencionadas anteriormente, en el capital de la sociedad.

La Ley N° 16.060 en su artículo 92 establece la obligación a los administradores de presentar una memoria anual explicativa del balance general, incluyendo:

- Razones de variaciones significativas en activo y pasivo.
- Explicación de gastos y ganancias extraordinarias, su origen y ajustes.
- Razones para constituir reservas.
- Perspectiva de las futuras operaciones.
- Relaciones con las sociedades vinculadas, controladas o controlantes, y variaciones operadas en las participaciones, créditos y deudas.
- Causas para el pago de dividendos o distribución de ganancias en otra forma que efectivo.

A este contenido de la memoria, la LMV agrega nuevos elementos como ser: información relativa a la adopción de prácticas de gobierno corporativo; mecanismos de retribución de directores; y toda información relevante que pueda afectar la transparencia de la emisión.

Del análisis de este título podemos concluir que es notoria la intención del legislador de establecer guías específicas a seguir por parte de diversos participantes del mercado de valores, a efectos de lograr prácticas de un buen gobierno corporativo.

8. MERCADOS E INTERMEDIARIOS

8.1. BOLSAS DE VALORES Y OTRAS INSTITUCIONES QUE CONSTITUYAN MERCADOS DE NEGOCIACIÓN DE VALORES DE OFERTA PÚBLICA

La LMV dedica el primer capítulo del título VII a regular las bolsas de valores y otras instituciones que operan como mercados de negociación de valores de oferta pública.

Históricamente el concepto de bolsa de valores ha estado relacionado con la actividad de un conjunto de comerciantes que se reúnen en forma periódica, en lugares determinados, con el objetivo de comerciar valores entre sí.

Más recientemente, con el avance de la tecnología y las comunicaciones, el concepto de bolsa de valores ha ido evolucionando, permitiendo la realización de transacciones de valores en forma electrónica, sin la necesidad de la presencia de corredores situados en un mismo lugar físico, sino desde computadoras conectadas ubicadas en lugares remotos. Adicionalmente, el uso de la tecnología permite que se amplíen los períodos de transacción, pudiendo operar en forma continua.

Si bien el aporte tecnológico impacta profundamente en las bolsas de valores, éstas conservan ciertos rasgos fundamentales que las diferencian de otros mercados organizados. Son mercados que tienen por objeto la transacción de valores, organizados, oficiales y fuertemente institucionalizados, a diferencia de otros mercados informales, no oficiales y sin una estructura institucional definida.

A nivel internacional existen bolsas de valores con mayor o menor grado de intervención estatal en su funcionamiento. Como mencionamos anteriormente, el mercado de valores uruguayo está evolucionando hacia una mayor intervención del estado.

El primer artículo de este capítulo define el concepto de bolsas de valores y demás instituciones que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública. El mismo dispone que *“son entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros los medios necesarios para que puedan realizar eficazmente las transacciones de valores mediante mecanismos de subasta pública y para que puedan efectuar la demás actividades de intermediación de valores que procedan de acuerdo con la ley y con la reglamentación que dicte la Superintendencia de Servicios Financieros.”*

De la anterior definición se desprenden algunas características de las bolsas de valores e demás instituciones. En primer lugar, se trata de entidades de carácter organizado e institucional, cuyo objeto es administrar el funcionamiento del mercado, proporcionando las condiciones más adecuadas a quienes operen en él. Se encargan entre otras cosas, de la admisión, regulación y control de los corredores de bolsa, así como de los valores que se transan, asegurando un nivel adecuado de información para la toma de decisiones de los inversores.

En segundo lugar, se trata de instituciones cuyo objetivo es facilitar las transacciones de valores entre sus miembros. Las bolsas de valores y demás instituciones no son parte de la operativa bursátil, sino que proveen a los corredores de bolsa el ámbito y los medios necesarios para que éstos lleven a cabo las transacciones de valores.

Destacamos el tercer aspecto de la definición, que es la utilización de mecanismos de subasta pública para realizar las transacciones. El exigirse la publicidad de las subastas permite que el precio de los valores sea el resultante del libre juego de la oferta y la demanda, asegurando transparencia y profundidad en el mercado.

La ley prevé además que las bolsas de valores y demás instituciones que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública puedan prestar otro tipo de servicios accesorios a los estrictamente bursátiles, como actividades de cambio y mesa de dinero. Adicionalmente podrán realizar las actividades que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores previa autorización de la SSF.

La Ley anterior sólo hacía referencia a las bolsas de valores, a diferencia de la actual que extiende su alcance a otras instituciones que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública.

Otro cambio a destacar respecto a las bolsas de valores y demás instituciones es la posibilidad de ampliar su actividad prestando otros servicios, tales como actividades de cambio y mesa de dinero.

En cuanto a la regulación y fiscalización de las bolsas de valores y demás instituciones, la LMV introduce modificaciones sustanciales. El régimen anterior consagraba la autorregulación estableciendo la obligación a las bolsas de valores de dictar sus propias normas para regular las operaciones bursátiles así como la actividad de los corredores de bolsa. Las mismas Bolsas debían vigilar el cumplimiento de dichas normas y el BCU se limitaba a controlar el funcionamiento de las Bolsas y a impartir normas generales y particulares. El régimen actual apunta a restringir esta libertad de autorregularse por parte de las bolsas de valores, incrementando la intervención estatal en materia de regulación.

En este sentido dispone que las bolsas de valores y demás instituciones que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública están sujetas a la regulación y fiscalización de la SSF.

La Ley anterior establecía que las bolsas de valores para funcionar sólo requerían autorización del BCU, debiendo registrarse según los requisitos exigidos. Además eximía a la Bolsa de Valores de Montevideo y a la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay de la exigencia de autorización.

La LMV exige a las bolsas de valores y demás instituciones, en el ámbito de sus competencias, que reglamenten su actividad y que vigilen el cumplimiento de esos reglamentos, sin perjuicio de las facultades de regulación otorgadas a la SSF.

Este cambio sustancial en el enfoque de la regulación de las bolsas de valores supera algunas desventajas que poseía el régimen anterior, como ser: la existencia de lagunas en la regulación producto de no estar correctamente definidas las funciones de los órganos reguladores; la renuencia de las Bolsas a aplicar sanciones a sus colegas; el traslado de los costos de la autorregulación a los inversores; entre otras.

Si bien el régimen actual puede poseer ciertas desventajas, se trata de un enfoque que trata de asegurar la existencia de mercados competitivos, ordenados y transparentes.

En el artículo 89 se establecen los requisitos que deberán cumplir las bolsas de valores, los que se exponen a continuación:

- Adoptar preceptivamente la forma jurídica de sociedad anónima por acciones nominativas. Las bolsas de valores que a la fecha de la promulgación de la ley no tengan dicha forma jurídica podrán conservar la adoptada con anticipación a esta ley.
- Incluir en su nombre la expresión “bolsa de valores”.
- Tener por objeto exclusivo el de proveer a sus miembros los medios necesarios para realizar eficazmente las transacciones de valores en subasta pública y demás actividades de intermediación de valores, así como para efectuar las demás actividades conexas que la SSF les autorice o exija.
- Tener el capital mínimo y constituir las garantías que determine la SSF.
- Cumplir con los demás requisitos que contemplen sus estatutos y reglamentos internos, autorizados por la SSF.

Se entiende entonces, que toda sociedad que quiera constituirse en una bolsa de valores para ponerse en funcionamiento como tal, debe acreditar que verifica estos cinco requisitos y obtener previa autorización de la SSF, la que podrá establecer requisitos adicionales mediante normas de carácter general.

Para obtener dicha autorización deberá acreditar al menos, a satisfacción de la SSF, que:

- Se encuentra organizada y tiene capacidad necesaria para realizar las funciones de una bolsa de valores.
- Ha adoptado la reglamentación interna exigida por esta ley.
- Tiene la capacidad necesaria para cumplir y hacer cumplir a sus miembros, las disposiciones de sus estatutos y reglamentación interna.
- Cuenta con los medios necesarios y con los procedimientos adecuados que permitan la mejor ejecución de las órdenes de los inversores.

Para desarrollar el objeto para el que fueron creadas, las bolsas de valores deberán como mínimo:

- Establecer instalaciones y sistemas que permitan el encuentro ordenado de las ofertas de compra y venta de valores y la ejecución de las transacciones correspondientes.
- Proporcionar y mantener a disposición del público información sobre los valores cotizados y transados en bolsa, sus emisores, intermediarios y las operaciones bursátiles.
- Velar por el estricto cumplimiento por parte de sus miembros de los más elevados principios éticos y de todas las disposiciones legales y reglamentarias que les sean aplicables.
- Informar y certificar las cotizaciones y transacciones de bolsa y proporcionar diariamente información sobre dichas cotizaciones y transacciones.

En su artículo 92 la Ley se refiere a la normativa interna de las bolsas de valores, las que deberán promover principios justos y equitativos en las transacciones,

estableciendo claramente derechos y obligaciones de los operadores en relación a las operaciones que realizan, y normas que establezcan prioridad, paridad y precedencia de las órdenes, confirmando así la intención de garantizar mercados justos y ordenados para los inversores.

Adicionalmente, se deberán establecer obligaciones de los operadores respecto a sus clientes, incluyendo aquellas derivadas de las recomendaciones de inversiones que hagan éstos y los mecanismos para diferenciar las transacciones realizadas por intermediarios de valores por cuenta propia de las realizadas por cuenta de terceros. Debe propiciarse la protección de los inversores contra fraudes y otras prácticas ilegítimas.

Si bien es la propia bolsa de valores quien se encarga de su reglamentación interna, la misma deberá ser previamente aprobada por la SSF.

El capítulo finaliza con la opción dada a las bolsas de valores de admitir la participación como operadores a los inversores especializados que autorice expresamente la SSF. No lo convierte en un intermediario de valores, pero deberá cumplir con las normas generales e instrucciones particulares de la bolsa respectiva y de la SSF.

8.2. INTERMEDIARIOS DE VALORES

Se define a los intermediarios de valores como *“aquellas personas físicas o jurídicas que realizan en forma profesional y habitual operaciones de intermediación entre oferentes y demandantes de valores de oferta pública o privada.”*

Si bien la definición es similar a la establecida por la normativa anterior, se observa una diferencia en cuanto al ámbito en el que actúan los intermediarios de valores. Mientras que la derogada Ley se refería únicamente a valores de oferta pública, el nuevo régimen considera intermediarios a aquellos que actúen tanto en valores de oferta pública como privada.

Se denominarán corredores de bolsa a aquellos intermediarios de valores que actúan como miembros de una bolsa de valores u otra institución que constituya un mercado de negociación de valores de oferta pública, y agentes de valores a aquellos que operan

fuera de dichos mercados. Ambos tipos de intermediarios actuarán conforme a la regulación y fiscalización de la SSF.

La inclusión de los agentes de valores es una incorporación relevante de la LMV.

Previamente a su actuación, los intermediarios de valores deberán ser autorizados por la SSF, la que a estos efectos podrá establecer requisitos diferenciados según se trate de intermediarios que actúen exclusivamente por cuenta de terceros, o por cuenta propia y de terceros, sean corredores de bolsa o agentes de valores, u otras circunstancias.

La autorización de la SSF estará sujeta no sólo a los requisitos anteriormente mencionados sino también a lo que considere legal, oportuno y conveniente.

La ley deja abierta la posibilidad de que las bolsas de valores establezcan requisitos adicionales para quienes actúen en su ámbito.

A diferencia de la normativa anterior, en la LMV se establecen una serie de requisitos formales que deben cumplir los intermediarios de valores para ser autorizados e inscriptos en el Registro de Intermediarios de Valores que lleva la SSF. Los mismos se mencionan en el artículo 97:

- Fijar domicilio comercial para desarrollar las actividades de intermediación
- Incluir en su nombre la expresión “corredor de bolsa” o “agente de valores” según corresponda.
- Constituirse como sociedad comercial bajo alguno de los tipos sociales que prevé la Ley N° 16.060, con la condición de que sus socios sean personas físicas. En el caso de sociedades anónimas, sus acciones deben ser nominativas y pertenecer a personas físicas o acreditarse la cadena de accionistas hasta identificar el sujeto de derecho que ejerce el efectivo control sobre la misma. Las personas físicas que a la fecha de sanción de esta Ley actúen como intermediarios de valores, tendrán un plazo de un año para adecuarse a esta disposición.
- Tener el capital mínimo y constituir las garantías que determine la SSF.

- Mantener una estructura de administración, organización y controles internos adecuados.
- Acreditar ante la SSF la capacidad legal, la ausencia de inhabilidades legales, el no haber sido condenados por delitos vinculados al sistema financiero, el no haber sido declarados en quiebra y cumplir con los demás requisitos que establezca la reglamentación, respecto de los miembros de su Directorio, integrantes de la Comisión Fiscal si la hubiere y su personal superior.

En estos requisitos queda plasmada la intención de la Ley de conformar mercados ampliamente regulados. El hecho de tener que constituir un tipo social determinado es una incorporación fundamental de esta Ley, y apunta a que los intermediarios de valores se dediquen exclusivamente a esta actividad, estableciendo a estos fines determinado capital y garantías a efectos de que respondan con ellos ante cualquier contingencia.

Este requisito se refuerza en el artículo siguiente, disponiéndose que los intermediarios de valores deberán tener como objeto exclusivo la actividad de intermediación de valores definida anteriormente.

En cuanto a la transmisión y emisión de acciones de los intermediarios de valores, éstas deberán contar con la autorización de la SSF. Lo mismo se exige para los certificados provisorios.

En su funcionamiento, los intermediarios de valores deberán cumplir en todo momento con los requisitos que establezca la SSF referentes a: patrimonio, garantía, organización interna y de conducta, estándares de aptitud, rectitud comercial y profesional, deberes de información y exigencias prudenciales, así como otros requisitos que se establezcan.

Previo a ser autorizados como tales, los intermediarios de valores deberán constituir una garantía. El objetivo de la misma es asegurar el correcto y cabal cumplimiento de sus obligaciones, en beneficio de los acreedores que tengan o llegaran a tener.

La ley confiere a la SSF el poder de establecer monto y forma de constitución de la garantía inicial y su mantenimiento, lo que queda plasmado en la Circular N° 2065 de 23 de agosto de 2010 del Banco Central del Uruguay. La misma establece que los

intermediarios deberán constituir una garantía de como mínimo 2.000.000 de UI, la que consistirá en una prenda sobre depósito en efectivo en UI constituido en el Banco Central del Uruguay.

Asimismo se establece la opción para los corredores de bolsa de que su garantía consista en el derecho de uso y goce del título de corredor de bolsa.

En todos los casos, la garantía deberá mantenerse hasta el año siguiente al que se produce la pérdida de la calidad de intermediario, o hasta que se resuelvan por sentencia ejecutoriada las acciones judiciales que se hayan entablado en su contra.

Los intermediarios de valores serán responsables de comprobar la identidad y capacidad legal de las personas que contraten a través de ellos, así como de verificar la autenticidad de los valores que negocien. Quedan obligados a pagar el precio de la compra o a entregar los valores vendidos según lo que se haya pactado, así como a registrar debidamente la operación.

Hacen prueba en contra de los intermediarios de valores, los comprobantes, las minutas o las constancias por ellos emitidas y entregadas a sus clientes.

En el caso de que los intermediarios custodien valores por cuenta de terceros, pero a nombre propio, deberán anotar en forma separada en su contabilidad estos valores e inscribirlos en un registro especial, identificando de forma completa por cuenta de quien los mantiene.

En el artículo 104, la ley dispone que los intermediarios de valores no estarán sujetos a las disposiciones de la Ley N° 16.497 de 15 de junio de 1994 referente a firmas extranjeras, ni a los artículos 89 a 112 del Código de Comercio, que regulan a los corredores como agentes auxiliares del comercio. Esta misma disposición se incluía en la derogada Ley.

El retiro de la autorización para actuar como intermediario y la cancelación de la inscripción, pueden ser solicitados por el propio intermediario o de oficio, al solicitarse la liquidación judicial de la empresa o sancionarse con cancelación de actividades. En caso de que lo solicite el intermediario, antes de tomar la decisión, deberá poner en conocimiento del público por los medios que la SSF estime pertinentes, que ha iniciado el proceso de cancelación.

8.3. DE LA INTERVENCIÓN Y LA LIQUIDACIÓN ADMINISTRATIVA DE LAS BOLSAS DE VALORES, OTRAS INSTITUCIONES QUE CONSTITUYAN MERCADOS DE VALORES DE OFERTA PÚBLICA Y DE LOS INTERMEDIARIOS DE VALORES

Cuando el BCU entienda que están en riesgo los intereses de terceros, su Directorio podrá tomar medidas preventivas para proteger dichos intereses.

Estas medidas pueden consistir en la intervención, la inmediata suspensión de actividades de las bolsas de valores y demás instituciones que constituyan mercados de valores de oferta pública e intermediarios de valores. Además la Ley faculta al BCU a tomar otras medidas, tales como: restricción en las actividades de dichas instituciones, monitoreo más estricto de su capital, solicitud de requisitos adicionales de capital, seguros o garantías, instrucción de reducir su exposición al riesgo o de incrementar sus márgenes.

El objetivo de tales medidas consiste en asegurar que los activos de terceros están siendo debidamente cautelados y que el riesgo sistémico sea minimizado.

La medida más severa a tomar es la intervención, que consiste en la designación de una persona para administrar la entidad intervenida, sustituyendo parcial o totalmente a las autoridades. En la intervención el BCU dispone de plenos poderes de gestión. En el caso de sustitución total de autoridades, caducarán todas las comisiones o mandatos que estas autoridades hubieran otorgado, y se suspenderá por 20 días hábiles todo plazo que pueda correrle a la empresa intervenida.

Si se concluye que se ha subsanado la situación que provocó la intervención, el BCU tiene la facultad de cesar la intervención, reincorporando a los titulares y pudiendo exigir las cautelas y garantías que considere convenientes.

El BCU será el liquidador en sede administrativa de las bolsas de valores, demás instituciones que constituyan mercados de valores de oferta pública y de los intermediarios de valores, siempre que se encuentren en situación de insolvencia, pudiendo designar a un tercero para efectuar dicha liquidación.

El mismo BCU es quien dispone la disolución de las sociedades y empresas y el consiguiente estado de liquidación.

Para esto dispondrá de los más amplios poderes de administración y disposición, sin ninguna limitación sobre bienes, acciones, derechos y obligaciones de la sociedad liquidada.

Toda aquella decisión tomada por el BCU actuando como liquidador, podrá ser recurrida en la forma prevista en el artículo 14 de la Ley N° 17.613 de 27 de diciembre de 2002, donde se establece que dentro del término de diez días, a contar del día siguiente de su notificación personal o de su publicación en el Diario Oficial, podrá realizarse cualquier reclamación contra esos actos, incluso las que deriven de la invocación de nulidad o anulabilidad de actos anteriores de la sociedad en liquidación.

En lo que no esté previsto por esta ley, se aplicarán las disposiciones que rigen para la liquidación administrativa de las instituciones de intermediación financiera y en forma subsidiaria las normas generales que rigen para concursos de sociedades anónimas o de comerciantes, según corresponda.

Con el afán de proteger a los clientes, se establece que el dinero y los valores que los intermediarios de valores adquieran o mantengan en custodia por cuenta de sus clientes, no podrán embargarse por deudas del intermediario ni ser objeto de otras medidas preventivas o de ejecución. En caso de liquidación por insolvencia del intermediario estos bienes no integrarán la masa activa de la liquidación.

Asimismo lo dispuesto anteriormente es aplicable a las bolsas de valores y otras instituciones que constituyan mercados de valores de oferta pública, que pudieran mantener en custodia dinero y valores de clientes por cuenta de los intermediarios.

En caso que los intermediarios de valores fueran suspendidos en sus actividades o fuera declarada su liquidación por insolvencia, deberán cumplir estrictamente sus obligaciones en el ámbito de una caja de valores o en los sistemas de compensación y liquidación de valores.

La liquidación de dichas obligaciones se hará de forma reglamentaria. A tal efecto, se podrán realizar los bienes que el intermediario haya afectado en garantía sin necesidad de procedimiento judicial alguno. Si de la imputación del producido de dichos bienes a

las obligaciones surge un remanente a favor del intermediario, éste integrará la masa activa de la liquidación.

8.4. DISPOSICIONES GENERALES Y TRANSITORIAS

La Ley prohíbe a todos los intermediarios de valores a revelar información que posean sobre operaciones realizadas por cuenta de sus clientes, sobre posiciones en valores de los mismos u otras informaciones confidenciales que posean producto de su actividad como intermediarios. Esta prohibición no es oponible al BCU.

Esta prohibición tiene como objetivo la protección de la confidencialidad de los inversores, asegurando que no se divulgue información de carácter privado y confidencial.

Por otra parte, se reserva exclusivamente a quienes estén autorizados por la SSF, el uso de las denominaciones “bolsa de valores”, “corredor de bolsa”, “agente de valores”, “intermediario de valores” y semejantes. Se trata de una disposición para asegurar que quienes actúen bajo estas denominaciones sean entidades efectivamente autorizadas para actuar como tales por la SSF.

9. OTROS PARTICIPANTES DEL MERCADO DE VALORES

Una de las nuevas incorporaciones de la LMV es la obligatoriedad de designar auditores externos por parte de las firmas emisoras y de los demás agentes del mercado de valores.

En el artículo 113 se establece que las entidades que realicen oferta pública de valores, las administradoras de fondos de ahorro provisional y de fondos de inversión, las empresas aseguradoras, las entidades de intermediación financiera y toda otra entidad supervisada por la SSF deberán designar auditores externos, de entre los inscriptos en el registro de auditores externos que, para este fin, lleva dicha Superintendencia. Los auditores anteriormente mencionados deberán aplicar las normas internacionales de auditoría.

La obligación de designar auditores externos es otra de las medidas para recuperar la confianza y así lograr que siga desarrollándose el mercado, y también para propiciar un funcionamiento transparente y eficiente.

Para el caso de las entidades que realicen oferta pública de valores, es la asamblea de accionistas quien designa a los auditores externos, y también la que podrá revocar la designación.

Puede ser que las entidades no sean del tipo social que cuenta con asamblea de accionistas, para estos casos se debe contar con el consentimiento mayoritario de los socios para la designación y revocación de los auditores externos. En todos los casos de revocación del auditor externo, el emisor deberá presentar ante la Superintendencia de Servicios Financieros las razones que lo motivaron a tomar esa decisión.

Se le otorga potestad a la SSF de reglamentar y controlar la actividad de los auditores externos en las entidades anteriormente mencionadas.

Otro de los nuevos participantes regulados con esta Ley son las calificadoras de riesgo, tomándose como medida prudencial para disminuir el riesgo sistémico.

Todas aquellas entidades nombradas en el artículo 113 y las que la SSF considere conveniente incluir, cuando deban designar calificadoras de riesgo, deberán hacerlo de entre las inscriptas en el registro que lleva la Superintendencia para estos casos.

Se aplica el mismo criterio para designar y revocar a las calificadoras de riesgo que para los auditores externos.

Al igual que con los auditores externos, la SSF podrá controlar y reglamentar su actividad.

Por último están los asesores de inversión. Estos son *“las personas físicas o jurídicas que, en forma profesional y habitual, aconsejan a terceros respecto de la inversión, compra o venta de valores objeto de ofertas públicas, o canalizan las órdenes que reciban de sus clientes hacia intermediarios radicados en el país o en el exterior y que no se encuentren alcanzados por otra figura supervisada por la Superintendencia de Servicios Financieros”*.

Respecto a los asesores de inversión se ha emitido la Circular N° 2.046 de 5 de enero de 2010 en donde se establecen las resoluciones que la Superintendencia de Servicios Financieros adoptó en relación a: la definición de los mismos, los principios éticos que deben ejercer, su registro, la información mínima requerida, entre otros.

Al igual que con los demás participantes del mercado, la SSF podrá reglamentar y supervisar la actividad de las asesores de inversión y otros participantes del mercado de valores.

En el caso que los asesores de inversión que custodien valores de terceros, éstos deberán cumplir con los mismos requisitos generales que los agentes de valores.

10. REGIMEN SANCIONATORIO

10.1. FACULTADES SANCIONATORIAS DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

El régimen sancionatorio ha sufrido grandes cambios respecto a la regulación anterior, debido principalmente a la regulación del mercado.

En la Ley N° 16.749 el capítulo relativo al régimen sancionatorio planteaba por un lado la autorregulación disciplinaria de las Bolsas de Valores y por otro las facultades sancionatorias del Banco Central del Uruguay. Las facultades del BCU estaban muy acotadas, mientras que las Bolsas de Valores tenían plenas potestades.

En la presente Ley, las facultades sancionatorias son fundamentalmente del BCU.

En el artículo 118 se plantea a quienes sancionará y con qué tipo de sanción. Los sancionados podrán ser, *“las personas físicas o jurídicas intervinientes en la oferta pública o privada de valores, incluyendo a los emisores de oferta pública, las bolsas de valores y demás instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública, los intermediarios de valores, los asesores de inversión, las instituciones registrantes, custodios, calificadores, auditores externos, representantes de titulares de valores de oferta pública, agentes de pago y todo otro agente*

interviniente, que infrinja las leyes y decretos que regulen dicha materia o las normas generales o instituciones particulares dictadas por el mismo...”

Las sanciones que podrá aplicar, sin perjuicio de la denuncia penal que correspondiere, son:

- Observación, es decir, advertirle a la entidad respectiva de que se debe guardar y cumplir exactamente determinada regla de la que se ha apartado. Por lo general es una notificación escrita, que puede ser importante frente a las reincidencias.
- Apercibimiento, es un grado más alto en la escala de sanciones, no sólo se notifica la infracción, sino que previene a las personas sancionadas de las posibles medidas a adoptar en caso de reincidencia.
- Multas cuyo monto máximo dependerá de quien cometa la infracción. En el caso de los bancos, el mismo será el cincuenta por ciento de la responsabilidad patrimonial básica establecida para su funcionamiento. Para los demás intervinientes en el mercado de valores a los que se le exija capital mínimo regulatorio, se considerará el mayor importe entre el cincuenta por ciento del capital mínimo requerido al infractor de acuerdo con la naturaleza de su actividad y el diez por ciento de la responsabilidad patrimonial básica establecida para el funcionamiento de los bancos. Por último, para el caso de los agentes sin requisito de capital mínimo regulatorio, el monto máximo es el diez por ciento de la responsabilidad patrimonial básica establecida para el funcionamiento de los bancos.
- Suspensión o cancelación de la cotización de los valores. Con suspensión se hace referencia a una prohibición temporaria mientras que la cancelación refiere a una prohibición definitiva.
- Suspensión o cancelación de la habilitación para realizar oferta pública. Esta puede ser tanto en el mercado bursátil como el extrabursátil.
- Suspensión o cancelación de actividades. Este caso no será aplicable a los emisores de valores de oferta pública ni a las instituciones de intermediación financiera.

Las sanciones que se pueden aplicar acumulativamente a una misma persona y por un mismo caso, son la multa y suspensión o cancelación de actividades.

La aplicación de las sanciones podrá ser realizada por la Superintendencia de Servicios Financieros o por el Directorio del BCU. La primera actuará en los casos de observación, apercibimiento y en multas menores al diez por ciento de la responsabilidad básica para bancos, y el segundo en el resto de los casos.

En el penúltimo párrafo del artículo se plantea que también se les podrá aplicar las sanciones a los miembros del Directorio, síndicos, integrantes de la Comisión Fiscal, la Comisión de Auditoría o personal gerencial de la entidad que hubiese tenido participación en la infracción o hubiese incurrido en omisiones en el cumplimiento de sus funciones con vinculación causal en relación a la infracción imputada a la entidad. En el caso de que estos últimos hubieren tenido participación en las entidades pasibles de las tres últimas sanciones, los antecedentes respectivos serán puestos en conocimiento de todos los servicios del BCU.

Finalizando el artículo se dispone que las sanciones dispuestas por el BCU deberán ser publicadas. Para esto se deberán utilizar los medios de publicidad que la SSF estime pertinente.

10.2. INTERMEDIARIOS DE VALORES

Con respecto a los intermediarios, la ley establece cuales serían las causales graves de las sanciones de suspensión o cancelación de actividades. Estas son:

- No cumplir con los requisitos de inscripción o funcionamientos descritos anteriormente.
- Cometer graves violaciones a las obligaciones que disponga esta ley, sus normas modificativas o complementarias u otras que los rijan.
- Participar de manera culpable o dolosa en transacciones no compatibles con las sanas prácticas que se llevan a cabo en el mercado de valores.

- Llevar a cabo o participar de cualquier acto, o efectuar operaciones ficticias que tengan por objeto o efecto afectar la libre formación de precios de mercado de valores, manipular la liquidez de un valor, aparentar ofertas o demandas de valores, manipular o fijar artificialmente precios o cotizaciones, ofertas o demandas, obstaculizar la libre concurrencia, así como divulgar por cualquier medio, directa o indirectamente, información falsa, tendenciosa o privilegiada.
- Dejar de cumplir con las obligaciones originadas en transacciones de valores en que hayan tomado parte.
- Utilizar dinero o valores de sus comitentes para cumplir operaciones pendientes o propias, o de otros comitentes.
- Realizar actividades de intermediación financiera.
- Garantizar rendimientos, ya que esto provocaría una manipulación del mercado.
- Obstruir las actuaciones de inspección y fiscalización de la SSF.

En el artículo 120 se dispone el cumplimiento de dos principios, que ya eran establecidos en la Ley anterior. Por un lado, establece que las sanciones a aplicar de acuerdo a lo dispuesto en la Ley, serán determinadas de acuerdo a la actividad realizada, y deberán graduarse según la gravedad de la falta, consagrando el principio fundamental de proporcionalidad entre la infracción y la sanción.

Por otro lado se debe garantizar el cumplimiento del debido proceso. Este es un principio jurídico procesal o sustantivo según el cual toda persona tiene derecho a ciertas garantías mínimas, tendientes a asegurar un resultado justo y equitativo dentro del proceso, a permitirle tener oportunidad de ser oído y a hacer valer sus pretensiones legítimas frente al juez.

Con esto se le garantiza a todos los implicados en el procedimiento la posibilidad de defensa. Es un principio que se encuentra en la Constitución de la República.

11. DISPOSICIONES GENERALES

La primera de las disposiciones generales, artículo 121, hace referencia a la jurisdicción de la emisión de valores. Esta disposición se mantiene de la regulación anterior y establece que: *“En la emisión de valores en la que se deje expresa constancia de su oferta internacional, sean o no objeto de oferta pública, la entidad emisora podrá establecer libremente la ley y jurisdicción aplicables a aquéllos cumpliendo con lo establecido en la presente ley para su registro, si correspondiere”*.

De esta forma la LMV otorga la posibilidad de escoger libremente la ley y jurisdicción aplicable a los valores emitidos, siempre que se deje constancia de su oferta internacional.

Por otra parte, se establece que independientemente de la elección de jurisdicción que realice el emisor, el inversor podrá acudir a la jurisdicción del domicilio del emisor, pero no a la ley aplicable.

Esto conlleva a que si el emisor estableció ley y jurisdicción extranjera y el inversor eligió la jurisdicción del emisor, entonces el juez deberá resolver en base a una legislación distinta a la del foro que deberá entender en el asunto.

Una vez hecha la elección, la misma es irreversible, no puede ser modificada.⁵

Otra disposición que se mantiene de la regulación precedente, que implicaba la eliminación de una prohibición establecida con anterioridad, es la posibilidad de que las entidades financieras efectúen inversiones en valores de oferta pública.

También se estipula que la Superintendencia de Servicios Financieros será quién limite y controle dichas inversiones en las condiciones que determine la reglamentación.

En el artículo 123 se establece que las Cajas Paraestatales de Jubilaciones y Pensiones y los Fondos Complementarios pueden invertir en determinados valores objeto de oferta pública en las condiciones y límites que establezca la reglamentación del Poder Ejecutivo, a efectos de desarrollar su potencial como dinamizadores del mercado de valores. La propia naturaleza de la actividad de estas entidades requiere la posibilidad de invertir a largo plazo. Esta disposición se conserva de la Ley anterior.

⁵ “Ley de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables”, de Ricardo Olivera García, Alberto J. Foderé, y Eduardo M. Sanguinetti. Mayo 1996.

Luego se plantean una serie de modificaciones a la Ley Nº 16.060 en cuanto a: el aumento obligatorio, la obligación de reserva y la caracterización de las acciones.

Por último, se dispone que *“Las competencias atribuidas por esta ley a la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay no obstan al ejercicio por parte del Directorio de esa Institución del poder de avocación, revocación de oficio y modificación que le atribuye el inciso tercero del artículo 36 de la Ley Nº 16.696, de 30 de marzo de 1995, en la redacción dada por el artículo 9º de la Ley Nº 18.401, de 24 de octubre de 2008”*. (Carta Orgánica del BCU).

12. DISPOSICIONES TRIBUTARIAS DE PROMOCIÓN AL MERCADO DE VALORES

Se han implantado nuevos beneficios tributarios como forma de promover el mercado de valores. Se han establecido tasas específicas a aplicar respecto de cada impuesto, a las transacciones llevadas a cabo en el mercado de valores y, a su vez, se establecieron exoneraciones específicas.

Respecto al Título 7 del Texto Ordenado 1996, que regula el Impuesto a la Renta de las Personas Físicas, se agregó la siguiente tasa a aplicar:

“Rentas de certificados de participación emitidos por fidecomisos financieros mediante suscripción pública y cotización bursátil a plazos de más de 3 años, 3%”.

Asimismo se agrega una exoneración al mismo impuesto, en el caso de *“los dividendos pagados o acreditados por los contribuyentes del Impuesto a la Renta de las Actividades Económicas y del Impuesto a la Enajenación de Bienes Agropecuarios, en tanto las acciones que dan lugar al pago o crédito de los mismos coticen en bolsa de valores”*.

Respecto del Impuesto a la Renta de los No Residentes, se agregan las mismas tasas de aplicación y exoneración que para el Impuesto a la Renta de las Personas Físicas.

Respecto al Impuesto al Valor Agregado se agregan otra clase de exoneraciones. En el caso de las exoneraciones de las prestaciones de servicios, se agregan *“los intereses de valores públicos y privados, de depósitos bancarios y warrants”*, *“las operaciones de*

descuentos de documentos realizadas a través de la Bolsa de Valores por los contribuyentes del Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas (IRAE) o del Impuesto a la Enajenación de Bienes Agropecuarios (IMEBA)” y “las comisiones derivadas por la intervención en la compraventa de valores públicos y privados emitidos en nuestro país”.

En el artículo 135 se extiende el beneficio de abatimiento a las sociedades que coticen en bolsas.

Se faculta al Poder Ejecutivo a otorgar a los warrants ciertos beneficios tributarios. El artículo 136 dispone: *“Facultase al Poder Ejecutivo a otorgar a los warrants el mismo tratamiento que el correspondiente a las obligaciones y debentures, en lo relativo a los Impuestos a las Rentas de las Actividades Económicas, a la Renta de las Personas Físicas, a las Rentas de los No Residentes, al Valor Agregado y al Patrimonio. Dicha facultad podrá ejercerse siempre que su emisión se haya efectuado mediante suscripción pública y que dichos papeles tengan cotización bursátil”.*

En lo que refiere al Impuesto al Patrimonio se le agregó al Título 14 del Texto Ordenado 1996, el siguiente artículo estableciendo posibilidades de exoneración:

“Artículo 41 bis. – Facúltase al Poder Ejecutivo a exonerar total o parcialmente del Impuesto al Patrimonio, el patrimonio de las sociedades que realicen suscripciones públicas de acciones en bolsa. Dicha exoneración podrá otorgarse hasta por cinco ejercicios fiscales.

En el caso de ejercerse la facultad a que refiere el inciso anterior y durante el período que se aplique la exoneración, la tenencia de tales acciones se considerará activo gravado a los efectos del cálculo del pasivo computable para la determinación del patrimonio gravado”.

La Ley finaliza derogando la Ley N° 16.749, los artículos 303 y 334 de la Ley N° 16.060, el último inciso del artículo 6° de la Ley N° 16.774 y las demás normas que se opongan a la presente ley.

CAPÍTULO IV

REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES EN OTROS PAÍSES

1. INTRODUCCIÓN

A continuación se expone la comparación de nuestra regulación de los mercados de valores con la de otros países, así como un análisis de las similitudes y diferencias. A través de este análisis podremos ver la evolución de la regulación de dichos mercados y el estado de evolución de la regulación de nuestro mercado.

Para llevar a cabo la comparación analítica hemos seleccionado algunos puntos esenciales de la regulación, como ser: modelo de regulación, ámbito de aplicación de la normativa, la exigencia o no de gobierno corporativo, los posibles beneficios tributarios, entre otros.

Respecto a los países a considerar en el análisis, éstos son: Chile, España, Perú, y Brasil.

2. ÁMBITO DE APLICACIÓN

En este punto se hará referencia a lo que prevé la normativa de cada país con respecto a quiénes quedarán comprendidos bajo su ámbito.

En este sentido, encontramos que las normas de los diferentes países son, en lo sustancial, muy similares cuando se refieren a su ámbito de aplicación. Las diferencias que puedan existir consisten básicamente en que algunas regulaciones poseen mayor especificidad que otras, exponiendo con mayor detalle quiénes están sujetos a sus disposiciones.

En el caso de la normativa española, se define detalladamente los instrumentos financieros que estarán sujetos a sus disposiciones.

En primer lugar, comprende los valores negociables que emitan personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, y agrupados en emisiones. La normativa de este país considera valor negociable todo derecho de contenido patrimonial, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero.

Esta definición se asemeja a lo que en la normativa uruguaya se define como oferta pública de valores. Es decir, que están comprendidos bajo el régimen español los valores negociables que sean objeto de oferta pública, o lo que es lo mismo, cuya comercialización se dirija al público en general.

Se mencionan taxativamente los valores negociables sujetos a estas disposiciones:

- Acciones de sociedades
- Cuotas participativas de cajas de ahorros y de la asociación de la Confederación Española de Cajas de Ahorros
- Bonos, obligaciones y otros valores similares, incluso los canjeables o convertibles
- Cédulas, bonos y participaciones hipotecarias
- Bonos de titulización
- Participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva
- Instrumentos del mercado monetario (letras del Tesoro, certificados de depósito y pagarés)
- Participaciones preferentes
- Cédulas territoriales
- “Warrants” y demás valores negociables derivados que confieran el derecho a adquirir o vender cualquier otro valor negociable
- Demás valores a los que se les atribuya la condición de valor negociable

En segunda instancia, están comprendidos bajo estas disposiciones los contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas, variables climáticas, gastos de transporte, tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales.

También se encuentran comprendidos todos los instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito y los contratos financieros por diferencias.

Las disposiciones de la ley española se aplicarán únicamente a valores que sean emitidos, negociados o comercializados en territorio español.

El régimen chileno por su parte comprende bajo su ámbito de aplicación, la oferta pública de valores, las bolsas de valores, corredores de bolsa y agentes de valores, sociedades anónimas abiertas, emisores, instrumentos de oferta pública, y mercados secundarios de dichos valores.

Es requisito esencial de toda transacción sobre valores para estar comprendida bajo el régimen chileno, tener su origen en oferta pública de valores o que se efectúe mediante corredores o agentes de valores.

La legislación chilena considera oferta pública, aquella que es dirigida al público en general o a ciertos sectores o grupos específicos de éste. La Superintendencia de Valores y Seguros de Chile es quien se encarga de determinar si una oferta de valores constituye o no oferta pública, en función del número y tipo de inversionistas a los cuales se dirige la misma, los medios a través de los cuales se comunica o materializa y el monto de los valores ofrecidos.

No están sujetas a las disposiciones de este régimen, aquellas transacciones de valores que no cumplan con las características antedichas, y por lo tanto se consideran oferta privada de valores. Tampoco se someten a la legislación, los valores emitidos o garantizados por el Estado chileno, por instituciones públicas y por el Banco Central de Chile.

En este sentido, se entiende por valor cualquier título transferible, incluyendo acciones, opciones de compra y venta de acciones, bonos, debentures, cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro, efectos de comercio, y todo título de crédito o inversión.

Con respecto a este tema, la normativa peruana establece que están comprendidos en su régimen, las ofertas públicas de valores mobiliarios y sus emisores, los valores de oferta pública, los agentes de intermediación, bolsas de valores, instituciones de compensación y liquidación de valores, sociedades tituladoras, fondos mutuos de

inversión en valores, fondos de inversión, los demás participantes del mercado de valores, así como el organismo de supervisión y control.

Quedan sujetos a las disposiciones del régimen peruano únicamente los valores ofertados y negociados en territorio peruano.

A estos efectos se considera oferta pública de valores, la invitación adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados sectores de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios.

La legislación peruana, al igual que las analizadas anteriormente, no comprenden bajo su ámbito de aplicación la oferta privada de valores, siendo ésta la que se dirige exclusivamente a inversionistas institucionales, y cuyo valor nominal más bajo sea igual o superior a 250.000 Soles (U\$S 89.500 aproximadamente).

Por su parte, la normativa brasilera comienza estableciendo un listado detallado de las actividades que serán objeto de su fiscalización:

- Emisión y distribución de valores mobiliarios
- Negociación e intermediación en el mercado de valores mobiliarios
- Organización, funcionamiento de las operaciones de las bolsas de valores
- Administración de carteras y custodia de valores mobiliarios
- Auditoría de empresas públicas
- Servicios de consultor y analista de valores mobiliarios

Asimismo proporciona una lista taxativa de los valores sujetos a sus disposiciones:

- Valores, acciones y obligaciones, cupones de dichos títulos y órdenes de suscripción
- Certificados de depósito de valores mobiliarios
- Otros títulos emitidos por sociedades anónimas

Se excluyen expresamente del ámbito de esta ley los títulos de deuda pública y los valores de responsabilidad de cambio de entidades financieras, con excepción de los bonos.

Como anticipábamos al inicio de esta sección, si bien no son significativas, podemos encontrar algunas diferencias en el ámbito dispuesto por las distintas normativas del mercado de valores.

Si nos atenemos a las disposiciones de la ley española, observamos que proporciona al detalle los instrumentos que estarán comprendidos bajo su ámbito, y sin embargo, a diferencia de la norma uruguaya, no se refiere en absoluto a los agentes participantes del mercado, a quienes emiten dichos instrumentos, a los intermediarios, bolsas de valores, a la regulación del mercado en sí mismo.

La normativa brasilera comparte las características de la española, por cuanto intenta establecer detalladamente las actividades e instrumentos que están sujetos a sus disposiciones.

Por su parte, las leyes de mercado de valores de Chile y Perú resultan muy similares a las de Uruguay, encontrando alguna diferencia con respecto a la ley peruana, en cuanto restringe su aplicación a los valores ofertados y negociados en territorio peruano. La ley uruguaya no ha establecido nada al respecto.

3. TIPOS DE VALORES

Analizado este tema en los cuatro países elegidos, llegamos a la conclusión de que el régimen es muy similar en todos ellos, así como muy similar al régimen uruguayo.

En este sentido, encontramos que las normativas prevén alternativamente, la representación de los valores por medio de títulos o de anotaciones en cuenta, los que en la normativa uruguaya se denominan valores escriturales.

Todos los países han adoptado esta última modalidad dado que resulta de mayor practicidad que la utilización de los títulos tradicionales, los que fueron perdiendo importancia.

Dicha modalidad consiste en la elaboración por parte de la entidad emisora de un documento en el que constará la información necesaria para la identificación de los valores integrados en la emisión, esto es el vencimiento, la tasa de interés y el importe.

Asimismo, los cuatro regímenes establecen un organismo que lleva el registro de todos los valores emitidos. Una vez emitidos los valores mediante el documento mencionado en el párrafo anterior, los mismos se deben inscribir en el registro correspondiente. Seguidamente se anotan estos valores en la cuenta del titular.

Se trata de un método más cómodo y seguro para los inversores, además de implicar menores costos.

4. MODELO DE REGULACIÓN

Como fue expuesto en el capítulo anterior, la LMV uruguaya introdujo una modificación trascendental respecto a su antecesora, consistente en el pasaje de un mercado autorregulado a un mercado con reglas claramente establecidas para todos sus participantes, y cuyo funcionamiento se encuentra sujeto a una mayor intervención estatal.

Si nos atenemos a la situación en otros países, encontramos una situación similar en el régimen español. La Ley N° 24/1988 de 28 de julio de 1988 impulsa la creación de la llamada “Comisión Nacional del Mercado de Valores”, ente al que se le encomienda la supervisión e inspección del mercado de valores, además de la colaboración en el ordenamiento de este mercado.

Esta creación constituye una pieza clave en la reforma de la legislación española. Las competencias de la comisión son múltiples y variadas, pero en lo sustancial, es el organismo responsable de velar por la transparencia de los mercados, la correcta formación de los precios, y la protección de los inversores promoviendo la difusión de todo tipo de información de interés para éstos.

Esta entidad, a la que se le otorgan múltiples facultades, se encarga de controlar el desarrollo de los mercados primarios, de la admisión a negociación de los valores en los mercados secundarios, así como de su suspensión y exclusión, de velar por el

cumplimiento de las normas de conducta de quienes intervienen en el mercado, asesorar al Estado español en esta materia, controlar el cumplimiento de las obligaciones y requisitos que exija la ley, incluyendo el ejercicio de la potestad de sancionar.

Otro aspecto a destacar de la legislación española es la eliminación de la figura del agente mediador individual, sustituyéndolo por agencias de valores y sociedades anónimas. Es decir que la actividad de intermediación ya no puede ser realizada por agentes individuales, sino que deben formar sociedades cuya actividad exclusiva sea la de intermediación en el mercado de valores.

Con esta modificación, España se puso a tono con la normativa existente en otros países desarrollados, intentando mejorar la situación financiera de quienes desarrollan actividades que suponen riesgos potenciales.

Por lo expuesto, la Ley N° 24/1988 dejó atrás un mercado en el que abundaba la desorganización y la inexistencia de reglas para sus participantes, por lo que podemos concluir que el actual mercado de valores español consiste en un mercado regulado, en el cual existen pautas claras para su organización, y en el que está prevista la intervención del Estado para controlar su funcionamiento y corregir las posibles desviaciones.

Por su parte el régimen chileno, en lo que hace referencia a este tema, presenta muchas similitudes con respecto a la legislación uruguaya. La promulgación de la Ley N° 18.045 de 22 de octubre de 1985 significó una reforma trascendente en el mercado de valores chileno, mercado mucho más desarrollado que el uruguayo, que cumple con estándares internacionales y constituye un centro de inversiones de América Latina.

La Superintendencia de Valores y Seguros de Chile es el organismo encargado de velar por el cumplimiento de las disposiciones de la Ley N° 18.045, quien supervisa a los agentes participantes del mercado, promueve el funcionamiento del mercado de valores y su transparencia, y procura la protección de los inversionistas.

En este sentido, la norma no prevé la creación de un organismo exclusivamente dedicado a promover el desarrollo del mercado de valores chileno, como si lo prevén el régimen uruguayo y el español. Todas las tareas se concentran en la Superintendencia

de Valores y Seguros, quien además tiene potestades para sancionar a quienes no cumplan lo dispuesto.

En lo sustancial, la normativa chilena comparte objetivos de regulación con la española y la uruguaya, pero en algunos casos los materializa de manera diferente. Ejemplo de esto es la centralización de todas las tareas de fiscalización, promoción, sanción, entre otras, en un solo organismo, esto es la Superintendencia de Valores y Seguros. Por otra parte, los agentes intermediarios pueden ser “personas naturales o jurídicas”, o sea no se prevé la constitución de una forma jurídica específica.

Concluimos entonces, que el mercado de valores chileno se encuentra ampliamente regulado y fiscalizado por un organismo estatal con amplias potestades para promover un mercado organizado y transparente, y para proteger a sus participantes.

Si analizamos el mercado de valores brasileño, nos encontramos con la Ley Nº 6.385 de 7 de diciembre de 1976 que es la base de la regulación en esta materia. Siguiendo con la característica de los países anteriormente descritos, el mercado brasileño se caracteriza por una gran regulación y organización, que se sustentan con la creación de una Comisión de Valores Mobiliarios con amplias facultades no sólo para fiscalizar el mercado, sino también para promover el desarrollo del mismo.

Esta comisión se encarga entre otras cosas, de asegurar y fiscalizar el funcionamiento eficiente de las bolsas de valores, así como de proteger a los titulares de valores y a los inversores del mercado, contra emisiones irregulares y actos ilegales de administradores de las compañías.

Por otra parte, procura la transparencia del mercado, desarrollando actividades para evitar modalidades de fraude o manipulación de información, que creen condiciones ficticias de la demanda, oferta o precio de los valores.

Además, para proteger a los inversores y asegurar la existencia de equidad entre ellos, la comisión asegura el acceso público a informaciones sobre los valores que se negocian en el mercado, y asimismo realiza tareas de fiscalización e inspección a las compañías que coticen en bolsa.

Este conjunto de atribuciones hacen de este organismo la clave para haber constituido un mercado de gran porte como el brasileño.

Por último, si analizamos la situación en Perú no encontramos variaciones significativas respecto a los tres países analizados anteriormente. Siguiendo la línea de los regímenes anteriores, se caracteriza por la existencia de la CONASEV (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores), institución pública que se encarga de la supervisión y control del cumplimiento de las disposiciones en materia del mercado de valores.

Destacamos lo dispuesto en esta normativa para regular la transparencia del mercado, refiriéndose básicamente a la calidad de la información a ser presentada ante la CONASEV, que debe ser veraz, oportuna y suficiente, y ponerse de inmediato a disposición del público.

En efecto, se trata de un régimen que sigue la línea de los anteriores, en cuanto a la intervención estatal para regular y organizar el funcionamiento del mercado de valores.

Como resumen del modelo de regulación imperante en estos cuatro países, podemos concluir que dado el importante rol que cumple el mercado de valores en la economía actual, se hace indispensable su regulación y su constante supervisión por parte de organismos estatales.

En un mercado con altos costos de transacción y asimetría en la información entre los participantes, la regulación es imprescindible para una eficiente asignación de recursos.

La función del Estado consiste en garantizar que haya un flujo de información suficiente y confiable, para que los participantes puedan identificar proyectos que a riesgo similar, generen mayor rentabilidad.

5. PARTICIPANTES DEL MERCADO DE VALORES

Los participantes en los mercados de valores de los diferentes países son básicamente los mismos. Por un lado se encuentra a los emisores e inversores, y por otro hay una serie de instituciones que cumplen un rol específico en el circuito de la negociación de valores. Dentro de estas últimas instituciones están las bolsas de valores, las empresas calificadoras de riesgos, las entidades de liquidación y compensación de valores, los intermediarios, y demás participantes.

En el caso de Brasil encontramos: la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) que tiene como objetivo principal fiscalizar y desarrollar el mercado de valores mobiliarios en Brasil; las Bolsas de Valores que son BOVESPA y BM&F; compañías listadas en BOVESPA.

En Chile los participantes del mercado y sus operaciones, son regulados y fiscalizados por la SVS que supervisa los mercados de valores y de seguros. Entre las entidades del mercado de valores fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros se encuentran: emisores de valores, sociedades anónimas abiertas, agentes de valores, corredores de bolsas, bolsas de valores, calificadoras de riesgo, cámaras de compensación. Existen tres bolsas de valores en Chile: la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), la Bolsa Electrónica de Chile (BECH) y la Bolsa de Corredores de Valparaíso (BCV).

En lo que refiere a Perú, sus principales actores son las Sociedades Agentes de Bolsa (SAB), la Bolsa de Valores de Lima (BVL), la Institución de Compensación de Valores (ICLV), las empresas calificadoras de riesgo, la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

Las Sociedades Agentes de Bolsa son sociedades anónimas autorizadas y supervisadas por la CONASEV, que tienen como función principal la de representar la compra o venta de los inversores frente a otras Sociedades Agentes de Bolsa. También tienen otras funciones como la custodia de valores, la administración de la cartera y la prestación de asesoría.

La Bolsa de Valores es el lugar donde se encuentran los demandantes y oferentes de valores a través de las SAB. En Perú sólo existe una bolsa de valores, la Bolsa de Valores de Lima.

La Institución de Compensación y Liquidación de Valores es la entidad responsable que las operaciones realizadas en Bolsa concluyan satisfactoriamente, a través de la entrega del efectivo a los emisores y de los valores a los inversores. En Perú esta institución se denomina CALAVI, y también es responsable de llevar el Registro Central de valores mediante anotaciones en cuenta.

La CONASEV es una Institución Pública del sector Economía y Finanzas cuya finalidad es promover el Mercado de Valores.

El Mercado de Valores español ha vivido en los últimos años un firme proceso de crecimiento, y fruto de ello es la creación de Bolsas y Mercados Españoles (BME), sociedad que integra las diferentes empresas que dirigen y gestionan los mercados de valores y sistemas financieros en España. Agrupa, bajo la misma unidad de acción, decisión y coordinación, los mercados de renta variable, renta fija, derivados y sistemas de compensación y liquidación españoles. El grupo BME está integrado por la Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Madrid, Bolsa de Valencia, MEFF (Mercado Español de Futuros Financieros) e IBERCLEAR.

Las Bolsas de Valores en España (Madrid, Bilbao, Barcelona y Valencia) son los mercados secundarios oficiales destinados a la negociación en exclusiva de las acciones y valores convertibles o que otorguen derecho de adquisición o suscripción. Estas cuatro bolsas en su conjunto constituyen la Sociedad de Bolsas, entidad responsable de la gestión técnica del Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE).

En lo que refiere a la gestión de la liquidación y compensación de valores negociados en Bolsa, corresponde a una sociedad específica, IBERCLEAR, llevarlo a cabo.

Otro mercado secundario es el de derivados, del cual el MEFF es responsable. Y por último tenemos el mercado de deuda pública que es aquel en el que se negocian los bonos, obligaciones y letras del Tesoro, y deuda emitida por otras Administraciones y Organismos Públicos. En este último caso el Banco de España es el organismo rector.

6. GOBIERNO CORPORATIVO

Las prácticas de gobierno corporativo se han ido expandido muy rápidamente en los últimos años, convirtiéndose en un factor determinante en cuanto a las buenas prácticas de los mercados de valores, en particular.

La OECD⁶, al hacer referencia a los Principios de Gobierno Corporativo, establece que: “Gobierno Corporativo involucra las relaciones entre la administración de la empresa, su directorio, sus accionistas y demás agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa. El Gobierno Corporativo también provee la estructura a través de la cual

⁶ Organization for Economic Co-operation and Development

se establecen los objetivos de la empresa, los medios para alcanzar estos objetivos, así como la forma de hacer un seguimiento a su desempeño”.

De esta manera con Gobierno Corporativo hacemos referencia a la relación con los accionistas, pero también con los agentes económicos involucrados, caracterizándose por la transparencia, equidad corporativa, responsabilidad y cumplimiento de las normas, para alcanzar de la forma más eficiente los objetivos de la organización.

En el caso de Uruguay, la regulación de las prácticas de Gobierno Corporativo en el mercado de valores que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y los emisores de valores de oferta pública, fue establecida por la Ley N° 18.627 de reciente emisión, con el objetivo de garantizar procesos adecuados de supervisión y control de la gestión de su dirección y el trato justo e igualitario de los accionistas.

Si bien en nuestro caso recién se están implementando estas prácticas, a nivel de América Latina fueron México, Brasil y Argentina los primeros en comprometerse con la difusión y consolidación de los Principios de Gobierno Corporativo establecidos por la OECD. En el liderazgo le siguen Colombia, Perú y Chile.

En el caso de Brasil se han producido reformas legales relacionadas con el mercado público de valores, flexibilizándose los regímenes de inversión que a su vez protegen los derechos de las operaciones realizadas en el territorio nacional por inversionistas extranjeros.

La Bolsa de Valores de Sao Paulo es la única bolsa de valores latinoamericana en exigir prácticas escalonadas a sus emisores concernientes al Gobierno Corporativo.

Por otro lado, Brasil cuenta con un sector privado muy comprometido con la promoción de las prácticas de Gobierno Corporativo. El “Instituto Brasileiro de Governanca Corporativa” ha elaborado el “Código de Gobernabilidad Corporativa de Brasil”, que es un código de prácticas corporativas sin participación de ningún órgano regulador. Este instituto es una organización privada sin fines de lucro que tiene como misión fortalecer y difundir el Gobierno Corporativo en el mercado de capitales brasileiro.

La Bolsa de Valores de Sao Paulo por su parte creó el denominado “Novo Mercado” basado en un acuerdo vinculante entre emisores y la Bolsa de libre adhesión, donde sólo pueden adherirse aquellos emisores con mejores estándares de Gobierno

Corporativo, considerados como los mejores prospectos para la inversión. Entre los cuatro niveles de Gobierno Corporativo de la Bolsa se encuentran asuntos relacionados con la independencia de los directores, la revelación de información, el arbitraje y la conciliación.

En lo que a Chile refiere la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile ha promovido varios cambios normativos relacionados a las Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo. Las principales incorporaciones se encuentran en las modificaciones a la Ley de Mercado de Valores N° 18.045 de 22 de octubre de 1981 donde se incorporaron temas como el Comité de Auditoría, las transacciones entre partes relacionadas, el derecho de retiro y la acción civil derivada.

En cuanto al Comité de Auditoría, la legislación chilena limita sus atribuciones a reunir información contable o de auditoría y le confiere escaso poder de decisión respecto a temas de Gobierno Corporativo, remuneraciones o nombramiento de nuevos directores.

Cabe recordar que el Comité de Auditoría también es una de las incorporaciones que introdujo la Ley uruguaya.

La normativa chilena ha previsto un procedimiento especial para llevar a cabo las transacciones entre partes relacionadas que va desde la aprobación de la negociación por parte de la junta directiva hasta designar evaluadores independientes que examinen la operación.

La tercera incorporación hace referencia al derecho de retiro de los accionistas cuando vean comprometido su patrimonio, entre estos casos se cuenta: la venta de activo y entrega de garantías por un valor superior al 50% del patrimonio; la concentración de la propiedad cuando exceda las 2/3 partes de la propiedad accionaria. Con esto se está buscando la protección de los accionistas minoritarios.

La última incorporación hace referencia a la adaptación de un concepto de la legislación anglosajona "Class Action", que consiste en el derecho que tiene cualquier accionista o miembro de la junta directiva para demandar a quien corresponda en nombre y en beneficio de la sociedad por toda pérdida en el patrimonio derivada de la infracción a la ley o a los estatutos por parte de los administradores.

En el caso chileno el sector público es el único que ha logrado llevar adelante la promoción del Gobierno Corporativo. A nivel privado se han manifestados algunas iniciativas, pero éstas no se han materializado.

En el caso de Perú, la legislación vigente les otorga espacio suficiente para la adopción de estándares de Buen Gobierno Corporativo. El marco legal relevante para ello está contenido en la Ley General de Sociedades y la Ley de Mercado de Valores, y sus respectivas normas complementarias.

El marco legal peruano, al igual que el de todos los países, debió adecuarse al nuevo perfil de empresas que se desenvuelven en una economía globalizada.

De todas formas el Gobierno Corporativo de las empresas en el Perú se encuentra en una etapa incipiente. Si bien hay iniciativas tanto de organismos privados y públicos, como las del organismo regulador del mercado de valores peruano (CONASEV), éstas son aisladas. La principal característica que hace más difícil la aplicación de prácticas de Gobierno Corporativo en el Perú es la concentración de poder en pocos accionistas, la que puede atentar contra el cumplimiento de los principios de igualdad y transparencia en la empresa.

Otro caso que resulta de interés presentar es el español, que ha implementado ya desde hace algunos años estas buenas prácticas. La Ley del Mercado de Valores español en su artículo 116 establece la obligación de presentación del Informe Anual de Gobierno Corporativo, donde se indica si se siguen o no las recomendaciones establecidas sobre gobierno corporativo.

En el año 2003 la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en una publicación prevé que se haga público un documento único con las recomendaciones de gobierno corporativo existentes, con el fin de que las sociedades cotizadas lo tomen como referencia cuando elaboren el informe anual anteriormente mencionado.

El Gobierno español dispuso unos años más tarde la creación de un Grupo Especial de Trabajo que asesorara a la CNMV, con el fin de que: el documento de recomendaciones no se limitara a difundir las recomendaciones existentes hasta 2003 sino también tuviera en cuenta recomendaciones formuladas con posterioridad; y la CNMV tuviera muy presentes los puntos de vista de expertos del sector privado, así como de la Secretaría de Estado de Economía, Ministerio de Justicia y Banco de España.

Luego de varios meses el Grupo concluyó su trabajo y el Informe presentado fue aprobado unánimemente. El mismo establece la aprobación de un documento único con las recomendaciones de gobierno corporativo, el “Código Unificado de Buen Gobierno”. Asimismo establece la obligación de las sociedades cotizadas de tomar como referencia dicho código para confeccionar el Informe Anual de Gobierno Corporativo.

Los países de América del Sur y Central, unos más que otros, están tomando mayor conciencia de la importancia que reviste las prácticas de Gobierno Corporativo en una economía globalizada.

Países como España, con un mercado de valores más desarrollado, van un paso adelante y para poder competir internacionalmente con ellos se debe adoptar una serie de medidas que nos hagan más competitivos. Las practicas de un buen Gobierno Corporativo es una de esas medidas, ya que brinda los niveles mínimos de control, protección, y de información al inversor y el accionista.

7. REGIMEN SANCIONATORIO

El régimen sancionatorio a aplicar en cada país depende de varios factores, como ser el grado de regulación del mercado de valores y el grado de desarrollo del mismo.

En Brasil el régimen sancionatorio está modificándose y haciéndose más severo. Esto lo podemos ver en la última reforma de la Ley de Mercado de Valores de la CVM, en donde se criminalizaron algunas conductas como la manipulación del mercado, el insider trading, y el ejercicio no regular de actividad o función.

En el caso de Chile en el año 2000 con la promulgación de la ley N° 19.705 se estableció un régimen sancionatorio más estricto frente al uso de información privilegiada, operaciones con partes relacionadas y otras prácticas corporativas ilícitas.

En el caso de Perú la CONASEV tiene un reglamento que regula el procedimiento sancionador y establece las sanciones por las infracciones a la Ley del Mercado de Valores, Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, Ley sobre Bolsa de Productos, Ley de Empresas Administradoras de Fondos Colectivos, así como a sus normas reglamentarias. En este caso el órgano regulador es el Tribunal

Administrativo de CONASEV. Pero en la regulación también se consideran órganos sancionadores a la Bolsa y a la ICLV, en la medida que pueden imponer sanciones, de acuerdo con las facultades establecidas por las leyes y reglamentos.

La regulación de España en su Ley de Mercado de Valores establece un régimen sancionatorio detallado y estricto, donde se determina que es la Comisión Nacional del Mercado de Valores la que debe supervisar, inspeccionar y sancionar el incumplimiento de la ley. Quienes están sujetos al régimen son: los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales de valores, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, las Sociedades y Agencias de Valores, y las personas físicas y jurídicas en cuanto a sus actuaciones relacionadas con el mercado de valores.

El sitio web de la CNMV tiene un link de acceso al registro de sanciones donde se puede conocer cuáles fueron las entidades infractoras y sus correspondientes sanciones.

8. BENEFICIOS TRIBUTARIOS

Los beneficios tributarios de las diferentes regulaciones son una forma de promocionar e incentivar las inversiones, y de esta forma hacer crecer el mercado de valores.

En Uruguay con la nueva regulación se introdujeron exoneraciones particulares a cada tipo de impuesto y, a su vez, se establecieron tasas específicas para determinadas operaciones llevadas a cabo.

En el caso de Chile en el año 2001 se dictó la Ley N° 19.768 de 7 de noviembre de 2001 que constituyó la primera reforma al mercado de capitales. El principal componente de dicha reforma fue la liberación del impuesto a la ganancia de capital sobre acciones con presencia bursátil, dando un nuevo impulso al mercado accionario local, tanto en capitalización bursátil como en volumen transado. Y en el año 2007 buscando disponer de capital de financiamiento para las PYMES, se estableció un beneficio tributario que se aplica a los fondos tanto públicos como privados que inviertan en empresas más pequeñas. El beneficio alcanza a los emprendedores e inversionistas que inviertan en empresas de capital de riesgo con ventas anuales inferiores a las 200

mil UF⁷ (aproximadamente U\$S 8.400.000), y también a fondos de inversión que invierten en empresas más grandes con ventas inferiores a las 400 mil UF (aproximadamente U\$S 16.800.000).

Respecto a Perú, el régimen de beneficios tributario consiste en la exoneración del impuesto a la renta de las ganancias de capital sobre valores mobiliarios, títulos en divisas, certificados de participación en fondos de inversión y sobre los dividendos. También existen exoneraciones del Impuesto sobre ventas de los intereses generados por bonos emitidos por empresas constituidas en el país.

Con respecto a Brasil, como beneficio tributario encontramos la exoneración del Impuesto a la Renta de las ganancias de capital y de los dividendos para inversionistas extranjeros.

En el caso de España el artículo 108 de la ley de mercado de valores español establece que “La transmisión de valores, admitidos o no a negociación en un mercado secundario oficial, estará exenta del Impuesto sobre el Valor Añadido y del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados”.

Como podemos ver en todos los casos existe algún tipo de beneficio. Si bien no se tiene conocimiento del régimen tributario de todos los países, por lo que no se puede dimensionar los beneficios de cada uno, se concluye que las exoneraciones tributarias y aplicación de tasas especiales es uno de los mecanismos para promover el mercado de valores.

⁷ Unidad de fomento

CAPÍTULO V

OPINIÓN DE DISTINTOS AGENTES DEL MERCADO DE VALORES

1. INTRODUCCIÓN

Para poder comprender de mejor manera la nueva Ley hemos realizado una serie de entrevistas a diferentes participantes del mercado.

En ellas podremos percibir distintas opiniones acerca de la nueva regulación, del órgano regulador y de la situación del mercado en general.

Los participantes entrevistados son: un alto jerarca de la Bolsa de Valores de Montevideo, un funcionario del Banco Central del Uruguay que participó en la elaboración de la Ley, un Corredor de Bolsa integrante de una Sociedad de Bolsa, y un abogado integrante del staff de un estudio jurídico con amplio conocimiento del tema.

A partir de las entrevistas realizadas pudimos extraer que existen dos visiones diferentes acerca de lo que significó el cambio de regulación. Esto no significa que éstas sean contrarias, sino que se trata de diferentes puntos de vista sobre un mismo tema.

Por un lado el funcionario del BCU considera necesaria la regulación para proteger el mercado y convertirlo en un mercado seguro, respaldando de esa forma la participación del BCU como órgano regulador.

Por otro lado los demás participantes consideran que la LMV no promueve el desarrollo del mercado, y además regula de forma excesiva un mercado incipiente. Según ellos, en primera instancia se debería promover el crecimiento del mercado, para luego regularlo de forma eficiente.

A continuación se expone de manera diferenciada las dos visiones mencionadas anteriormente.

2. VISIÓN DEL FUNCIONARIO DEL BCU

Al momento de realización del proyecto de la LMV, el funcionario entrevistado se encontraba desempeñando funciones en un sector del BCU que lo llevó a participar del proceso de revisión del marco regulatorio y propuesta de una nueva Ley.

Al consultarle sobre las razones que llevaron a un cambio en la regulación del mercado de valores, éste hizo referencia a que el anterior marco regulatorio ya tenía más de 10 años, y había sido la primera ley en nuestro país sobre mercado de valores. Este primer marco fue muy global, planteó las líneas generales de funcionamiento del mercado y pasados 10 años se vio la necesidad de ajustar algunos aspectos, profundizar otros, y abordar algunos que no habían sido abordados. Desde el punto de vista del regulador significó un proceso de aprendizaje, ya que durante estos 10 años se fue conociendo el mercado, las partes más importantes del negocio, sus fortalezas y debilidades. En función de esto y de una evaluación del cumplimiento de principios internacionales en materia de mercado de valores, se propuso un cambio de regulación.

El funcionario del BCU considera que siempre hay modelos de regulación de otros países para tomar como referencia. Muchos de los cambios propuestos tienen que ver con la evaluación de los principios internacionales de IOSCO. El BCU solicitó oportunamente a IOSCO una evaluación y a partir de allí se establecieron determinados puntos a ser mejorados.

Se realizó una comparación con otros países a nivel del sistema legal y de métodos utilizados, pero el “gran paraguas” es el conjunto de principios internacionales de IOSCO, siempre teniendo conciencia de cuál es la realidad uruguaya.

Mencionó algunos cambios importantes incorporados en esta Ley:

- Brindar mayor marco institucional
- Clarificar las atribuciones de cada uno de los agentes intervinientes en el mercado (corredores, bolsas, calificadores, registrantes, supervisor)
- Algunos elementos que no estaban en la Ley anterior, como por ejemplo, la regulación en materia de Valores Escriturales, considerada por él como sumamente importante ya que es con dichos valores que funciona el mercado actual, producto de la desmaterialización. Esto implica la existencia de un marco legal que ampara y da fuerza a los valores escriturales, y que aclara la situación jurídica lo que propicia el normal funcionamiento y la resolución de conflictos, como por ejemplo juicios que reclamen derechos de propiedad, etc.
- Los asesores de inversión como una figura avalada por la Ley.
- Las prácticas de Gobierno Corporativo, consideradas por el entrevistado como

- fundamentales para los emisores, y que hacen hincapié en la protección de los derechos de los accionistas minoritarios.
- Creación de la Comisión de Promoción que surgió en el proceso de aprobación de la Ley como propuesta de la BVM.

Como era de esperar ante el cambio regulatorio los distintos agentes participantes del mercado de valores tuvieron distintas reacciones, producto de sus diferentes intereses respecto al tema.

El entrevistado concluye que esta Ley apunta a promover el mercado de valores en el sentido de que aclara los roles de los agentes intervinientes del mercado, mejora las potestades de los agentes, llena espacios vacíos del anterior marco regulatorio.

De todas maneras, piensa que los marcos legales son condiciones necesarias pero no suficientes. La existencia de negocios, el conocimiento del mercado de valores y de sus posibilidades, depende de los agentes que intervengan en él.

Para el canal de crédito es un instrumento que si es correctamente utilizado resulta muy eficiente. Depende de que existan negocios que se puedan canalizar a través del mercado de valores, y de que los agentes que puedan utilizarlo lo conozcan y lo utilicen bien.

3. VISIÓN DE OTROS PARTICIPANTES

3.1. DIFERENTES ROLES

La BVM es una asociación civil sin fines de lucro cuyo objeto es: controlar el mercado bursátil, y ofrecer a los corredores de bolsa un régimen adecuado para que desempeñen las funciones específicas de su actividad.

El Corredor de Bolsa definió su rol como intermediario entre clientes finales o empresas, y otros corredores de bolsa en la BVM.

Los roles del abogado y del estudio en el que trabaja son básicamente tres: asesor

financiero en conjunto con el sector de finanzas, asesor legal, y fiduciario en operaciones de fidecomisos financieros.

El estudio estructura operaciones en el mercado de valores, haciéndole todo el asesoramiento. Por un lado asesoran legalmente a sus clientes, le arman la documentación, hacen todo el trámite de aprobación en el BCU. El abogado considera que preparar las emisiones en el mercado de valores lleva tiempo, hay que cumplir con muchos requisitos, preparar gran cantidad de documentación (contrato, prospecto, etc.), lo que resulta bastante complejo.

Su rol de fiduciario en operaciones de fidecomisos financieros lo define como la utilización de un vehículo que es una sociedad administradora de fondos de inversión creada por el estudio jurídico, que sirve para emitir valores en el mercado en lo referente a fidecomisos financieros. Este sería un rol que va más allá del asesoramiento legal, ya que participan en la emisión, administración, pagos, etc. de este instrumento.

3.2. PARTICIPACIÓN EN LA INSTANCIA PREVIA A LA PUBLICACIÓN DE LA LEY

En la instancia previa a la publicación de la Ley, cuando la misma se puso a consideración, participaron varios agentes del mercado de valores quienes dieron su opinión y aportaron ideas.

El alto jerarca de la BVM tuvo una intensa participación en el proceso de preparación de la LMV. Realizó muchos comentarios al proyecto inicial de la ley, que fueron muy discutidos en el transcurso del trámite parlamentario.

Su labor como alto jerarca de la Bolsa de Valores de Montevideo se ha enfocado en promover el desarrollo del mercado de valores local. Éste no concibe una bolsa de valores offshore, es decir, una bolsa que opere exclusivamente con papeles y acciones del exterior.

Su opinión puede considerarse antigua y cerrada, pero ha sido, es y será su posición al

respecto, producto de una experiencia de muchos años en el tema, ya que participó de forma muy intensa en el proceso de discusión de la Ley N° 16.749, y en la Ley de Sociedades Comerciales (N° 16.060) en lo referente al mercado de valores.

Cuando la Bolsa de Valores de Montevideo tuvo conocimiento del borrador del proyecto de Ley, formuló sus propuestas ante el Parlamento, siendo la única institución que planteó sus inquietudes.

El jerarca entrevistado consideró el borrador del proyecto de ley como excesivamente teórico y conceptual, aplicable sobre todo a países con mercados desarrollados (Colombia, México, Perú) y no tanto a Uruguay. Según éste, en la redacción de este proyecto no se tuvo en cuenta la realidad del mercado uruguayo, no se realizó un buen diagnóstico del mercado y por ende, el proyecto de ley resultó inadecuado al contexto. Insistió en que no existe un mercado de valores en Uruguay, y por tanto es una falacia aumentar las regulaciones en una cosa que no existe.

Por estos motivos, las propuestas de la Bolsa se enfocaron en incluir artículos que apuntaran a la promoción del mercado.

Después de intercambios con el Banco Central del Uruguay, se lograron incorporar dos capítulos importantes. Por un lado se incorporó el capítulo que regula la creación de la Comisión de Promoción del Mercado de Valores y por otra parte, el capítulo de Disposiciones Tributarias.

Respecto al primer tema, la propuesta de la Bolsa de Valores de Montevideo era la creación de una Comisión Nacional de Valores. Ésta implicaría unir la promoción y regulación del mercado en una sola entidad, quitándole la potestad de regulación al BCU, y dejándole la fiscalización. Según el alto jerarca de la BVM no se puede concebir la promoción separada de la regulación, pues son dos caras de una misma moneda que tienen que estar alineadas, y de forma independiente que exista una entidad que actúe fiscalizando las disposiciones que emergen de esa Comisión, siendo el indicado el BCU.

Luego de largas negociaciones en el Parlamento, producto de las propuestas

presentadas por la BVM, la LMV dispuso la creación de una comisión con potestades únicamente de promoción, manteniendo las potestades de regulación en poder del BCU.

Esta comisión es una institución asesora del Ministerio de Economía y Finanzas, que actualmente está teniendo poca incidencia en el mercado de valores. De todas maneras, el presidente de la BVM reconoce que es un paso adelante en el camino del desarrollo del mercado local.

En cuanto al capítulo de beneficios tributarios, surge como propuesta de la BVM. El proyecto inicial no contenía referencia alguna a este tema.

El jerarca de la BVM concluye que si se hubiera promulgado la Ley sin incluir estos dos capítulos, dicha Ley no hubiera aportado absolutamente nada al mercado.

En el caso del Corredor de Bolsa, declaró haber tenido participación en la instancia previa a la publicación, en donde dio su opinión coincidente, salvo algunas diferencias con los demás corredores de bolsa. Ésta fue planteada al BCU quien tomó en cuenta algunas y otras no.

El staff del estudio al que pertenece el abogado entrevistado participó en la instancia previa a la publicación de la ley, haciendo sugerencias y proponiendo algunos cambios, sobretodo en relación a exoneraciones tributarias, beneficios y promoción del mercado, y a la Comisión del Mercado de Valores. No obstante poco de lo propuesto fue tomado en cuenta.

Dentro de la Comisión, que si bien como tal no empezó a funcionar, se creó una comisión de algunos abogados para redactar el decreto reglamentario de la Ley, que está en las últimas etapas.

3.3. ALGUNOS ASPECTOS CONSIDERADOS POSITIVOS

El alto jerarca de la BVM considera como aspectos positivos de la LMV la incorporación del capítulo donde se crea la Comisión de Promoción del Mercado de Valores y del

capítulo de beneficios tributarios. Considera que es inconcebible la regulación por sí misma, sin un objetivo de promoción y sin tener en cuenta el contexto del mercado. Por otra parte, piensa que sin estos dos capítulos la LMV no tendría sentido alguno, ya que la mayoría de las disposiciones ya se encontraban en normas del BCU.

El integrante de la BVM comentó que la Comisión tuvo como tarea hasta el momento, reglamentar la Ley y elaborar una serie de normas que se incorporaron a la Ley de presupuesto, que son interpretativas de la LMV en algunos aspectos que pueden haber generado confusiones.

Al preguntarle al Corredor de Bolsa sobre qué aspectos consideraba positivos, éste dijo: “Considero positivo la parte de capacitación de agentes de mercado, o sea nosotros. En principio sería esa la parte positiva, es un beneficio más que nada al cliente”.

A su vez considera que los beneficios tributarios establecidos por esta Ley son un logro importante producto de mucho trabajo por parte de la BVM.

Al señalar algunos aspectos positivos de la nueva Ley el abogado mencionó el orden y la organización que se le dio a ciertos temas, y lo referido a los incentivos tributarios incorporados. Considera que hay incentivos que son buenos, si bien no son todo lo amplio que deberían ser, pero en algunos casos son convenientes. Señaló de manera reiterada que lo mejor es la parte de beneficios tributarios, sobre todo en la emisión de acciones que puede ser lo que genere un incentivo a las empresas para salir al mercado.

3.4. ALGUNOS ASPECTOS CONSIDERADOS NEGATIVOS

El alto jerarca de la BVM en una posición muy categórica catalogó a toda la Ley como negativa excluyendo la creación de la Comisión de Promoción del Mercado de Valores y a las disposiciones tributarias.

Lo negativo desde el punto de vista del Corredor de Bolsa se centró en las garantías, considerándolas innecesarias. Se calificó como “uno de los corredores más pequeños”, para demostrarnos que siendo así tiene en custodia diez veces el valor de lo que está

en garantía, por lo que no le encuentra sentido a las mismas. Según él hubiese sido más adecuado que el BCU exigiera un seguro sobre los depósitos que tiene cada corredor y que se pusiera una cuota. Además manifiesta que el BCU no dio explicación alguna sobre la exigencia de las mismas.

En el caso del abogado, cuando se centró en comentar los aspectos que considera negativos, hizo referencia a la excesiva regulación. Según el entrevistado se generó un mercado con una regulación muy de vanguardia, que cumple con muchos estándares internacionales, y en realidad se está regulando de forma excesiva a un mercado que prácticamente no existe. Entonces en realidad lo único que se puede llegar a lograr es que el mercado nunca logre existir.

Lo negativo es una excesiva regulación en muchos temas sin tomar en cuenta cuál es la realidad del mercado y los negocios. Él propone que se establezcan diferentes tipos de requisitos como ocurre en Estados Unidos donde hay determinadas inversiones que no son para cualquiera pero sí para inversores calificados que tienen otro conocimiento y no necesitan tanta información.

Otro punto el cual consideró negativo es la falta de una vocación de promoción del mercado. Dado que la Ley proviene del BCU, lo único que se hace es regular, pedir información y establecer el cumplimiento de diversas cosas, pero no hay nada que trate de promover o incentivar a las empresas a recurrir y usar más el mercado de valores. El abogado cree que ese es el gran debe que tiene, ya sea en beneficios tributarios pero también en otro tipo de medidas que incentiven, que hagan más ágil las aprobaciones para salir al mercado y que se le haga un poco más fácil la vida al que quiere emitir. Para el que quiere emitir es una carrera de obstáculos que se sabe cuando empieza pero nunca cuando termina, siempre surgen problemas, nuevos requisitos, y todo lleva mucho tiempo.

3.5. ALGUNOS ASPECTOS CONSIDERADOS PENDIENTES

El jerarca de la BVM entrevistado resaltó que hubiese querido que se incorporara a la LMV una Comisión Nacional de Valores, como la que existe en todos los países del mundo. A pocos meses de retirarse de su cargo de la BVM, su trabajo durante años ha

sido fomentar el desarrollo del mercado local y percibe como difícil que esto pueda lograrse debido al escaso interés de otros corredores de bolsa, que se enfocan principalmente en papeles del exterior.

También le hubiera gustado incluir otro artículo que él propuso como exoneración tributaria en el que se establecía que el monto de toda suscripción pública de acciones que cumpla con los requisitos, pueda ser descontado íntegramente del IRAE en los tres ejercicios siguientes a la suscripción, siendo éste un incentivo muy fuerte.

Según el Corredor de Bolsa la regulación se traduce en costos, es decir cuanto mayor regulación, mayores son los costos para el corredor de bolsa. Por lo que considera que no se le tendría que haber incorporado nada sino que insiste en que le hubiese gustado la eliminación de las garantías.

De todas formas, planteó al igual que el jerarca de la BVM, la necesidad de una Comisión Nacional de Valores que regule, y además el Banco Central del Uruguay pero en el papel de participante del mercado. Según él, hoy está todo muy concentrado en el BCU y no hay perspectivas de que cambie.

El principal punto que según el abogado entrevistado debería haberse incorporado es lo que mencionábamos anteriormente, de que más allá de que está bien regular y cumplir con estándares, generando un mercado transparente e información que proteja a los inversores, es imprescindible generar opciones alternativas de emisiones, considerando que existen diferentes tipos de inversores. Existe el inversor común pero también el calificado que en realidad no requiere tanta información. Comentó que “en Uruguay para todo te piden lo mismo, eso hace muy difícil emitir y que a las empresas les cueste tomar la decisión porque es un proceso tortuoso y costoso. Lo que hacen es poner más requisitos y esos requisitos implican mayores gastos”. Considera que faltó flexibilidad para generar más oferta en el mercado, evitándose los riesgos pero generando oportunidades para que existan emisiones en tiempos más razonables. Por ejemplo, en la anterior Ley del mercado de valores se establecía que si el BCU no se pronunciaba en 30 días se daba la aprobación ficta, cosa que no se utilizó pero se sabía que existía un plazo. En la nueva Ley voluntariamente fue excluido dicho plazo.

3.6. ¿EL MERCADO DE VALORES ESTÁ EVOLUCIONANDO?

El jerarca de la BVM nos comenta que ha habido numerosos estudios dedicados a encontrar las razones de por qué no se ha desarrollado el mercado de valores uruguayo. En ellos se exponen motivos diversos:

- la mayoría de las empresas uruguayas son familiares
- el país no se encontraba en un proceso de crecimiento sostenido
- no hubo grandes proyectos de inversión en los últimos 30 años
- economía con inflación alta, incertidumbre cambiaria y déficit fiscal importante
- gobierno endeudándose permanentemente y por ende compitiendo con el mercado de valores

Todos estos factores se dieron en los últimos 30 años, pero para él hoy en día todo eso se está modificando, está cambiando el ambiente donde se desarrolla el mercado de valores. Al respecto comenta que se están realizando muchos proyectos de inversión, la economía está creciendo a un ritmo históricamente alto, el déficit fiscal está controlado, no hay incertidumbre cambiaria, el estado no está necesitando imperiosamente endeudarse y por tanto no está compitiendo con el mercado local, el país está recibiendo un flujo de inversiones externas históricamente alto lo que conlleva un profesionalismo mayor en la gestión de las empresas.

Todos los factores que se mencionaban como escollos o limitaciones ya no están. Todo está cambiando favorablemente en el contexto donde el mercado de valores se debe desarrollar.

El jerarca considera como otro elemento clave la Ley de Emprendimientos Públicos y Privados, y tiene la expectativa de que esta Ley ampare a la Bolsa de Valores, y que posibilite que el inversor común participe en estos emprendimientos de infraestructura y energía.

Si se da todo el contexto anterior, en donde existe una Comisión de Promoción y una cantidad de inversiones del Estado en infraestructura y energía, en donde se necesite recurrir a los agentes privados, el jerarca considera que podría marcarse el inicio de un

crecimiento embrionario del mercado de valores. Él ve entonces con buenas perspectivas el futuro cercano del mercado de valores.

Según el Corredor de Bolsa, el mercado de valores uruguayo está muy retrasado respecto a otros mercados, hay muchas cosas por hacer, muchas ideas que implementar.

También considera que hay varios sectores de la economía donde la Bolsa de Valores puede ayudar, porque de hecho la Bolsa de Valores es un medio para financiar. Pero todo se ve obstruido por la burocracia extrema del BCU.

Al consultarle al abogado acerca de su visión sobre el mercado de valores uruguayo nos comentó que va evolucionando pero lamentablemente de forma muy lenta, sobre todo porque todo demora mucho.

El abogado le ha discutido al BCU el hecho de que le pidan una calificación de riesgo para emitir acciones, lo que considera algo único en el mundo ya que sólo existe en Uruguay y Argentina. Las calificadoras de riesgo tuvieron que confeccionar manuales de calificación ya que en el mundo las acciones no se califican porque no hay cómo calificarlas. Se califica una deuda que es la posibilidad de que una empresa pague la deuda que tiene, pero no una acción en la que no hay ninguna obligación de pago. Entonces hay una gran dificultad por parte de las calificadoras, lo que hace que no puedas salir al mercado.

La justificación del BCU es que se busca cierta seguridad del producto, pero lo que se logra es que no haya mercado de acciones que es lo básico para tener un mercado de valores.

Piensa que debido al poco dinamismo que hay en el BCU, el mercado de valores está lejos de lograr su desarrollo.

3.7. GOBIERNO CORPORATIVO

Cuando fue preguntado por el capítulo de Gobierno Corporativo, el jerarca de la BVM

entiende que se trata de normas necesarias a nivel mundial, pero han generado las mayores reacciones contrarias de los empresarios. Considera que las disposiciones referentes al tema están copiadas de mercados mucho más desarrollados y de empresas más desarrolladas.

Las empresas uruguayas no están acostumbradas a este tipo de prácticas, por lo que si no se hacen las cosas bien, podrían retirarse de la Bolsa. Convendría empezar por desarrollar el mercado, cuando se tenga un mercado regularlo y luego regular a los inversores. Plantea que con este capítulo muchas empresas desistieron de ingresar a la Bolsa por considerar demasiado exigentes los requisitos de Gobierno Corporativo.

Al consultarle al Corredor de Bolsas sobre Gobierno Corporativo, comentó su situación particular diciéndonos que la Sociedad de Bolsa a la que pertenece es auditada, con el fin de certificar principalmente dos cosas: que no utilizan el dinero de los clientes sin su autorización o sin el fin con el cual ellos invierten, y que no sean un medio para el lavado de dinero.

El abogado considera las prácticas de Gobierno Corporativo como un aspecto positivo pero que tiene elevados costos en un mercado pequeño con empresas que no son grandes. Y además como planteó en otros temas, cree que el nivel de exigencia de la regulación es exagerado. Pero de todas formas piensa que la iniciativa es muy bienvenida en todo lo que sea Gobierno Corporativo, en todo lo que sea transparencia en la información.

3.8. OTRAS CONSIDERACIONES

Finalizando, el jerarca de la BVM comenta sobre un proyecto de fusión de las Bolsas de Valores de Chile, Perú y Colombia. Esta fusión se planteó hace 2 años con la idea de complementarse y operar en forma conjunta.

En Uruguay, muchos corredores de bolsa han sugerido la incorporación de la Bolsa uruguaya a este bloque. Pero el entrevistado considera que no es el papel adecuado que debe desempeñar la Bolsa uruguaya, dadas las características del mercado de valores uruguayo, con un escaso desarrollo, en el que se cotizan 3 acciones una vez

cada 6 meses aproximadamente, por lo que no tendría nada que aportar a este bloque.

Con esta fusión, posiblemente la bolsa uruguaya podría crecer, globalizarse y beneficiarse del desarrollo y experiencia de las demás bolsas, pero no tendría nada que aportar. Por eso, la prioridad estratégica durante su gestión en la BVM fue y es la de desarrollar antes que nada el mercado de valores local.

En el caso del abogado la entrevista culminó con una reflexión planteado que el gran tema es que no hay nadie que le preocupe desarrollar el mercado. El BCU está parado en su posición de regulador, y le resulta más cómodo si no hay mercado porque no tiene riesgo. Por otro lado no percibe que el Ministerio de Economía tenga intención de promover el mercado de valores. Y sin una intensa promoción difícilmente el mercado se desarrolle.

CAPÍTULO VI

CONCLUSIONES

La necesidad de un cambio en la regulación del mercado de valores era algo que todos los participantes y las personas entendidas en el tema consideraban necesario. Por un lado, la anterior Ley era la primera que se emitía para regularlo, y por lo tanto carecía de ciertos aspectos que eran esenciales regular en cualquier mercado de valores. Por otro lado, la falta de experiencia o el desconocimiento, llevaron a tratar algunos temas de manera incompleta. Y finalmente, la evolución de las variables macroeconómicas conducen a la necesidad de una actualización permanente.

Con la nueva regulación se buscó revertir esta situación. Para ello se tuvo en consideración la opinión de los diferentes participantes del mercado de valores, quienes aportaron desde sus puntos de vista lo que consideraban necesario para lograr el desarrollo del mercado, velando por su transparencia, eficiencia y competitividad.

Uno de los aspectos que fueron regulados y en los que se hizo énfasis, fue en la transparencia y calidad de la información. Este es un requisito indispensable que debe cumplirse para asegurar el correcto funcionamiento del mercado y la igualdad de condiciones de todos sus participantes.

Podemos señalar como otra razón principal para llevar a cabo un cambio en la regulación del mercado de valores, a la necesidad que hubiera un organismo regulador con amplias potestades que organizara el funcionamiento del mercado, lo regule y lo fiscalice. El fin de dicho cambio es lograr un funcionamiento transparente, ordenado y eficiente del mercado con adecuada información, para recuperar la confianza de sus participantes y favorecer la promoción y desarrollo de éste.

Esto se piensa lograr a través del gran cambio que implica pasar de un mercado autorregulado, que supone que el funcionamiento está sujeto a la regulación que establezcan los propios agentes intervinientes, a un mercado regulado por el Estado a través del Banco Central del Uruguay.

Indudablemente la creación de la Comisión de Promoción del Mercado de Valores es otra novedad importante de la LMV. Como su nombre lo dice este es un órgano para el fomento y desarrollo del mercado de valores, integrado por representantes del Estado, de las bolsas, de los emisores de oferta pública y del Banco Central del Uruguay.

Se considera que el mercado uruguayo es poco profundo debido a la ausencia de estrategias de promoción, a las insuficiencias institucionales existentes, al tamaño pequeño de las empresas y de los proyectos llevados a cabo, al protagonismo del sector público, a la falta de capacitación de los agentes. Todos estos aspectos deben ser subsanados, y una forma de lograr esto es haciendo un seguimiento continuo al mercado y buscando nuevas incorporaciones y soluciones.

El cometido de esta Comisión es hacer dicho seguimiento, realizando investigaciones y estudios para promover iniciativas, y asesorando al Poder Ejecutivo en lo relacionado a la promoción, el desarrollo del mercado de valores y los proyectos regulatorios.

Otro aspecto a resaltar de la nueva regulación son los valores escriturales. Estos han adquirido mayor trascendencia debido a la globalización de los mercados y a la desmaterialización, producto del avance de la tecnología. Esta forma de representación de los valores evita los riesgos inherentes a los valores físicos y reduce costos de transacción.

La LMV regula en todos sus aspectos los valores escriturales para que los participantes del mercado perciban en ellos y en las transacciones que los involucran, un mecanismo certero y confiable.

En cuanto a las entidades registrantes de valores escriturales, éstas también han sido más reguladas con el mismo fin de rebajar los costos de transacción y de aumentar la seguridad de las operaciones llevadas a cabo. Estas entidades son las encargadas de llevar el registro de las anotaciones en cuenta de cada tipo de valor y son las que centralizan la compensación, liquidación y custodia de los valores en general. Por lo tanto toda mejora y desarrollo de las mismas requiere de vigilancia y regulación estricta para aumentar la eficiencia y lograr la sofisticación.

Asimismo en el marco de la nueva regulación y de la experiencia, se vio la necesidad de establecer como obligatorio la introducción de buenas prácticas de gobierno corporativo por parte de las bolsas de valores, de otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y de los emisores de valores de oferta pública.

Se establece minuciosamente una serie de requisitos a cumplir por parte de estos agentes para lograr un funcionamiento transparente, una correcta divulgación de información y el cuidado de los accionistas minoritarios.

Entre otras obligaciones de las entidades emisoras se encuentra la de divulgar sus resultados financieros y demás información relevante para los inversores, de manera completa, puntual y exacta, así como adoptar normas de contabilidad y auditoría conforme a principios internacionales.

Por otro lado y a diferencia de su antecesora, la Ley N° 18.627 regula detalladamente la actuación de los distintos agentes participantes del mercado de valores.

En cuanto a las Bolsas de Valores e intermediarios de valores se dispone un enfoque diferente al que contenía la Ley anterior, regulando y supervisando sus actuaciones en la oferta pública de valores.

De esta manera, el regulador ejerce sus potestades en relación a los agentes profesionales intervinientes en el mercado, y asegura la implementación de mecanismos por los cuales las conductas incorrectas sean identificadas y sancionadas. Asimismo promueve el cumplimiento de los requisitos mínimos que los agentes intermediarios deben reunir para ser autorizados a operar, a efectos de que puedan responder adecuadamente ante sus clientes. El objetivo de este cambio en el alcance es apoyar la profesionalización y sofisticación de los agentes.

El regulador también se ocupó de regular a auxiliares del mercado, tales como los auditores externos, calificadoras de riesgo y asesores de inversión, estableciendo principios y prácticas prudenciales, así como también incompatibilidades.

En lo que refiere al régimen sancionatorio establecido en la Ley, éste ha sufrido modificaciones debido al cambio en el modelo de regulación, delegando todas las potestades sancionatorias al BCU.

Otra pieza fundamental de esta Ley resulta ser la implementación de beneficios tributarios, cuyo objetivo principal es fomentar el desarrollo del mercado de valores.

En este sentido, resulta trascendental la exoneración del Impuesto a la Renta de las Personas Físicas al reparto de dividendos de las sociedades que cotizan en Bolsa, ya que significa un impulso a la participación de los inversores en el mercado de valores.

En el presente trabajo se ha incluido además un análisis comparativo de la regulación del mercado de valores en Chile, España, Perú y Brasil. A partir de dicho análisis detectamos que en la elaboración de la Ley se recogió la experiencia de la legislación de estos países, en algunos casos sin tener en cuenta la discordancia entre el grado de desarrollo de esos mercados y el mercado uruguayo.

Indudablemente la opinión sobre la situación actual del mercado de valores y su regulación, depende del lugar que se ocupe en el mercado y como se vea afectado.

En las entrevistas detectamos la existencia de dos visiones, que no son completamente contrarias pero que exponen diferentes puntos de vista sobre un mismo tema.

Por un lado está la visión del órgano regulador, que considera necesaria la existencia de una regulación completa y exigente para proteger el mercado y hacerlo seguro, respaldando de esta forma las potestades del ente regulador.

Por otro lado el resto de los participantes no está en contra de un cambio en la regulación, sino que no está de acuerdo con los cambios aprobados. Según éstos la LMV tiene que promover el desarrollo del mercado y no lo hace debido a excesivas exigencias que se establecen a un mercado incipiente, y a la falta de incentivos.

Desde nuestro punto de vista, tal como dijimos al inicio de este capítulo, era inminente la necesidad de un cambio en la regulación del mercado de valores.

Consideramos que la ausencia de una regulación adecuada genera una exposición al riesgo sin poder identificarlo, y de esta forma resulta imposible la respuesta en el momento oportuno por parte de los agentes intervinientes, principalmente del Estado. Por lo que el modelo de regulación adoptado es una forma de prevenir estas situaciones.

Por otra parte la nueva Ley establece un orden que era necesario en el mercado. El inconveniente es la primacía de un excesivo orden, en detrimento del crecimiento y desarrollo del mercado.

La Ley se encuentra en una etapa de asimilación por parte de los participantes del mercado de valores, además aún no se han utilizado todos los recursos que ella establece, ya que quedan por definir algunos.

Consideramos que con el transcurso del tiempo va a ser posible lograr un equilibrio entre los intereses de cada uno de los participantes. Una vez alcanzado éste se estará más cerca de alcanzar el objetivo de un mayor desarrollo del mercado.

BIBLIOGRAFÍA

NORMAS

- Ley N° 18.627 Mercado de Valores, 2 de diciembre de 2009, Uruguay.
- Ley N° 16.749 Mercado de Valores, 30 de mayo de 1996, Uruguay. (Derogada)
- Ley N° 18.600 Documento electrónico y firma electrónica, 5 de noviembre de 2009, Uruguay.
- Ley N° 16.060 Sociedades comerciales, grupos de interés económico y consorcios, 4 de setiembre de 1989, Uruguay.
- Circular N° 2.046 Mercado de valores – Asesores de inversión – Reglamentación, 5 de enero de 2010, Uruguay.
- Circular N° 2.052 Asesores de inversión – Información a los clientes – Artículo 334 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores, 19 de febrero de 2010, Uruguay.
- Circular N° 2.056 Modificación de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores – Sustitución del Libro IV – Intermediarios de Valores, 26 de febrero de 2010, Uruguay.
- Circular N° 2.057 Fe de erratas de la Circular N° 2056 de 26 de febrero de 2010, 16 de marzo de 2010, Uruguay.
- Circular N° 2.059 Mercado de Valores – Asesores de Inversión - Modificación del plazo para solicitar la inscripción en el Registro - Art. 328 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores de 10 de mayo de 2010, Uruguay.
- Circular N° 2.065 Mercado de Valores – Intermediarios de valores, 23 de agosto de 2010, Uruguay.
- Ley N° 24/1988, 28 de julio de 1988, España.
- Ley N° 18.045, 22 de octubre de 1985, Chile.
- Ley N° 19.768, 7 de noviembre de 2001, Chile.
- Ley N° 6.385, 7 de diciembre de 1976, Brasil.
- Ley N° 27.649, 23 de enero de 2002, Perú.
- Decreto Legislativo N° 755, 13 de noviembre de 1991, Perú.

PUBLICACIONES

- Ricardo Olivera García, Alberto J. Foderé, Eduardo M. Sanguinetti, Ley de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables, Mayo de 1996, Montevideo-Uruguay.
- De Posadas Montero, Ignacio, Mercado de Valores, 1996, Uruguay.
- Cohen, Moira; Holz, Eva; Puceiro, Diego, La nueva regulación del Mercado de Valores en Uruguay, 1996, Uruguay.
- Recopilación de material de la materia Control Interno, 2008, Uruguay.
- Gutierrez V., Paola, Gobierno Corporativo en Latinoamérica, Colombia.
- Acuerdo del consejo de la CNMV por el que se aprueba el documento único de recomendaciones de Gobierno Corporativo, 22 de mayo de 2006, Madrid.
- Cambios regulatorios para el desarrollo del mercado de valores, Superintendencia de Servicios Financieros, setiembre de 2009, Uruguay.

PAGINAS WEB

- www.bvm.com.uy
- www.bcu.com.uy
- www.svs.cl
- www.conasev.gob.pe
- www.portaldoinvestidor.gov.br
- www.cnmv.es
- www.iimv.com
- www.iosco.org



Facultad de Ciencias Económicas y de Administración
Universidad de la República

**UNIVERSIDAD DE LA REPUBLICA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y DE ADMINISTRACION**

**TRABAJO MONOGRÁFICO PARA OBTENER EL TÍTULO DE
CONTADOR PÚBLICO**

ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA NUEVA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES.

por

**GUILLERMINA EZQUERRA
FEDERICA VAN DEN DORPEL**

TUTOR: José Luis Rey

**Montevideo
URUGUAY
2010**