



REPÚBLICA ORIENTAL DEL URUGUAY  
CÁMARA DE REPRESENTANTES

SECRETARÍA

COMISIÓN DE HACIENDA

CARPETA N° 3440 DE 2009



ANEXO I AL  
REPARTIDO N° 1670  
NOVIEMBRE DE 2009

MERCADO DE VALORES

Normas para su regulación

Informe

*XLVIa. Legislatura*

COMISIÓN DE HACIENDA

---

I N F O R M E

---

Señores Representantes:

Vuestra asesora ha estudiado y votado por unanimidad, el proyecto de ley sobre Mercado de Valores. Para el estudio de la normativa, ya aprobada por el Senado, ha recibido en la misma a las autoridades del Ministerio de Economía y Finanzas y del Banco Central del Uruguay, y delegaciones de las Bolsas de Valores (de Montevideo y Electrónica).

Este proyecto de ley viene a sustituir, complementando y actualizando las normas de la Ley N° 16.749, de 30 de mayo de 1996, que ya había establecido el marco para el funcionamiento del mercado de valores, definiendo la regulación del mismo por fuera de las entidades y agentes participantes en él, dando cumplimiento en forma limitada con los compromisos asumidos por el país a nivel internacional. En pasaje de los más de trece años de la vigencia de esta ley se han producido cambios significativos en el mercado de valores local y, más en general, en el conjunto del sistema financiero. De igual modo ocurrió en los mercados internacionales por lo que es aconsejable una revisión legal sustantiva para la regulación del mercado de valores, para continuar con el principal objetivo de "velar por la transparencia, competitividad y eficiencia del mercado y la adecuada protección de sus inversores".

Como ejemplo de los cambios y problemas sufridos en el mercado de valores podemos recordar:

- La gran expansión en la emisión y colocación de obligaciones negociables en el marco que la Ley N° 16.749 estableció en los primeros años y la frustración posterior por hechos puntuales que llevaron a una pérdida de confianza en estos instrumentos.

- A nivel internacional podemos encontrar otros ejemplos de crisis en los mercados que tuvieron en común deficiencias en el gobierno corporativo de las empresas y en la actuación de los auxiliares del regulador y del mercado.

- Los problemas en los fondos de inversión que motivaron la pérdida de confianza en estas formas de ahorro en el año dos mil dos, como consecuencia de la crisis bancaria en que la desconfianza se extendió a todas las instituciones vinculadas y la industria de fondos desapareció.

- Problemas de información privilegiada, inversiones en valores de interés para el grupo económico accionista de la administradora de fondos, pero no necesariamente compatible con el perfil de riesgo previsto para cada fondo, deficiencias en la valuación de los portafolios y tratamiento poco transparente de las inversiones en default que debilitaron la confianza e hicieron aconsejable ajustes en la regulación para facilitar la prevención de ocurrencia de situaciones análogas.

- Pérdida de confianza en los mercados financieros locales y actuación de los intermediarios de valores llevó a los clientes (salvo las AFAP que por ley no pueden invertir los fondos bajo administración en el exterior) y a los propios intermediarios a buscar inversiones en el exterior, es decir, a operar en el mercado global en detrimento del mercado local.

La profesionalización de los agentes y creación de mercados son temas también de vital importancia. El accionar de los agentes especializados del mercado puede ir creando conciencia en nuestras empresas de las ventajas que para ellas puede representar el acceso al mercado de valores y generando instrumentos que permitan la salida al mercado de aquellas de menor porte. La estandarización de procedimientos y el trabajo conjunto quizás puede contribuir a reducir los costos involucrados y a elevar la calificación de riesgo de los instrumentos resultantes.

En otras plazas, se observa que las oportunidades se aprovechan más eficientemente con el trabajo conjunto de distintos tipos de agentes que se especializan en distintas partes de un negocio y acuerdan con otros la provisión de servicios para los cuales no tienen ventaja o experiencia acumulada. Se logra así estructurar productos que terminan por ser muy rentables para los intervinientes, buenas opciones de inversión para los clientes, a la vez que resultan de costo soportable para los emisores.

Los poderes otorgados al Banco Central del Uruguay en la ley vigente fueron limitados en comparación con los que el mismo tiene en otras áreas del sistema financiero (entidades de intermediación financiera, las aseguradoras y las administradoras de fondos de pensión). Dichas facultades también son limitadas si se los compara con aquellas que tienen los reguladores del mercado de valores en otros países.

También quedaron al descubierto los vacíos de control debido a las escasas potestades que la ley da al regulador en el ámbito de la actuación global de los agentes, en materia inspectiva y sancionatoria, y de procesos de esclarecimiento y sanción.

Entendemos que el desarrollo futuro del mercado debe asentarse en algunos principios de regulación básicos orientados a que los valores de oferta pública se transen en un mercado cada vez más transparente, competitivo y eficiente, y donde el interés de los inversores esté debidamente

protegido. Tales principios están asentados en la literatura producida por las organizaciones internacionales de reguladores, pero no son más que un conjunto de principios que se entiende han funcionado eficazmente en diversas plazas y que admiten adaptaciones locales varias. En la medida que el signo de los tiempos es la globalización, estos principios se van desarrollando en aspectos que tratan de solucionar los problemas generados por los mercados globales y la supervisión de agentes de diversas plazas y, asimismo, de grupos económicos que actúan en distintos segmentos de mercado en cada plaza y en todas ellas.

El país ha tenido el beneficio de contar con evaluaciones realizadas por organizaciones internacionales respecto al grado de adecuación del sistema de regulación y supervisión del sector financiero a las normas más aceptadas en el ámbito internacional. Este proyecto procura contemplar el cumplimiento de los principios de la Organización Internacional de Reguladores del Mercado de Valores (IOSCO) y a los resultados del Informe sobre la Observancia de los Códigos y Normas (ROSC) en materia de gobierno corporativo ya que son las pertinentes para dar contexto a los cambios regulatorios del mercado de valores.

Las propuestas conceptuales que se planea recoger en un nuevo marco regulatorio han sido informadas también por el análisis de legislación comparada, en especial la latinoamericana y española. Según informa el Poder Ejecutivo se consultó específicamente el marco legal de los siguientes países: Chile, México, Perú, Colombia, Brasil, Argentina y España.

El proyecto de ley incorpora varios cambios importantes en el marco legal de la regulación de agentes, instrumentos y mercados que son las siguientes:

- Creación de la Comisión de Promoción del Mercado de Valores para el fomento y el desarrollo del mercado de valores, integrado por representantes del Poder Ejecutivo, de las Bolsas, de los inversores institucionales (AFAP) y del Banco Central del Uruguay y que realice un constante seguimiento del mercado y aportes de nuevas soluciones.

- La regulación específica de los valores escriturales y los sistemas de compensación, liquidación y custodia para apuntalar la certeza y confiabilidad de las transacciones en estos valores y la relativa ventaja en sustitución de la tradicional adhesión a la forma física de representación que está sujeta a un conjunto de riesgos importantes -falsificación, pérdida, robo, costos de traslado seguro- y que ya prácticamente no tiene cabida en el mundo moderno. Una mejor regulación de las entidades registrantes de valores escriturales, y de las entidades que centralizan la compensación, liquidación y custodia de los valores en general, para el aumento de la eficiencia en el mercado que acompañe la sofisticación de las operativas con

una vigilancia y reglamentación estrictas, que puedan traducirse en rebajas de costos de transacción y aumentos en la seguridad y finalidad de las operaciones de la cual todos los participantes del mercado se beneficiarán.

- La introducción de un conjunto mínimo de reglas obligatorias para los emisores de oferta pública de determinado porte, vinculadas a su gobierno corporativo y sus controles internos -que deben ser independientes-, la divulgación de información y el cuidado de los intereses de los accionistas minoritarios. Asimismo resulta conveniente que la nueva ley habilite sanciones pecuniarias que la ley actual no contiene y que son necesarias para que el regulador pueda hacer efectiva, pero con la debida gradualidad, la disciplina de mercado, sobre todo en materia de difusión oportuna de datos y hechos relevantes.

- Se le otorgan potestades al regulador en materia de auditores externos para que establezca (sin perjuicio de los cuerpos normativos que desarrollen con alcances más generales otros organismos del Estado y los colegios profesionales) los principios y prácticas exigibles, las incompatibilidades y otras obligaciones a estas personas u organizaciones cuando trabajan al servicio de entidades que operan en los mercados cuya regulación y supervisión compete al propio regulador. Asimismo se introduce la obligación para ciertos actores de designar calificadoras de riesgo.

- Diferente enfoque para que el regulador ejerza sus potestades en relación a los agentes profesionales intervinientes en el mercado, ya sea que éstos actúen en la oferta pública o en la oferta privada de valores de oferta pública. Las conductas incorrectas deben ser prontamente identificadas y sancionadas. El regulador debe contar con las potestades necesarias para poder definir tipos de operativas diferenciales y exigir requisitos también diferenciales para cada una de ellas y retener para sí la autorización final para operar de cada agente, de acuerdo al objeto exclusivo de cada uno, y la posibilidad de revocación de la misma. Los nuevos conceptos de regulación buscan apoyar la profesionalización y sofisticación de los agentes más dinámicos, adecuando los requerimientos mínimos para funcionar a los riesgos implícitos en cada tipo de negocio. No todos los intermediarios realizan operativas similares y resulta importante diferenciarlos y que el regulador pueda adecuar su accionar en forma diferencial a cada tipo de agente, evitando que aquellos intermediarios con operativa más tradicional deban incurrir en costos para cubrir riesgos que no asumirán.

- Adecuación de la naturaleza jurídica y el gobierno corporativo de las bolsas el que debe adecuarse a las funciones inherentes a tales organizaciones en el ámbito de las transacciones y la liquidación, compensación y custodia, e independizarse de las labores gremiales de sus miembros para que efectivamente puedan abocarse a desempeñar un rol eficaz de vigilancia y aplicación de las reglas que se hayan autoimpuesto.

- Potestades del regulador de incluir la posibilidad de regular y supervisar otros agentes, hoy inexistentes o intrascendentes, pero cuya conducta en el futuro pueda representar un riesgo relevante para el inversor.

- Modificaciones a las normas societarias de la Ley N° 16.060, de 4 de setiembre de 1989 en materia de aumento obligatorio de capital, obligación de reserva y caracterización de las acciones.

Por último, pero no menos importante, se introducen soluciones tributarias a fin de fomentar el desarrollo del mercado de valores y evitar tratamientos tributarios discriminatorios con otras formas de financiamiento.

Sala de la Comisión, 11 de noviembre de 2009.

ALFREDO ASTI  
Miembro Informante  
JOSÉ BAYARDI  
SILVANA CHARLONE  
PABLO PÉREZ GONZÁLEZ  
HÉCTOR TAJAM  
GONZALO MUJICA  
IVÁN POSADA, con salvedades  
que expresará en Sala.

≠