

DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

XXXI Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Septiembre 2011

LOS MERCADOS DE VALORES DEL INTERIOR

Situación actual y perspectivas

Fabiana Perticará
Martín L. Dutto

Universidad Nacional del Litoral

SUMARIO: 1. Introducción; 2. Marco Normativo e Instituciones del Sistema Bursátil Argentino; 3. Modalidad operativa de los Mercados de Valores del interior; 4. Perspectiva de los Mercados de Valores del interior; 5. Integración de las operaciones de los Mercados de Valores del interior; 6. Determinando la sinergia. 7. Conclusiones.

Para comentarios: fperticara@yahoo.com; mardutto@gmail.com

1. Introducción

El objeto del presente paper es analizar la situación actual y perspectivas de los Mercados de Valores del interior en Argentina. En realidad, éste trabajo forma parte de otro más ambicioso que es evaluar la viabilidad de que los mismos integren sus operaciones en el futuro. Por esta razón, en esta oportunidad se terminará proponiendo una metodología que permita determinar racionalmente la conveniencia de dicha operación.

El Mercado de Capitales ha sido uno de los sectores pioneros en la globalización debido, principalmente, a que los flujos de capitales se dirigen a la compra de activos financieros que proporcionan la mejor relación riesgo-rentabilidad. Este fenómeno ha provocado la lógica concentración de operaciones en las plazas financieras más importantes del mundo.

La situación del Mercado de Capitales en nuestro país no escapa a la realidad mundial. En Argentina existen, por motivos históricos, políticos, geográficos y económicos, varios Mercados de Valores, pero el volumen total de operaciones bursátiles se encuentra altamente concentrado en el Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval). Tal escenario perjudica a los Mercados de Valores del interior del país, que no cuentan con la suficiente liquidez para garantizar la concurrencia de operaciones en sus respectivas plazas.

En este contexto, los Agentes o Sociedades de Bolsa del interior del país se han visto inducidos a realizar convenios con agentes bursátiles del Merval, a fin de cursar órdenes factibles de ser concretadas, debido a la falta de contrapartes en su región. Dicha situación obliga tanto a los

Agentes como a los Mercados del interior del país a ceder parte de las comisiones, lo cual provoca, evidentemente, una disminución en sus rentabilidades.

La concentración a nivel país en plaza Buenos Aires ha tenido también sus efectos secundarios: una importante cantidad de proyectos regionales que podrían financiarse con instrumentos bursátiles no logran concretarse, debido a las barreras impuestas por altos costos y/o por no contar con volúmenes necesarios para su emisión. Estos proyectos se terminan financiando a través del sistema bancario o bien mediante instituciones informales pero, en algunos casos, a tasas más elevadas que las cobradas en el Mercado de Capitales.

Luego de la crisis vivida en nuestro país a fines del 2001, se produjo un cambio en el modelo económico que potenció actividades productivas primarias e industriales, muchas de las cuales generaron una gran prosperidad a nivel regional y sus consecuentes necesidades financieras: por una parte, la colocación de flujos de dinero excedente, y por la otra, necesidades de financiamiento para continuar la expansión económica.

Si los Mercados del interior pudieran acrecentar los volúmenes transados entre ellos incrementando sus operaciones en plaza local, establecerían el marco adecuado para que se encuentren la oferta y la demanda de productos financieros regionales y, su consecuente aumento en eficiencia, permitirían satisfacer las necesidades de financiación.

La falta de volumen de operaciones en los Mercados de Valores del interior se refleja en sus estados contables, pudiéndose constatar que los resultados presentados en sus últimos años han sido negativos o con tendencias a la baja o erráticas, en comparación con los resultados que arroja el Merval. A modo de ejemplo, en el **Cuadro 1** se calcula la Tasa de Retorno sobre los Activos (ROA)¹ de los Mercados de Valores que se encuentran operativos en nuestro país, según información tomada de sus estados contables².

Cuadro 1. ROA de los Mercados de Valores

Mercados de Valores	Ejercicio finalizado en				
	30/06/2005	30/06/2006	30/06/2007	30/06/2008	30/06/2009
Córdoba	5,86%	3,92%	0,78%	9,80%	3,91%
Litoral	-1,51%	-7,83%	-0,93%	2,59%	-3,71%
Mendoza	1,62%	-0,11%	27,79%	10,47%	0,29%
Merval	10,14%	14,54%	15,07%	18,56%	10,24%
Rosario	19,74%	22,32%	2,26%	1,68%	-1,19%

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de los Mercados de Valores SA

En la actualidad, existe una tendencia por parte de los Mercados de Valores del interior de integrar sus negocios y operaciones con la finalidad que los activos financieros que presenta cada uno se puedan comercializar en los distintos mercados regionales. Este proceso de unificación, que está en línea con la tendencia mundial, es aún mirado con recelo por el Mercado de Valores de Buenos Aires SA, por ser lejos la principal plaza financiera nacional.

Lo expuesto precedentemente, da lugar al planteo de la siguiente hipótesis: *“la integración de los Mercados de Valores del Interior del País facilita la mayor concertación de operaciones*

¹ ROA = Resultados antes de Intereses y después de Impuestos / Activo Total.

² Los Estados Contables de los Mercados de Valores se encuentran disponibles en la página de Internet oficial de la Comisión Nacional de Valores, siendo su ruta de acceso: <http://www.cnv.gob.ar/>. Ingresando a Información Financiera/ Intermediarios / Mercados de Valores.

bursátiles generando así una sinergia que justifica económicamente la unión de dichas operaciones”.

El trabajo se organiza de la siguiente manera. En la sección 2 analizaremos el marco normativo sobre el cual se basa el trabajo. En la sección 3 describiremos la particular modalidad operativa de los Mercados de Valores ubicados en el interior del país. En el punto 4 haremos hincapié en la situación actual que presentan los Mercados de Valores. Luego plantearemos la integración de las operaciones de los Mercados de Valores del interior y los beneficios que la misma acarrea y por último la forma de evaluar la existencia de un valor económico generado por una sinergia operativa, para lo cual, presentaremos el marco teórico que lo encuadra.

2. Marco Normativo e Instituciones del Sistema Bursátil Argentino

La norma jurídica que regula el Sistema Bursátil Argentino es la Ley N° 17.811, también conocida como “Ley de Oferta Pública”. Dicha ley obtiene su consagración legislativa en el año 1969 y continúa vigente hasta el presente. Su objetivo principal es permitir “un acertado equilibrio de acción estatal y de las instituciones bursátiles, en vistas a la protección del público inversor y a la creación de condiciones de seguridad y confianza que impulsen la difusión de la propiedad de títulos valores³, con los controles jurídicos necesarios pero sin injerencias estatales obstructoras de los negocios”.

La promulgación de dicha Ley dio origen a la entidad autárquica llamada Comisión Nacional de Valores (CNV), que actúa con jurisdicción en todo el país. Este organismo se relaciona con el Poder Ejecutivo Nacional por intermedio del Ministerio de Economía de la Nación. Las funciones de esta Entidad las cumple un Directorio cuya designación compete al Poder Ejecutivo Nacional. El principal objetivo de esta institución es otorgar la oferta pública⁴ a los títulos valores, velando, al mismo tiempo, por la transparencia en los mercados y por la correcta formación de precios para la protección de los inversores (Erpen, 2010).

Continuando con las instituciones del sistema bursátil, encontramos las Bolsas de Comercio. Éstas pueden adoptar la forma jurídica de sociedades anónimas, o bien, actuar como asociaciones civiles sin fines de lucro. En la mayoría de las provincias del país existen una o más de este tipo de instituciones, pero no necesariamente todas operan o tienen vínculos en la intermediación de títulos valores. Debido al crecimiento en los precios relativos de los commodities, muchas de las Bolsas de Comercio se han dedicado a la certificación de calidad en los cereales y a la certificación de contratos (Muñoz, 2006).

Resulta importante aclarar que las Bolsas de Comercio y los Mercados de Valores, en Argentina, funcionan como entidades divididas. No así en el resto de los países del mundo, donde ambas funcionan como una sola entidad conocida con el nombre de “Bolsa de Valores”. Esto implica que las funciones relacionadas con la cotización y negociación de los valores negociables, se encuentran bajo la órbita de una única entidad.

Las principales facultades que otorga la Ley 17.811 a las Bolsas de Comercio (contenidas en su artículo 30) son: autorizar la cotización de los valores negociables, controlar a las empresas cotizantes y difundir toda la información relevante, y registrar y publicar las operaciones.

³ El decreto 677/2001, conocido como Régimen de Transparencia de la Oferta Pública, en su Art. 2, amplía el alcance del concepto “título valor” e introduce el término “valor negociable”.

⁴ La Ley 17.811 define la Oferta Pública en su Art. 16, como “la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuada por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquellos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periódicas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión”.

Pero es en los Mercados de Valores donde se hace efectiva la negociación de los títulos. En función de lo establecido en la Ley N° 17.811, los Mercados de Valores deben constituirse como sociedades anónimas y su capital se representa con acciones nominativas, endosables o no. Para que una persona pueda intermediar con valores que cuenten con Oferta Pública, debe tener necesariamente una acción de alguno de los Mercados de Valores. En el caso particular que sea una persona física, ésta se constituirá como un Agente de Bolsa mientras que si se trata de una persona jurídica, será una Sociedad de Bolsa. Es importante destacar que para poder funcionar como tales, los Mercados deben estar adheridos a una Bolsa de Comercio.

En Argentina, existen bolsas de comercio y mercados de valores situados en diferentes provincias que juegan roles muy importantes en sus zonas de influencia, tales como autorizar la cotización de valores negociables emitidos por las empresas locales y proveer el ámbito de negociación de estos instrumentos específicos diseñados de acuerdo al tipo de actividad predominante que se desarrolle en cada región.

Las Bolsas de Comercio y los Mercados de Valores autorizados por la CNV⁵, que se destacan por su operatoria bursátil son:

1. Bolsas de Comercio con Mercado de Valores adherido
 - a. Bolsa de Comercio de Buenos Aires
 - b. Bolsa de Comercio de Córdoba
 - c. Bolsa de Comercio de Mendoza SA
 - d. Bolsa de Comercio de Rosario
 - e. Bolsa de Comercio de Santa Fe

2. Bolsas de Comercio sin Mercado de Valores adherido
 - a. Bolsa de Comercio Confederada SA (provincias del Noreste)
 - b. Bolsa de Comercio de Bahía Blanca SA
 - c. Bolsa de Comercio de La Plata
 - d. Nueva Bolsa de Comercio de Salta SA
 - e. Nueva Bolsa de Comercio de Tucumán SA

Cuando la Bolsa de Comercio no tiene un Mercado de Valores adherido, su operatoria es canalizada mediante una o más Sociedades de Bolsas inscriptas en un Mercado en otra plaza. Por su parte, los Mercados de Valores establecen los requisitos para la negociación de títulos valores, pueden permitir sólo las negociaciones de títulos valores cuya cotización haya sido autorizada por la Bolsa de Comercio que integran, y las que deben realizarse por orden judicial.

Los Mercados de Valores se encargan de la concertación, liquidación y compensación, monitoreo y garantía de las operaciones. Para cumplir algunas de estas funciones, éstos se apoyan en los servicios de la depositaria central argentina de títulos valores: la Caja de Valores SA. Esta última fue creada en 1974, por la Ley 20.643 y su función principal, de acuerdo a lo dispuesto por el Art. 31 de dicha ley, es recibir depósitos colectivos de títulos valores públicos o privados.

Resulta relevante resaltar que todas las entidades anteriormente mencionadas, son autorreguladas, es decir, tienen la facultad de dictar sus propias normas de funcionamiento y control.

De acuerdo a lo expuesto graficamos en la Figura 1, las instituciones que componen el Sistema Bursátil Argentino.

⁵ Fuente CNV: <http://www.cnv.gov.ar>. Ingresando a Información Financiera/ Intermediario. Actualizado al 31/05/2010.

3. Modalidad operativa en los Mercados de Valores del interior

Cuando un inversor decide realizar una transacción bursátil, debe necesariamente comunicarse con un operador o agente de bolsa para solicitar la operación de compra o venta. El operador canaliza esa orden mediante algunos de los sistemas de negociación habilitado en el Mercado de Valores en el cual se encuentra inscripto.

Figura 1. Instituciones del Sistema Bursátil Argentino



Las operaciones son concertadas en un período de tiempo llamado *rueda*, durante el cual los representantes de las Sociedades de Bolsa o Agentes realizan sus ofertas de compra o venta. Dado el incremento en la cantidad de operaciones, el avance de la tecnología y la dispersión geográfica, todas las operaciones son cargadas en sistemas informáticos habilitados a tal fin. En este sentido, las ofertas de compra o venta son ingresadas electrónicamente desde estaciones remotas de trabajo (o terminales), ubicadas en cada una de las oficinas de los Agentes y Sociedades de Bolsa. En la Figura 2 mostramos cómo se negocian los títulos valores.

Desde las terminales los operadores ingresan las órdenes de compra y las órdenes de venta. La negociación es al mejor postor y las operaciones se concretan de acuerdo al principio de “prioridad precio-tiempo”, es decir, la operación se cierra con quien ofrece comprar al precio más alto o vender al más bajo, y a igual precio, tiene prioridad la orden que ingresó primero. Cuando una oferta de compra y una de venta coinciden, la operación se cierra automáticamente.

Lo que sucede es que, cuando se busca concertar una operación bursátil, los agentes inscriptos en los Mercados del interior se encuentran imposibilitados de encontrar la contraparte, por lo tanto, deben recurrir a un agente del Merval. En este caso lo que hacen los Agentes o Sociedades de Bolsa del Mercado del interior, es lo que comúnmente llaman “derivar” la operación. Es decir, que los intermediarios del interior tienen que abrir una cuenta comitente⁶ en un Agente o Sociedad de Bolsa del Merval y de esta manera logran concentrar en esa cuenta las operaciones

⁶ Se llama comitente al inversor que tiene una cuenta abierta en Caja de Valores, a través de un Agente o Sociedad de Bolsa.

que sus inversores o comitentes le encomiendan y de las cuales se ven imposibilitados de concertar en plaza local⁷.

Por lo tanto, en la Figura 3 bosquejamos la variante de modalidad operativa que presentan los Agentes o Sociedades de Bolsa del interior.

Figura 2. Negociación de títulos valores

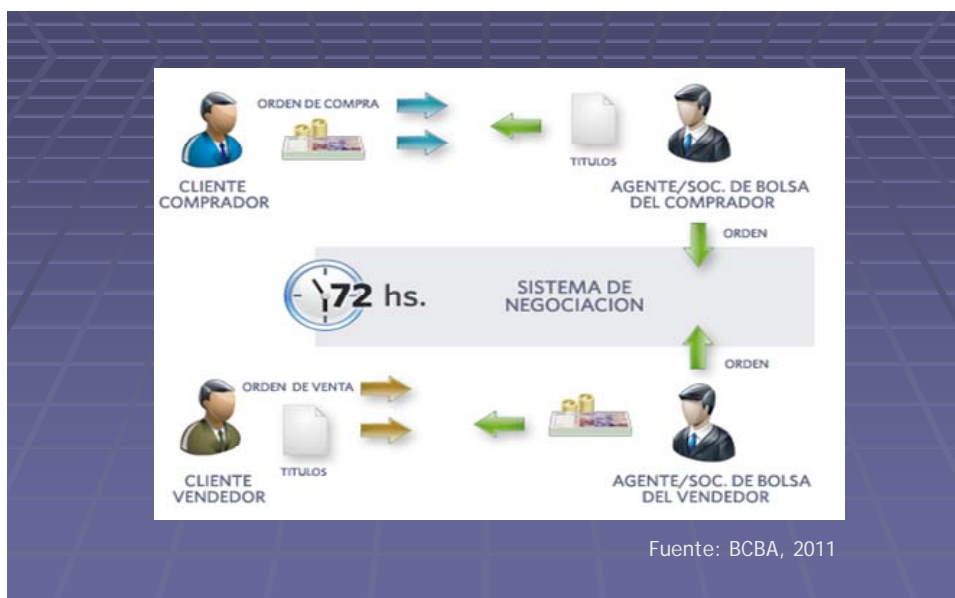
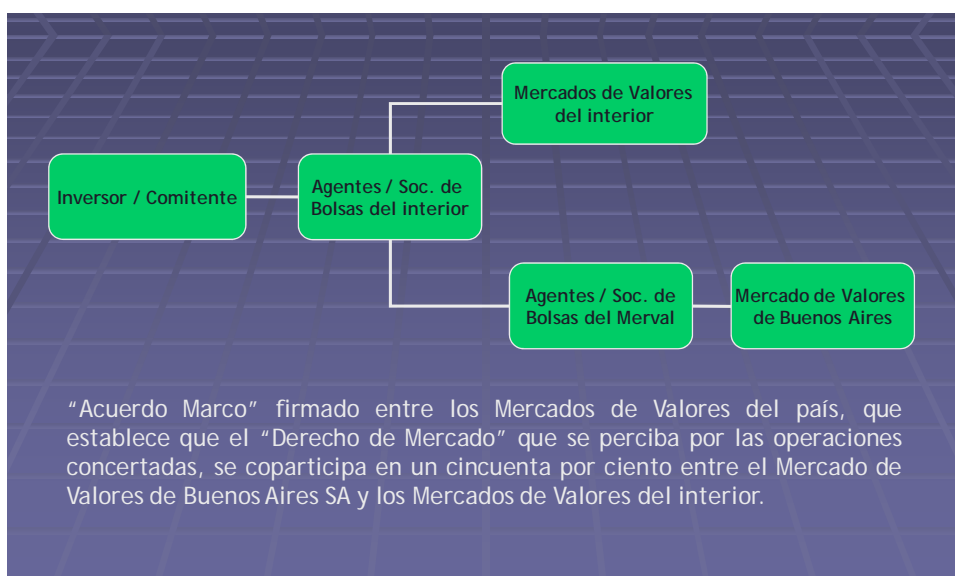


Figura 3. Modalidad operativa del Agente o Sociedad de Bolsa del interior del país



Un detalle que es importante aclarar es que los Mercados de Valores del interior obligan a sus intermediarios a cargar y mantener por un tiempo la oferta de títulos valores en sus sistemas de negociación, como primera medida. Una vez transcurrido el tiempo exigido, el intermediario

⁷ También pueden, a su vez, abrir una cuenta comitente en cualquier otro Mercado de Valores del país, no específicamente en el Merval.

podrá retirar la oferta y realizarla en otras plazas o bien mantenerla en su plaza hasta su concreción. Además, las operaciones que concerten los intermediarios del interior en un Mercado distinto de aquel en el cual se encuentran inscriptos, con la debida intervención de un intermediario registrado en ese otro Mercado, contarán con los regímenes de garantías de este último; los Agentes y Sociedades de Bolsas del interior deben tener constancia que sus clientes han tomado conocimiento de esta diferencia.

Como mencionamos recientemente, la escasa liquidez que se presenta en las plazas de los Mercados del Interior, ha llevado a que un gran porcentaje de las operaciones ejecutadas sean concertadas en plaza Buenos Aires. Por consiguiente, los Agentes y Sociedades de Bolsa del Mercado del interior se encuentran obligados a organizar administrativamente la modalidad de cursar las órdenes por intermedio de una sociedad o corresponsal en el Mercado de Valores de Buenos Aires. No obstante, los valores negociables que presentan gran liquidez también se concertan en plaza Buenos Aires, debido a que las órdenes cursadas en este último tiene mayor probabilidad de ser ejecutada. Una razón importante de esta tendencia es, sin duda, el conocido círculo vicioso “la liquidez atrae liquidez”: entre dos mercados con estructuras idénticas es preferible operar en aquel en el que la mayoría de otros inversores han elegido operar porque es el mercado más líquido.

De este modo, los Agentes y Sociedades de Bolsa del Mercado del interior tienen que ceder parte de la comisión cobrada a sus comitentes, mayormente a un agente del Merval.

Los Mercados de Valores son los encargados de liquidar y garantizar las operaciones que se realizan con los valores negociables autorizados a cotizar por las Bolsas de Comercios. La liquidación de las operaciones, ya sea de contado o a plazo, implica la efectiva entrega de los valores negociables al comprador y el respectivo pago al vendedor de acuerdo a lo convenido al momento de concertar la operación. La garantía rige a nivel de los Agentes y Sociedades de Bolsa, pero no de éstos con sus clientes.

Para cumplir eficientemente con estos procesos los Mercados de Valores se apoyan en los servicios de la Caja de Valores SA, para el movimiento entre cuentas de los valores negociables, y en las entidades financieras autorizadas, para el movimiento del dinero.

El Art. 57 de la Ley N° 17.811 establece que los Mercados de Valores deben constituir un fondo de garantía para hacer frente a los compromisos no cumplidos de los intermediarios en el proceso de liquidación, debiendo constituirse con el cincuenta por ciento, como mínimo, de las utilidades anuales líquidas y realizadas. Cumpliendo con esta norma, los Mercados de Valores tienen constituido un Fondo de Garantía ya que garantizan la liquidación de las operaciones a nivel de los intermediarios en los segmentos de negociación y en las formas que, según las normas vigentes, así lo tienen previsto.

Los Mercados de Valores llevan un registro de todas las operaciones bursátiles que realicen los Agentes y/o Sociedades de Bolsa, tanto de las concertadas en el ámbito de su Mercado, como las realizadas en cualquier otro Mercado del país distinto aquél en el cual se encuentren inscriptos (con la debida intervención de un intermediario registrado en ese otro mercado). En este último caso se trata de las operaciones derivadas a otras plazas. Además, tienen la facultad de establecer los derechos que cobran por su intervención en el registro y liquidación de las operaciones.

El principal ingreso que perciben los Mercados de Valores proviene del concepto “Derecho de Mercado”, que cobran por cada operación bursátil que realicen sus intermediarios⁸. Cuando estos últimos derivan sus operaciones a plaza Buenos Aires, el Mercado al cual pertenecen tiene que compartir el ingreso, generado por el Derecho de Mercado, con el Merval. Pero si los Agentes o Sociedades de Bolsa derivan sus operaciones a cualquier otra plaza que no sea Buenos Aires, pierden el ingreso que se percibe por ese derecho.

⁸ Los Mercados de Valores cobran el derecho de mercado a sus intermediarios en forma mensual, el cual surge de un porcentaje calculado sobre el monto de las operaciones cargadas por éstos en el sistema de negociación.

Esto último es así ya que, en particular, existe entre los Mercados de Valores del país un “Acuerdo Marco” firmando a principios de los años noventa, donde se establece que el “Derecho de Mercado” que se perciban por las operaciones, se coparticipan en un cincuenta por ciento entre el Mercado de Valores de Buenos Aires SA y los Mercados de Valores del Interior. Es decir que, por cada operación que un Agente y/o Sociedad de Bolsa del interior realiza en plaza Buenos Aires, el Mercado al cual éste intermediario pertenece recibe un cincuenta por ciento del Derecho de Mercado generado. Por lo tanto, la coparticipación de los mismos produce una significativa disminución de los ingresos de los Mercados del interior, perjudicando así el sostenimiento de sus actividades.

La modalidad para que los Mercados del interior cobren el cincuenta por ciento de los derechos es la siguiente: los intermediarios del interior tienen abierta una cuenta comitente en un Agente o Sociedad de Bolsa del Merval al cual derivan sus operaciones y, además, están obligados a informar al Mercado al cual pertenecen dichas operaciones; por lo tanto, los Mercados del interior (mensualmente) notifican al Merval las operaciones bursátiles concertadas en su plaza y éste, luego de corroborar la negociación de las mismas con sus Agentes y/o Sociedades de Bolsa, abona el cincuenta por ciento del monto percibidos en concepto de derecho de mercado.

Cuando un inversor realiza una transacción bursátil, ésta tiene un costo, como cualquier otro tipo de inversión. El agente intermediario cobra al inversor tres cargos, que son: los correspondientes a las *comisiones* de la firma de bolsa, al *derecho de mercado* y al *derecho de bolsa*. Los montos abonados en concepto de derechos de bolsa y de mercado, constituyen un porcentaje fijado por la Bolsa de Comercio y el Mercado de Valores respectivamente, que se aplica sobre el monto negociado según el tipo de instrumento de la operación. Por su parte, la comisión que el Agente o Sociedad de Bolsa le cobra al inversor no es fija, sino que es determinada libremente por cada firma de bolsa habilitada. El inversor tiene la posibilidad de elegir a través de quién cursar su orden.

Por lo expuesto hasta aquí y sabiendo que, para que una transacción bursátil se materialice se necesitan dos partes —la compradora y la vendedora— a continuación resumimos las distintas formas de concertar una operación bursátil:

- Operación Derivada a Otra Plaza (específicamente Merval): Cuando un Agente o Sociedad de Bolsa del interior, a través de un intermediario del Merval, concerta una operación encomendada por un inversor. En este caso, el agente del interior posee sólo una de las partes y, a su vez, resigna una fracción de la comisión cobrada a su cliente. Asimismo, el Mercado de Valores del interior cobra el cincuenta por ciento de la alícuota en concepto de derecho de mercado.
- Operación Derivada a Otra Plaza (distinta de Merval): Cuando un Agente o Sociedad de Bolsa del interior concerta una operación encomendada por un inversor en otra plaza que no sea Buenos Aires. En este caso, el agente del interior posee sólo una de las partes y, a su vez, resigna una fracción de la comisión cobrada a su cliente. El Mercado del interior no percibe cobro alguno.
- Operación de Plaza Local: Cuando dos Agentes o Sociedades de Bolsa del interior, inscriptos en un mismo Mercado, concertan una operación que es encomendada por cada uno de sus clientes, debido a que logran coincidir en el tipo de operación, la especie, la cantidad y el precio. En este caso, cada agente del interior posee una de las partes y, de esta manera, el total de la comisión cobrada a cada cliente queda en el agente que intervino en la operación. El Mercado del interior percibe dos veces la alícuota en concepto de derecho de mercado.
- Operación Aplicada: Cuando dos clientes de un mismo Agente o Sociedad de Bolsa del interior logran coincidir en el tipo de operación, la especie, la cantidad y el precio. En este caso, un mismo agente posee ambas partes y, por lo tanto, el total de la comisión co-

brada a los dos clientes queda para el intermediario del interior. El Mercado del interior percibe dos veces la alícuota en concepto de derecho de mercado.

Veamos un ejemplo numérico, suponiendo que los aranceles son⁹:

Comisión del intermediario	1% (1)
Derecho de Mercado	0,06% (2)
Derecho de Bolsa	0,03% (3)

Así, si el importe bruto de una operación de compra o venta de valores negociables asciende, por ejemplo, a \$ 10.000,00 y, suponiendo que el intermediario del Merval nos cobra en concepto de comisión el 0,5%¹⁰, se obtendrían los siguientes valores:

Concepto	Arancel	Importe
Importe Bruto de la compra ó venta		\$10.000,00
Comisión del intermediario	1%	\$100,00
Derecho de Mercado	0,06%	\$ 6,00
Derecho de Bolsa	0,03%	\$ 3,00

Formas de concertar una operación bursátil	Intermediarios	Mercados del interior
Operac. Derivadas a Otras Plazas (Merval)	\$ 50	\$3
Operac. Derivadas a Otras Plazas (distinta de Merval)	Tasa pactada entre partes	No percibe cobro
Operaciones de Plaza Local	\$100	\$12
Operaciones Aplicada	\$ 200	\$12

Resumiendo, podemos decir que la modalidad de negociación en los Mercados de Valores del interior afecta, desde el punto de vista económico, tanto a los Agentes y/o Sociedades de Bolsa del Interior, ya que deben negociar acuerdos con los Agentes y/o Sociedades de Bolsa del Merval cediendo parte de sus comisiones, como así también a los Mercados del Interior, que ven disminuidos sus ingresos por no percibir la totalidad del Derecho de Mercado.

4. Perspectiva de los Mercados de Valores del interior

La situación actual de los Mercados de Valores en nuestro país muestra, sin duda, la alta concentración de las actividades financieras en la ciudad de Buenos Aires, las cuales operan en cierta manera disociadas del interior del país.

A nivel país, son diversos los intentos tendientes a la unificación de los Mercados de Valores. Entre los casos que podemos mencionar tenemos:

a) En marzo de 2010, el Mercado a Término de Rosario SA (Rofex) y el Mercado de Valores de Rosario SA (Mervaros), han suscripto una carta de intención para iniciar un proceso de fu-

⁹ Los conceptos (1) y (2) incluyen, en algunos casos, el impuesto al valor agregado, que por su irrelevancia en el ejemplo no será tenido en cuenta. Los porcentajes (2) y (3) varían de acuerdo al tipo de operación y al instrumento que se negocie.

¹⁰ Este porcentaje será, obviamente, siempre inferior al que cobra el intermediario de un Mercado del interior.

sión, con el firme objetivo de avanzar en la consolidación de los mercados de capitales y derivados argentinos. Es de destacar que, la referida carta de intención fue suscripta además por la Bolsa de Comercio de Rosario (BCR). Seguidamente, se llevó a cabo una reunión con el Presidente de la Comisión Nacional de Valores, oportunidad en que fue visitado por los Presidentes de la BCR, el Rofex y el Mervaros, con el propósito de hacerle conocer la intención de producir una fusión entre los mercados mencionados. Las autoridades del Organismo de Control se mostraron ampliamente receptivas con esta iniciativa. Esta acción tiene la finalidad de complementar las herramientas disponibles en ambos mercados, a través del aumento y diversificación de los productos ofrecidos a los clientes y sus líneas de negocios. La integración de estos mercados, siendo la que a nivel nacional se encuentra más avanzada, quiebra la histórica fragmentación del mercado argentino y se alinea en la tendencia global de integración de mercados. Tanto Rofex como Mervaros son mercados adheridos a la BCR (Galíndez, Marzo 2010).

b) El 14 de diciembre de 2010 se firmó entre el Mercado de Valores de Rosario SA (Mervaros), el Mercado de Valores de Córdoba SA y el Mercado de Valores del Litoral SA un convenio macro denominado “Acuerdo de complementación Intermercados de la Región Centro”¹¹. Dicho acuerdo fue liderado por el Mervaros, promovido por la necesidad de una mayor integración regional de los mercados de la Región Centro por todos los beneficios que en materia de liquidez y volumen genera para el desarrollo de las economías regionales. Esta integración se bosquejó en materia de negocios y operaciones, y no en lo institucional y administrativo, como es el caso de la fusión que encara, por otra parte, el mercado rosarino con el Mercado a Término de Rosario. Como objetivo inmediato, el Mervaros puso a disposición de los mercados cordobés y santafesino, los servicios de su sociedad controlada: “Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria”. Cuando se armó esta última entidad, que también tiene como accionistas minoritarios a la Bolsa de Comercio de Rosario y al Rofex, se pensó como una canalizadora de negocios (básicamente de organización de fideicomisos financieros con oferta pública, pero también obligaciones de negocios) exclusiva para los agentes de bolsa de Rosario, y fue todo un éxito. Por el contrario, en Córdoba y Santa Fe no se desarrollaron tanto en este negocio de los fideicomisos financieros con oferta pública por la falta de herramientas como Rosario Fiduciaria. Pero estas provincias armaron fideicomisos de la mano de otras fiduciarias, como por ejemplo Bapro Inversiones (provincia de Buenos Aires) y Banco de Valores (Capital Federal), y se había detectado que el 11% de los fiduciantes de los fideicomisos estructurados en la provincia de Rosario fueron con fiduciantes de Córdoba (ejemplo de ello, Mainero y Compañía Argentina de Granos). El objetivo fundamental de este acuerdo fue claro: sumar volumen y aumentar la liquidez para darle forma al mercado de valores de la región centro como fuente de financiamiento y negocios para las economías regionales, que acompaña el proceso de integración económica e institucional de las provincias de Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos. Con Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria, los Mercados de Córdoba y del Litoral podrán gestionar el desarrollo de productos fiduciarios en relación a la zona de influencia de cada uno de dichos Mercados (Galíndez, Octubre 2010).

c) Por su parte, la Comisión Nacional de Valores (CNV) les pidió a los Mercados de Valores de la Región Centro que empiecen a analizar la posibilidad de desarrollar una plataforma única de ruteo de órdenes, un paso en línea con la integración de los mercados que promueve este organismo. La CNV quiere también, en este proceso de unificación que impulsa, sumar a Mendoza en la convocatoria por la plataforma única que analizará con rosarinos, santafesinos y cordobeses (Portal de noticias: Punto Biz, Diciembre 2010). La plataforma única de ruteo de órdenes les permitirá a los agentes y sociedades de Bolsa inscriptos en los Mercados de Valores del interior, ofrecer a sus clientes un servicio de canalización automática de órdenes de compra y venta de títulos valores en tiempo real, de todas las operaciones que se susciten en los mismos. De esta forma, el primer paso que quiere lograr la CNV es integrar los negocios a través de la difu-

¹¹ Acuerdo disponible en <http://www.mvlitoral.com.ar/>. Ingresando a: Eventos/ Convenio Marco Intermercados de la Región Centro. Fecha de captura: 26/01/2011.

sión de los productos que ofrece cada Mercado del interior, para que puedan ser comercializados en cualquiera de ellos. A los fines de evitar un costo y sabiendo que cada Mercado de Valores ha invertido tiempo y dinero en su sistema de negociación y, a su vez, ningún Mercado utiliza el mismo sistema¹², la CNV exigirá a los Mercados del interior adaptar dichos sistemas de negociación a un protocolo común denominado FIX, que ha desarrollado la firma FIX Protocol Limited (FPL).

Algo muy cierto es que todas estas tendencias no han despertado aún el interés por parte del Mercado de Valores de Buenos Aires. Es por eso que, para no sufrir más dilaciones, el organismo oficial busca comenzar por el interior.

La intención de unificar los cuatro Mercados de Valores del interior entre sí o de los Mercados del interior con el Mercado de Valores de Buenos Aires SA ha sido planteada en reiteradas reuniones y exposiciones del organismo de contralor y representantes de los Mercados. La imposibilidad de llevar a cabo esta tarea se atribuía, en la década pasada, a problemas tecnológicos y reglamentarios. En la actualidad, la mayor dificultad radica en diferencias políticas que marcan diferentes estrategias de crecimiento de cada una de las instituciones.

5. Integración de las operaciones de los Mercados de Valores del interior

La evaluación económica de consolidar las operaciones entre los Mercados de Valores del interior refiere, en este trabajo, a los Mercados de Valores de Santa Fe, Rosario, Córdoba y Mendoza. La conveniencia o no de realizar esta operación dependerá de la generación de valor para los accionistas. Es decir, se debería aplicar el principio básico de realizar la operación si ésta genera un valor positivo.

Según Noussan (1992), las posibilidades de creación de valor son la causa fundamental de los procesos de fusión o adquisición, bajo el supuesto de que la empresa adquirente podría proveer a la compañía adquirida de una gestión más eficaz, con la cual se lograría una mejora neta en la generación de fondos y por lo tanto en el valor de la compañía. Además, existe la posibilidad de aprovechar las potenciales economías de escala que pueden aparecer como resultado de una operación de esta clase.

Las operaciones de adquisición o fusión son clasificadas, según el autor mencionado en:

- Fusión horizontal: son las que se realizan entre empresas del mismo sector de negocios.
- Fusión vertical: son las que tienen lugar entre empresas que están en diferentes etapas del proceso, en un determinado sector.
- Fusión de tipo conglomerado: son las que se realizan entre firmas que pertenecen a distintos sectores de negocio.

De este modo, consideramos a la integración de los Mercados de Valores del interior como un proceso de fusión horizontal. La evaluación de la consolidación de las operaciones de los Mercados de Valores del interior, al igual que el de una fusión, es un ejercicio realizado bajo condiciones de incertidumbre y como tal, implica asumir cierto riesgo al realizar suposiciones sobre el comportamiento de las variables que componen los Estados Contables. El análisis deberá partir entonces de supuestos.

En particular, lo que queremos mostrar es la sinergia que se generaría por la unión de las operaciones de los cuatro Mercados de Valores del Interior. Para lo cual, lo correcto sería com-

¹² El Mercado de Valores de Rosario y Córdoba utilizan sistemas de negociación de desarrollo propio, y los otros Mercados usan sistemas que se comercializan, el Mercado de Valores del Litoral adquirió el servicio de SIOPEL y el Mercado de Valores de Mendoza utiliza el PRIMARY.

probar si el valor de las cuatro sociedades de Mercados combinadas es mayor que el valor de las mismas consideradas como si estuvieran actuando separadamente.

Sinergia es un término que ha sido usado con profusión en relación a las fusiones y adquisiciones. Éste aparece definido en el diccionario como “acción de dos o más causas cuyo efecto es superior a la suma de los efectos individuales”¹³; en términos económicos el uso que se le ha dado proviene de la expresión científica sinergismo, que significa el efecto combinado de resultado superior a la suma de los efectos individuales, que se obtiene cuando dos agentes (económicos, sociales, etc.) interactúan entre sí. En este trabajo, para ser más específicos, cuando hablemos de sinergia nos referiremos a “la mejora neta en el resultado o en alguna otra medida de performance que pueda ser confiablemente el resultado de la fusión de dos o más unidades de negocios”¹⁴, en este caso, los Mercados de Valores del interior del país.

Es importante destacar que cuando hablamos del valor de la empresa antes de la operación, no hacemos referencia al valor de mercado, sino al “valor intrínseco de cada empresa”, o sea, al valor actual de la corriente de flujos de fondos futuros de cada empresa considerada como una entidad separada. Este valor puede ser diferente al valor de mercado, en el caso que este último estuviera influenciado por las noticias de la fusión y sus potenciales beneficios. Hecha la aclaración, podemos decir que la diferencia entre el valor combinado y la suma del valor de las empresas consideradas como compañías no relacionadas, es lo que consideramos como la sinergia derivada de la operación.

La existencia de una sinergia potencial hace que la empresa adquirente deba ofrecer pagar un premio¹⁵. No obstante, en este trabajo no debemos evaluar el premio a ser pagado, debido a que la integración supone un esquema en el cual ninguno de los participantes obtiene beneficios sobre el resto.

Entre los factores que justifican la sinergia en este caso en particular, podemos mencionar:

a) Incremento en los ingresos: Una de las más importantes razones para emprender la unión de las operaciones de los Mercados es la posibilidad de generar mayores ingresos que los generados en forma aislada.

Podríamos señalar que la consolidación de las operaciones entre los diferentes Mercados permitiría reunir una gran cantidad de Agentes y Sociedades de Bolsa, lo cual generaría, a su vez, una masa crítica de inversores que posibilitarían concretar una mayor cantidad de operaciones en “plaza local”. Es decir que la operación se concertaría dentro del mismo Mercado o bien en otro Mercado del interior que, al estar integrados, se consideraría como una operación concertada entre mercados de plaza local. Esto traería aparejado un aumento en los ingresos por el cobro del concepto “Derechos de Mercado”, dado que no habría necesidad de coparticipar al Mercado de Valores de Buenos Aires SA.

Volvemos al ejemplo planteado en el Punto 3, donde tenemos que los datos de una transacción bursátil son:

¹³ Diccionario de la Lengua Española – Vigésima Segunda Edición de la Real Academia Española. Disponible en http://buscon.rae.es/draeI/SrvltConsulta?TIPO_BUS=3&LEMA=sinergia. Fecha de captura: 03/08/2010.

¹⁴ Definición desarrollada por: Taqi, S. J., "Catching Shadows: Success and Failure in the Search for Synergies", M&A Europe.1991. En: Noussan, 1992: 7.

¹⁵ El *premio* es el mayor precio abonado por la empresa a ser fusionada por sobre el valor calculado de la misma, antes de la fusión o consolidación de las operaciones. El mayor valor puede provenir, entre otras causas, de la decisión de los accionistas (de la empresa objeto de la fusión) de solicitar un mayor valor por su empresa dado sus expectativas favorables.

Concepto	Arancel	Importe
Importe Bruto de la compra ó venta		\$10.000,00
Comisión del intermediario	1%	\$100,00
Derecho de Mercado	0,06%	\$ 6,00
Derecho de Bolsa	0,03%	\$ 3,00

Las posibles variantes de concertar una operación, estando los Mercados de Valores del interior integrados, serían:

- Operación Derivada a Otra Plaza (específicamente Merval): Si un intermediario del interior, inscripto en cualquier Mercado del interior deriva la operación al Merval, el Mercado del interior posee sólo un registro de operación, ya sea por la compra o la venta, cobrando en este caso el cincuenta por ciento de la alícuota en concepto de derecho de mercado, por la existencia del Acuerdo Marco que explicamos anteriormente, en el ejemplo sería \$ 3,00. Este tipo de concertación se vería disminuido debido a que los Mercados del interior tendrían mayor posibilidad de concertar operaciones entre ellos por estar integrados.
- Operación Derivada a Otra Plaza (distinta de Merval): No existiría la posibilidad que un intermediario del interior pudiera derivar la operación a otra plaza que no sea Buenos Aires, ya que estarían integrados.
- Operación de Plaza local: Si dos intermediarios del interior, inscriptos en un mismo Mercado, concertan la operación en plaza local, el Mercado del interior posee dos registros de operaciones, uno por la compra y otro por la venta, percibiendo de este modo dos veces la alícuota en concepto de derecho de mercado que suma, en el ejemplo, \$12,00.
- Operación de Plaza local (estando los Mercados integrados): Si dos intermediarios del interior, inscriptos en diferentes Mercados del interior, concertan la operación estando éstos integrados, cada Mercado del interior posee un registro de operación, uno de ellos lo tendrá por la compra y el otro por la venta, percibiendo de este modo cada Mercado el cien por ciento de la alícuota en concepto de derecho de mercado que, en el ejemplo, suma \$ 6,00 cada uno. No olvidemos que, en este caso, además los Agentes y Sociedades de bolsas del interior también se ven beneficiados económicamente ya que no tienen que ceder parte de **su comisión a otro intermediario**.

b) Mejor uso del marketing: La unión de las operaciones entre los Mercados puede producir un incremento en los ingresos como consecuencia de las mejoras en el uso del marketing. Este progreso puede provenir del uso más eficiente de los esfuerzos comunicacionales y por el mejoramiento de las políticas de publicidad.

c) Reducción de costos: La unificación de operaciones, lleva implícito el uso de un mismo soporte tecnológico y una misma estructura administrativa, por lo tanto, significaría una reducción en costos de personal y sistemas de negociación. En este caso habría una ganancia por mayor eficiencia.

d) *Aumento de la transparencia en el sistema*¹⁶: Este concepto no es sencillo evaluarlo económicamente, pero al consolidar todas las operaciones en un mismo sistema de negociación tecnológico, se simplificarían los controles y los procedimientos de auditoría.

e) *Poder de mercado o monopolio*: Al unir sus operaciones, los Mercados dejarían de competir en algunas zonas geográficas del interior del país. Se reduciría en consecuencia, la cantidad de competidores. Esto es, por ejemplo, los derechos que perciben los Mercados de Valores por su intervención en las operaciones con títulos valores serían iguales para todos los Mercados en caso de estar integrados.

f) *Economías de escala*: De manera similar a las fusiones horizontales, la ganancia natural en el caso de la consolidación de las operaciones entre los Mercados de Valores del interior, son las economías de escala¹⁷.

6. Cuantificación de la sinergia

Expresamos anteriormente que la integración de las operaciones de los Mercados de Valores del Interior genera una sinergia positiva. Por lo tanto, debemos estimar básicamente si habrá algún incremento de valor de los Mercados en caso de combinar sus operaciones. Para ello, corresponde comprobar si el valor de las empresas (Mercados de Valores del interior) combinados es mayor que el valor de la suma de las mismas consideradas como si actuaran separadamente. Ahora bien, analizamos qué método de valoración se podrían utilizar.

Existen diferentes métodos de valoración de empresas que, según el autor Aguiar Díaz (2006), se pueden agrupar en: métodos basados exclusivamente en la información contable, que tratan de obtener el valor patrimonial de la empresa, métodos de los múltiplos, y métodos basados en el descuento de flujos, que tienen en cuenta las expectativas futuras de la empresa.

La elección del método de valoración depende, según el autor mencionado, de una serie de variables como son el objetivo perseguido en la valoración, la información disponible, si se trata de una empresa cotizada o no, y el tamaño de la empresa o del sector de la actividad. En nuestro caso, proponemos determinar el valor de los Mercados de Valores centrándonos fundamentalmente en el *método de descuento de flujos*. La razón principal de utilizar dicho método es que incorpora los efectos a largo plazo de la fusión o adquisición.

En esencia, el valor de una empresa por el método de descuento de flujo de fondos es el valor actual de los flujos de dinero futuros que se estima que ésta pueda generar en un período de tiempo determinado, más el valor actual del valor residual o valor estimado al final de dicho horizonte temporal.

Entonces, con el objeto de determinar la sinergia producida por la unión de las operaciones de los cuatro Mercados de Valores del Interior del país, planteamos determinar el valor individual de cada uno de ellos. Es decir, el valor de MVL (V_{MVL}), MVR (V_{MVR}), MVC (V_{MVC}) y MVM (V_{MVM}), siendo:

- MVL = Mercado de Valores del Litoral SA
- MVR = Mercado de valores de Rosario SA
- MVC = Mercado de Valores de Córdoba SA
- MVM = Mercado de Valores de Mendoza SA

¹⁶ El objetivo de la transparencia es asegurar la integridad, la responsabilidad y la ética en las transacciones, con total acceso del inversor a la información necesaria para la toma de decisiones.

¹⁷ Las economías de escalas se obtienen cuando el coste unitario de la producción baja al aumentar la producción. Una forma de conseguir economías de escalas es distinguir el coste fijo sobre un volumen mayor de producción.

La diferencia entre el valor combinado de las cuatro instituciones ($V_{MVL, MVR, MVM, MVC}$), y la sumatoria de los valores de las mismas como entidades separadas, será la sinergia generada por la combinación de sus operaciones:

$$\text{Sinergia} = V_{MVL, MVR, MVM, MVC} - (V_{MVL} + V_{MVR} + V_{MVM} + V_{MVC})$$

La sinergia de la operatoria la determinamos considerando los flujos de efectivo libre o free cash flow (FCF):

$$\text{Sinergia} = \sum_{t=1}^T \frac{\Delta CF_t}{(1+r)^t}$$

donde ΔCF_t es la diferencia entre el flujo de fondos del período t de la entidad consolidada, y la suma de los flujos de fondos de las cuatro instituciones por separado. En otras palabras, ΔCF_t es el cash flow incremental del período t, que cabe esperar se producirá como resultado de la unión de las operaciones.

El termino “r”, es la tasa de descuento ajustada para los cash flows incrementales. Es, generalmente, considerada como la tasa de retorno requerida para los activos de las empresas a consolidarse.

También se puede llegar a los flujos de fondos incrementales, a través de la consideración de los distintos componentes del cash flow:

$$\Delta CF_t = \Delta \text{ingresos}_t - \Delta \text{costos}_t - \Delta \text{carga impositiva}_t - \Delta \text{requerimientos de capital}_t$$

donde: $\Delta \text{ingresos}_t$ son las variaciones incrementales de entradas de dinero producto de la integración, Δcostos_t son los costos incrementales, $\Delta \text{carga impositiva}_t$ son las variaciones incrementales de las cargas impositivas y, $\Delta \text{requerimientos de capital}_t$ las variaciones incrementales de las inversiones requeridas en capital de trabajo y activos fijos (Noussan, 1992).

El paso preliminar para aplicar el método de FCF es realizar un estudio del comportamiento económico-financiero que presentaron en el pasado los Mercados de Valores, su situación actual, y sus proyecciones futuras. Para éstas últimas debemos ponderar cómo afectarán las variables económicas a la empresa, al sector en que se desenvuelve y, por supuestos, debemos realizar pronósticos. En todo pronóstico hay necesariamente algo de subjetividad.

El modelo de proyección financiera integra los estados financieros de la empresa, esto es, el estado de situación patrimonial, el estado de resultados y el cash flow o flujo de efectivo libre, que se nutre de la información de los dos anteriores.

El estado contable de una empresa sigue siendo hoy el documento que mejor resume las actividades financieras de la empresa y el que primero solicitan los analistas bancarios y los consultores cuando buscan analizar la situación económica financiera de una empresa.

En esencia, la información de los balances y los estados de resultados se combinaría para obtener el flujo de efectivo libre. La forma de calcularlo, según expone Dumrauf (2003: 107), sería la siguiente:

$$\begin{array}{r} \text{Resultado después de impuestos} \\ + \text{Depreciaciones y amortizaciones} \\ \pm \Delta \text{ en el capital de trabajo} \\ - \text{Aumentos en los activos fijos} \\ \hline \text{FCF (free cash flow)} \end{array}$$

Para valuar los Mercados de Valores debemos reconocer un horizonte de planeamiento. En la planificación financiera de largo plazo, pensamos en un plazo de cinco años o más, por lo que el horizonte de proyección podría estar infinitamente alejado. Debido a la dificultad de estimar predicciones sobre períodos muy alejados como así también a que los valores obtenidos cerca

del infinito tienden a cero, la solución práctica es determinar un período por el cual se realiza el detalle de la estimación de los flujos de fondos y, luego a partir de ese momento es prudente utilizar el valor presente de una perpetuidad (que se denomina valor terminal).

El valor terminal es el valor estimado de una compañía (en este caso, de los Mercados de Valores) al final del horizonte de proyección. Una forma simplificada de obtener dicho valor terminal es considerar que a partir de un período determinado, por ej. 5 años, la duración de la empresa es ilimitada y descontar dicho valor hasta ese momento. El problema estriba en estimar los flujos que la empresa generaría desde el período 5 + 1 en adelante. Una simple solución es suponer que el flujo de efectivo se mantiene constante a perpetuidad o bien que crece a una determinada tasa constante media “g” de crecimiento por período y acumulativa a partir del final del horizonte de planificación. En este último caso la expresión que nos permite calcular el valor terminal al momento 5 es:

$$VT_5 = \frac{FCF_5 \times (1+g)}{(r-g)}$$

siendo VT_5 el valor terminal de la compañía en el año 5 y FCF_5 el flujo de efectivo libre de el año 5.

Este valor terminal es por si mismo un valor de cinco años, porque se trata del valor de los cash flow de los Mercados de Valores que se prevé se recibirán después de cinco años. Por consiguiente, debe equipararse al valor actual multiplicándolo por el factor de descuento aplicable al quinto año. Por lo tanto, la ecuación de valoración que se debe aplicar es:

$$V = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_5}{(1+r)^5} + \frac{VT_5}{(1+r)^5}$$

7. Conclusiones

Si observamos la situación del mercado capitales en Argentina, advertimos claramente que los Mercados de Valores del interior han tenido un mínimo desarrollo, lo que ha limitado su función principal, la cual es servir como vínculo entre oferentes y demandantes de recursos financieros dentro de una misma región o de varias regiones entre sí. En la actualidad, estas instituciones han quedado reducidas a un conjunto de sociedades anónimas con limitada actividad bursátil.

La principal contribución que queremos dejar con este trabajo es el análisis de la integración de las operaciones de los Mercados de Valores del interior del país, planteando los beneficios que dicha unión acarrea, tanto para los dirigentes de estos organismos como para los participantes.

Partimos de la hipótesis que si los Mercados de Valores del interior integran sus operaciones bursátiles, aumentarían su volumen de negociación y, por ende, los ingresos relacionados. Si tal consolidación se lograse —hecho que se presenta hoy como un desafío en una oportunidad histórica favorable— los inversores y tomadores de fondos alejados del centro financiero nacional, estarían en condiciones de lograr sus objetivos de una manera más conveniente y eficaz. Por lo tanto, en relación a la hipótesis planteada, dejamos bosquejada la forma en que se puede verificar la existencia de una sinergia positiva que se derivaría de la integración y consolidación de las operaciones entre los Mercados del interior. Se reserva para un trabajo futuro, el testeo efectivo de la hipótesis antes mencionada.

El análisis financiero propuesto ha sido efectuado con el solo propósito de brindar un ejemplo que sirva para contribuir a mostrar la conveniencia económica que deviene de la unión de los distintos Mercados de Valores del interior, considerando, a su vez, que la integración de los mismos es la única posibilidad de que éstos subsistan en el tiempo.

REFERENCIAS

- Aguiar Díaz, Inmaculada y otros. *Finanzas corporativas en la práctica*. Primera Edición. Madrid. Delta, Publicaciones Universitarias. 2006.
- CNV empieza por la Región Centro la integración de mercados de valores. Portal de noticias de economías y negocios de la región: Punto Biz. 28/12/2010. Disponible en http://www.puntobiz.com.ar/noticia/articulo/54658/CNV_empieza_por_la_Region_Centro_la_integracion_de_mercados_de_valores.html.
- Comisión Nacional de Valores (CNV). <http://www.cnv.gob.ar/>. Fecha de captura: Marzo 2010.
- Conocimientos Básicos para Operar en el Mercado*. Producido por Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC). Soporte en CD. Buenos Aires. 2004.
- Dumrauf Guillermo L. *Finanzas Corporativas*. Buenos Aires. Grupo Guía. 2003.
- Erpen, Mónica. *Cómo financiar a la empresa a través del Mercado de Capitales*. Cuaderno de investigación N° 12 del Instituto Argentino del Mercado de Capitales. Junio de 1999.
- Erpen, Mónica. *Mercado de Capitales: manual para no especialistas*. Primera Edición. Buenos Aires. Temas Grupo Editorial. 2010.
- Fornero, Ricardo. Guía de Clases y Estudio. *Formulación, Evaluación y Análisis de Riesgo de Proyectos de Inversión*. UNL – MBA. 2008.
- Franco, Horacio A.; Vitale, Jorge. *Mercados, títulos valores, calificación: oferta pública, instituciones, estructura y funcionamiento, mercado abierto electrónico*. Buenos Aires. Abeledo-Perrot . 1995.
- Galíndez, Mariano. *Analizan integrar los mercados de valores de Rosario, Córdoba y Santa Fe*. Portal de noticias de economías y negocios de la región: Punto Biz. 19/10/2010. Disponible en http://www.puntobiz.com.ar/noticia/articulo/34300/Analizan_integrar_los_mercados_de_valores_de_Rosario_Cordoba_y_Santa_Fe.html.
- Galíndez, Mariano. *Qué cambia con la fusión del Rofex con el Mercado de Valores de Rosario*. Portal de noticias de economías y negocios de la región: Punto Biz. 17/03/2010. Disponible en http://www.puntobiz.com.ar/noticia/articulo/28464/Queacute_cambia_con_la_fusioacuten_del_Rofex_con_el_Mercado_de_Valores_de_Rosario.html.
- Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC). <http://www.iamc.sba.com.ar/iamc/index.htm>. Fecha de captura: Abril 2010 y Enero de 2011.
- Muñoz, Narciso. *Desarrollo del Mercado de Capitales: un imperativo de la economía*. Primera Edición. Buenos Aires. Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. 2006.
- Noussan, Gabriel L. *Fusiones y Adquisiciones*. Nota Técnica de la División de Investigación del IESE (Universidad de Navarra). 1992.
- Pascale, Ricardo. *Decisiones Financieras*. Quinta Edición. Buenos Aires. Fondo Editorial Consejo. 2006.