

V Jornadas de Sociología de la UNLP. Universidad Nacional de La Plata. Facultad de Humanidades y Ciencias de la Educación. Departamento de Sociología, La Plata, 2008.

Las elites porteñas y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (1989-2006). Liberales y conservadores en la reestructuración del mercado de capitales .

Heredia, Mariana.

Cita:

Heredia, Mariana (2008). *Las elites porteñas y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (1989-2006). Liberales y conservadores en la reestructuración del mercado de capitales*. V Jornadas de Sociología de la UNLP. Universidad Nacional de La Plata. Facultad de Humanidades y Ciencias de la Educación. Departamento de Sociología, La Plata.

Dirección estable: <https://www.aacademica.org/000-096/283>

ARK: <https://n2t.net/ark:/13683/edBm/uos>



Esta obra está bajo una licencia de Creative Commons.
Para ver una copia de esta licencia, visite
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.5/ar>.

Acta Académica es un proyecto académico sin fines de lucro enmarcado en la iniciativa de acceso abierto. Acta Académica fue creado para facilitar a investigadores de todo el mundo el compartir su producción académica. Para crear un perfil gratuitamente o acceder a otros trabajos visite: <https://www.aacademica.org>.

V Jornadas de Sociología de la Universidad Nacional de La Plata

“Cambios y continuidades sociales y políticas en Argentina y la región en las últimas décadas. Desafíos para el conocimiento social”

La Plata, 10-12 de diciembre de 2008

Mesa J 17: “Los que ganaron. Estratificación social, distinción y poder entre las clases medias en ascenso y los estratos superiores”

Coordinador: Rodolfo Iuliano (UNLP); fitoiuliano@yahoo.com.ar

**“Las elites porteñas y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (1989-2006).
Liberales y conservadores en la reestructuración del mercado de capitales” ***

Mariana Heredia (CONICET/IIGG/IDAES)

mar_heredia@hotmail.com

La Bolsa de Buenos Aires (BCBA) posee una estructura organizativa singular. El término “Bolsa de Comercio” tiende a delimitar, en otros países, a todos los actores del mercado bursátil. En la Argentina, en cambio, la Bolsa no es sino una de al menos tres instituciones que componen este mercado. Y a estas instituciones ha de sumarse el Mercado Abierto Electrónico que, conformado por los grandes bancos, concentra la mayor parte de la operatoria en títulos públicos del país.¹

Es sabido que los mercados de capitales sufrieron una profunda transformación en las últimas décadas del siglo XX, motorizada por el avance de los grandes bancos. Menos conocida es la supervivencia de la singular estructura de la Bolsa porteña que sobresale por la capacidad de los actores locales para perpetuar pautas abandonadas en otras latitudes. En efecto, todos los estudios sobre las transformaciones recientes del mercado bursátil identifican, tanto en América latina (Gómez Fonseca; Wormald, Brieva y Rodríguez Gavarito, 2007) como en Europa (Godechot, 2005), una aguda tensión entre los agentes más tradicionales y los nuevos actores bursátiles, vinculados, en su mayoría, con los grandes bancos. En la Argentina, más allá de las numerosas

* Esta ponencia presenta algunos resultados de un estudio de caso enmarcado en el programa de investigación sobre “Instituciones y Desarrollo” dirigido por Alejandro Portes desde el Centro para las Migraciones y el Desarrollo de la Universidad de Princeton. Deseamos expresar nuestra gratitud a Jorge Schvarzer y Jesús Monzón por el acceso al archivo del CISEA, a Martín di Lullo (BCBA), Mónica Erpen (IAMC-MERVAL), María Soledad Castro (CNV) y sus respectivos equipos por facilitarnos el acceso a la información estadística mencionada. Esta investigación no hubiera sido posible sin el aporte de los diversos actores del mercado que aceptaron conversar con nosotros. Tampoco sin la asistencia de Juan Manuel Heredia y Micaela Díaz Rosaenz. A todos ellos, nuestro sincero agradecimiento.

¹ Todos los actores entrevistados son conscientes de esta singularidad. Como lo veremos, algunos la rechazan y otros la defienden con orgullo. Según un especialista (Laas Braun, 1983: 926), la BCBA “presenta un sistema híbrido (que), hasta donde llega nuestro conocimiento, no existe en ninguna bolsa importante del mundo”.

tentativas de las autoridades y de los grupos más liberales por alcanzar la “unificación”, la resistencia de los agentes tradicionales se reveló efectiva.

Esta ponencia se propone reconstruir el derrotero de la BCBA, las características y los conflictos de los grupos liberales y conservadores. De este modo, explorará la persistencia o la renovación de ciertas pautas de prestigio, riqueza y poder entre los estratos superiores de la sociedad. Para aproximarnos a este mundo, nos hemos servido de tres fuentes de información: material periodístico, memorias institucionales así como entrevistas en profundidad con participantes del mercado de capitales. Resultado preliminar de un estudio en curso, este texto se organiza en dos grandes secciones: una reseña histórica del mercado bursátil en la Argentina y una síntesis de los conflictos que lo atravesaron en la última década del siglo XX.

I. BREVE RESEÑA HISTÓRICA

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

Los orígenes de la intermediación financiera en el Río de la Plata remontan a principios de siglo XIX, aunque las memorias oficiales de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA, 1934, 1954 y 2004) presenten algunas incongruencias al respecto. Si bien el desarrollo temprano de estas actividades tiende a ser subrayado por todos los relatos históricos, una cierta ambigüedad refiere a las continuidades o diferencias entre la institución y las primeras asociaciones de corredores locales. En efecto, ya en 1821 el gobierno de Bernardino Rivadavia promueve la formación de una Bolsa Mercantil y muchos de los protagonistas de esta experiencia se integran más tarde a la BCRA. No obstante, las denuncias de especulación y agio que pesaba sobre estos grupos y la persecución que los había llevado a desarrollar una actividad semiclandestina (y hasta itinerante) no constituyen referencias históricas muy valoradas.²

Con estos antecedentes, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) formaliza su existencia el 10 de julio de 1854 y constituye desde entonces el principal centro bursátil de la Argentina.³ Tres grupos confluyen en su seno: miembros

² De hecho, la asociación de este grupo de primeros corredores comerciales fue llamada peyorativamente “Camoatí”, voz indígena que significa conjunto de avispas que se reúnen en un árbol y construyen su nido para luego deshacerlo y construir otro en distinto lugar.

³ Progresivamente, otras Bolsas Comerciales se desarrollarían en el interior del país. Entre ellas, merecen mencionarse la de Rosario (creada en 1884), la de Santa Fé (del mismo año), la de Mar del Plata (s/d), la de Córdoba (1900), la de Mendoza (1942), la de Bahía Blanca (1979) y la de Río Negro (1989). Aún

conspicuos de la elite política porteña (con intereses económicos diversificados); comerciantes de origen extranjero y corredores de extracción menos prominente pero con mayor experiencia en las transacciones de oro que sería, durante décadas, la principal actividad de la entidad.

Espacio de aglutinamiento y representación de la elite local – a través de cámaras de distintos productos y de capitales tanto nacionales como extranjeros-, la BCBA reclamará un lugar central como interlocutora de las autoridades y como instancia de intermediación financiera. La capacidad política de la BCBA se corresponderá, entre fines de siglo XIX y principios de siglo XX, con una singular expansión de las actividades bursátiles. Beneficiada por la estabilización del país y la expansión de la producción agropecuaria, la entidad construye uno de los edificios más imponentes del centro de la ciudad, en gran medida gracias a un notable aumento de sus socios. Los mismos pasaron de ser 1.850 en 1881 a 4.566 en 1888 (BCBA, 1954: 140). Este crecimiento se vio acompañado por la expansión de las actividades financieras que desembocaron en la crisis de 1890. En efecto, según datos de Etchepareborda (citado por Sidicaro, 1988: 25), los montos de las operaciones habrían escalado de 172 millones de pesos en 1886 a 496 millones de pesos en 1889; es decir que casi se triplicaron en apenas tres años. Pero la primera gran crisis de la Bolsa no sólo dejaría a la institución virtualmente paralizada por varios años sino que dañaría profundamente su reputación: varias de las novelas más famosas de la literatura realista de la época asociarían sus actividades con la especulación y la estafa.⁴

Las primeras cuatro décadas del siglo XX introdujeron modificaciones importantes en la organización y las operaciones de la Bolsa pero desembocaron en un nuevo ciclo de euforia y colapso. En 1905, una reforma de los estatutos posibilitó la creación de Cámaras Gremiales integradas por asociados que operaban en el mismo sector de actividad. A partir de 1914 –con el decreto de inconversión del papel moneda nacional- la Bolsa pasó a centrarse en la negociación de valores públicos y privados que fueron reemplazando al metálico en sus transacciones. Así, si, en 1934, los valores privados representaban apenas el 4% del total; diez años más tarde concentraban más de

cuando la de Rosario y Córdoba se destacan de las otras, la de Buenos Aires representaba, en diciembre de 2007, el abrumador 98% del volumen negociado en Bolsa en la Argentina. Según los datos provistos por la CNV.

⁴ Cf. *Quilitos* de Carlos María Ocantos, *Horas de fiebre* de Segundo Villafañe y *La Bolsa* de Julián Martel.

la mitad (50,35%) de los movimientos de la institución (BCBA, 1954: 266). En un principio, la Bolsa reclamó entonces un lugar de importancia en la financiación de la expansión industrial. No obstante, si bien este crecimiento fue acelerado hacia comienzos de la década del cuarenta, tuvo como desenlace el crac de 1949 que selló el final de una época.

En el gobierno desde 1945, Perón introdujo una serie de modificaciones que se afirmaron frente a la crisis. A través del decreto-ley 13.353 del 29 de mayo de 1946, se dispuso la oficialización de la Comisión de Valores –creada en 1937 para regular el mercado-, la Superintendencia del Banco Central sobre las Bolsas y Mercados de Valores y una reglamentación a la que debían ceñirse éstas y los comisionistas de Bolsa.⁵ Como consecuencias de estas reglamentaciones, ciertas funciones hasta entonces privativas de la Bolsa fueron sometidas al control estatal: el acuerdo de cotización, el régimen normativo de las operaciones, el nombramiento de comisionistas de Bolsa, el registro de operaciones.⁶ Pero el peronismo no sólo restó atribuciones a la Bolsa sino que desincentivó la compra y venta de acciones como medio de financiamiento. La nacionalización y la modificación de la Carta Orgánica del Banco Central concentraron en este organismo todo el ahorro colocado en los bancos comerciales y permitieron a las autoridades intervenir en la asignación de crédito, canalizando el capital hacia aquellas actividades consideradas como prioritarias (Cortés Conde, 2005: 149).

Aunque el derrocamiento de Perón y algunas de las políticas económicas implementadas en los años sesenta y setenta aspiraron a estimular una reactivación de las actividades bursátiles, la evolución de las mismas fue errática. Ciertamente, las políticas desarrollistas de apertura a las inversiones extranjeras hicieron subir la cantidad de sociedades cotizantes, de 306 en 1955 a 669 en 1961, alcanzando un pico histórico para el país. No obstante, los créditos subsidiados otorgados por los bancos, la laxitud de los controles (que permitió muchos negociados) sumados a la inflación y la devaluación monetaria conspiraron contra el interés de las empresas y los inversores en las

⁵ Las modificaciones se consolidaron tres años después a través de los decretos 12.793 de 1 de julio de 1949 y sus complementarios, la ley 13.571 del 23 de septiembre y el decreto 25.120 del 8 de octubre de 1949.

⁶ En primer lugar, la Bolsa perdió la atribución de autorizar la cotización de valores. En segundo lugar, la Bolsa cesó de tener jurisdicción sobre el nombramiento de comisionistas quienes pasaron a depender directa y exclusivamente del Banco Central. Por último, la Bolsa quedó constituida bajo la forma de sociedad anónima con acciones nominativas.

colocaciones bursátiles. Del mismo modo, la inestabilidad política y el carácter contradictorio de las iniciativas estatales encontraron una clara ilustración en la reglamentación de las actividades bursátiles. A fines de la década no quedaban más de 414 empresas cotizantes y los montos efectivos en moneda constante se habían replegado de \$ 271 millones en 1961 a \$54 millones en 1965 y a apenas \$ 33 millones en 1970 (BCBA, 2004: 149).

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

Cierto, el estatuto de la BCBA manifiesta expresamente que uno de sus objetos es peticionar frente a las autoridades “una adecuada legislación relativa al comercio, producción, finanzas, y economía en general”,⁷ no obstante, la orientación “gremial” asumida por la entidad devino una fuente de conflicto en el seno de la organización.⁸ A partir de 1971 convivieron dos listas en la elección de sus autoridades: una, asociada a los agentes de Bolsa, que buscaba retrotraer la organización a sus tareas específicas, las actividades bursátiles, y otra, vinculada a los grandes empresarios representados en la entidad, que consideraba a la institución centenaria como un espacio de representación de los reclamos de las elites locales.

Frente a la merma de empresas cotizantes y al desinterés de los inversores en las acciones de las mismas, la BCBA tendió a concentrar sus actividades en la transacción de títulos públicos. Siguiendo datos de Berardi (1974: 30), las transacciones de títulos

⁷ Inciso 5 del artículo nro. 1 del Estatuto de la BCBA.

⁸ En este punto seguimos el análisis de Sidicaro (1988: 53-80).

públicos que representaban el 10% del mercado bursátil en 1960, alcanzaron el 66% en 1970, el porcentaje habría trepado, según Schvarzer (1990: 3), al 89% de dichas operaciones en 1976, manteniéndose en torno del 80% del total operado en el período 1984-1988.

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

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

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

En la Argentina, como en los grandes países de América Latina, la aplicación de las reformas estructurales dio, conjuntamente a la estabilización de la moneda, un fuerte impulso al mercado de capitales. Luego de décadas de alta inflación y de dos picos hiperinflacionarios, las actividades económicas recobraron, con la ley de convertibilidad, cierta perspectiva de largo plazo. Pero en lo que respecta específicamente al mercado bursátil, fueron las privatizaciones las que llevaron a varias grandes empresas a cotizar en Bolsa, al tiempo que se incrementaba el volumen de capital disponible para la inversión gracias al ingreso del país en el plan Brady. La reforma del sistema de jubilaciones y pensiones y el desarrollo de inversionistas institucionales incrementó asimismo los fondos locales a negociar en este tipo de actividades.

A partir de 1989 y sobre todo de 1991, las actividades bursátiles conocieron, en la Argentina, no sólo un extraordinario repunte sino, por primera vez en muchos años, un crecimiento relativamente sostenido. Si a fines de los años ochenta, el índice de

actividad de la BCBA era de aproximadamente 600 mil dólares diarios, en el apogeo del programa de convertibilidad este mismo índice había trepado a 130 millones de dólares (IADER, 2000: 29). Igual situación expresa el volumen promedio diario de transacciones que entre 1988-1991 había sido de 11 millones de dólares y que en 1994 alcanzaba los 514 millones de dólares; tras la caída provocada por el efecto tequila, dicho indicador se recuperó, al alcanzar 597 millones de dólares en julio de 1996 (Macchi, 1996: 3).⁹

No obstante, a los relatos eufóricos sobre la década de los noventa merecen anteponerse varios matices. El alza experimentada por la BCBA no logró contrarrestar el retraso de Buenos Aires como plaza bursátil en relación con sus pares latinoamericanas ni alentar una canalización regular de inversiones hacia el sector privado. Por un lado, hacia principios de la década de los noventa, la relación entre capitalización bursátil/PBI era de 5,20% en la Argentina frente al 7,7% en Brasil, 15,87% en México y 50,80% en Chile (Marinozzi, 1990: 50). Esta distancia se mantuvo hasta mediados de la década: según datos de la BCBA, hacia mediados de 1996, el mismo indicador era de 12,76% en Buenos Aires, frente al 14,57% de Medellín; 26,27% y 27,66% en Río de Janeiro y San Pablo, respectivamente; 41,47% en México y 123,43% en Santiago de Chile (Macchi, 1996: 6). Por otro lado, la BCBA no logró revertir la tendencia secular registrada desde los años sesenta a una disminución de las empresas cotizantes: si en 1991, las mismas alcanzaban el número de 170, en 1998 habían caído a 131 y en 2002 eran apenas 83. El avance de la Bolsa en la financiación del sector privado se reveló, por tanto, pasajero. Como la propia memoria de la institución lo apunta, “Observando las diferencias anuales, 1997 había resultado el último ejercicio favorable para el sector accionario. De allí en más, cuatro años de signos negativos, con incremento en la cartera de títulos públicos sobre el papel privado” (BCBA, 2004: 185). En continuidad con lo ocurrido desde la segunda posguerra, la mayor parte del volumen bursátil remite, en el período 1990-2007, a operaciones con títulos públicos.

Más allá de la evolución (ahora matizada) de las transacciones, los cambios en los mercados financieros y en la política económica doméstica no tuvieron solo implicancias positivas para la BCBA. El incremento de los volúmenes desafió su

⁹ Este *boom* era registrado y celebrado por la prensa de la época: “...en 1991 se quiebra definitivamente una tradición de tres lustros durante la cual la opción fue la tasa o el dólar salvo en momentos muy puntuales y concretos” (*Ámbito financiero*, 31/12/91).

centralidad en el mercado de capitales e implicó un notable incremento de la competencia, tanto para la institución como para los comisionistas tradicionales. En general, es la competencia externa la que suele mencionarse y con razón: las acciones de las grandes empresas que operan en la Argentina pueden ahora negociarse libremente en los grandes mercados del mundo¹⁰ y muchas de las compañías adquiridas por capitales extranjeros optaron por retirarse de la plaza local. Pero también la competencia interna ha sido significativa.

Un conjunto de instituciones, bancos comerciales públicos y privados, compañías financieras y casas de cambio, crearon el Mercado Abierto Electrónico (MAE) que se identifica hoy con las “operaciones extrabursátiles” y que, en muchos sentidos se superpone con las actividades desarrolladas en el seno de la BCBA. El MAE comenzó a funcionar en 1989 y, desde marzo de 1993, es una entidad bajo la supervisión de la CNV.¹¹

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

A esta competencia entre instituciones, se sumó el avance de los bancos en las actividades propiamente bursátiles. El Merval modificó sus estatutos, en 1989, y permitió la creación de Sociedades de Bolsa. En pocos años, estas últimas representaban más de un tercio de los intermediarios del recinto y se ubicaban entre los primeros puestos del ranking por derechos de operaciones.¹²

¹⁰ Aunque merece señalarse que los grandes *brokers* norteamericanos ya tenían filiales en el país desde hacía más de dos décadas y que la sucursal argentina de la Merrill Lynch era la de mayor tamaño fuera de los Estados Unidos (Schvarzer, 1990: 30). Devenida Sociedad de Bolsa del Merval, en 1995, la misma ocupa el primer puesto del ranking de operaciones en la actualidad.

¹¹ Merece aclararse que el MAE tiene sus antecedentes en la creación de un Mercado Abierto de Títulos Valores en 1970 que comenzó a operar a fines de la década. Pero no es sino con la sanción de la Resolución Nro. 128 (de 1988) que se crea una corporación que funcionará como un ámbito electrónico para la realización de operaciones *over-the-counter*. En dicha resolución se estableció que todos los agentes (*Broker-Dealers*) participantes en el Mercado, deberían estar interconectados a través de un sistema electrónico común para la realización de sus operaciones. Es entonces el año 1989 el que se toma como fecha de inicio del MAE. Cf. <http://www.mae.com.ar>, consultado en noviembre 2007.

¹² Algunos Agentes bursátiles, que supieron reconvertirse a las nuevas reglas, retuvieron altas posiciones: Allaria Ledesma o SBS Sociedad de Bolsa ocupaban hacia principios de 2008, el tercer y sexto puesto

Pero esta competencia entre instituciones y comisionistas no fue fácil. En efecto, una primera aproximación al mercado de capitales argentino revela hoy dos hechos contradictorios: la multiplicidad de actores que lo componen y la poca profundidad del mismo. Una comparación sistemática entre el mercado bursátil y extra-bursátil no hace sino acentuar esta perplejidad inicial, obligándonos a descartar una clara división de tareas. Ciertamente, el MAE es un mercado mayorista sin garantía de compensación y el mercado bursátil, un mercado minorista donde el Merval garantiza todas las operaciones. No obstante, la superposición es evidente en varios aspectos: muchos de los intermediarios operan en ambos escenarios;¹³ los títulos públicos concentran, en ambos casos, la mayor parte de la operatoria; los dos utilizan portales electrónicos; tanto la Bolsa como el MAE están sometidos a la misma gerencia de control de la CNV.¹⁴ La pregunta que se desprende naturalmente de esta constatación es ¿cómo ha logrado sobrevivir esta segmentación organizacional en un mundo globalizado?

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

Una mirada sincrónica no parece suficiente para comprender este proceso. La peculiar composición del mercado de capitales local era, hacia fines de 2007, un hecho aceptado y hasta naturalizado para la mayoría de los entrevistados. Ciertamente, los empleados del MAE, de la CNV e incluso algunos agentes modernizadores criticaron en las entrevistas esta segmentación. No obstante, todo parece indicar que cada miembro encontró su lugar, estableciendo una relación relativamente armónica, o cuanto menos respetuosa, frente a los otros participantes del mercado. Estos testimonios se corresponden con lo sucedido en los últimos comicios: se han presentado listas únicas

respectivamente. Las Sociedades de Bolsa asociadas a entidades bancarias concentraban, no obstante, las primeras posiciones. Cf. Ranking Derechos de Mercado de Concurrencia, Merval, marzo 2008.

¹³ Tras cotejar la nómina de agentes del Merval y del MAE, los nombres de los mismos permiten identificar al menos 19 intermediarios que operan en ambos mercados.

¹⁴ Nos referimos a la Gerencia de Intermediarios, Bolsas y Mercados.

en las elecciones de autoridades de la Bolsa y el Merval y los vínculos entre estas instituciones, el MAE y la CNV son juzgados hoy como “constructivos” por el personal de estas organizaciones. La prensa, que sirvió de caja de resonancia de las tensiones, daba cuenta también de esta pacificación.¹⁵

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

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

El primer gran acto de la contienda entre los bancos, la Bolsa y las autoridades nacionales estuvo dado por la sanción de la ley de Emergencia Económica que, en vísperas de una gran transformación, alentaba la integración de los distintos componentes del mercado de capitales. Como la integración se revelaba difícil, el gobierno nacional autorizó el funcionamiento del MAE. La Bolsa y el Merval no hicieron esperar sus reacciones y se resistieron a esta medida con un proyecto alternativo.¹⁶ Se inauguraría así un largo proceso de negociación cuyas dificultades se revelaron no en las declaraciones virulentas de las distintas instituciones y las innumerables reuniones para acercar a las partes sino también en la inestabilidad de las autoridades designadas al frente de la Comisión Nacional de Valores.¹⁷ La misma quedaba presa de una disputa que, según un alto funcionario, expresaba

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

Bien lejos de la impersonalidad que suele asociarse a los mercados financieros, dos hombres se enfrentaron públicamente por el control del mercado de capitales: José Bautista Peña (BCBA) y Rodolfo Lanús de la Serna (MAE). Además de Presidentes de sus respectivas entidades, cada uno de ellos presentaba atributos diferenciados. El primero sintetizaba una trayectoria diversificada como miembro de sociedades

¹⁵ Al respecto, el titular de la Caja de Valores concluía: “estamos en un año fundamental para el mercado bursátil. Y eso es así porque se ha conseguido una armonía de las conducciones de las distintas entidades como hace mucho tiempo no se conseguía” (*Ámbito financiero*, 18/7/05). Un año más tarde, la BCBA, el Merval, el MAE y la Caja de Valores compartían un foro para analizar el sistema financiero y manifestaban afinidades y coincidencias. Cf. *El Cronista Comercial*, 27/4/06.

¹⁶ La reacción conjunta de la BCBA y el Merval fue proponer la constitución de un mercado integrado, compuesto por dos sectores: la rueda (correspondiente al sistema de información bursátil (SIB) y el mercado continuo (SIC, con participación de los bancos) (BCBA, Memoria 1989: 29).

¹⁷ El modo en que la CNV era comprometida por el conflicto, se revela en las declaraciones de un observador de la época. Según un dirigente de la Cámara de Fondos Comunes: “Todo se ha vuelto corporativo de manera hartamente pernicioso. (...) Y, en el caso expuesto, el tironeo entre bursátiles y extrabursátiles deja en alejado plano a la única y autárquica entidad, que debe velar por el simple inversor del sistema: como es la maltratada imagen de nuestra CNV” (*Ámbito financiero*, 4/5/89).

anónimas del sector agropecuario e industrial y se desempeñaba como Agente de Bolsa.¹⁸ En tanto líder de la institución, ocuparía la Presidencia en tres períodos: 1960-1964; 1987-1992 y 1999-2002. Lanús de la Serna era presidente del Bank of New York y de la Cámara Agentes del Mercado Abierto (CADEMA).

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

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

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

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

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

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

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

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

Detrás de esta disputa, estaba en juego la definición misma de mercado. Mientras Peña juzgaba que “es necesario contar con mercados fuertemente regulados y no librados a la mano de Dios”, un banquero respondía que “la mano de Dios que tanto aflige a la Bolsa no es otra cosa que la libertad y la competencia” (en *La Nación*,

¹⁸ Cf. Sidicaro (1988: 79) y Fontana (2007).

19/5/90). Peña contraatacaba: “Sin instituciones no hay sistemas y sin sistemas no hay mercados” (en *Ámbito financiero*, 11/7/90).

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

La “bancarización” del MERVAL no se hizo esperar. Hacia mediados de 1992, un tercio de sus intermediarios ya eran Sociedades de Bolsa y la mayoría de ellas estaban respaldadas por entidades bancarias.¹⁹ De los 26 bancos nucleados en la Asociación de Bancos Argentinos (ADEBA), 17 contaban ya con una acción del MERVAL que les permitía operar en Bolsa. Bien diferente era el caso de los bancos extranjeros agrupados en la Asociación de Bancos de la República Argentina (ABRA) de cuyos 36 asociados apenas 5 estaban en esta situación (*Ambito financiero*, 16/6/92). No obstante, también aquí los avances fueron laboriosos: en reiteradas oportunidades los banqueros se quejaron de las crecientes exigencias administrativas impuestas por el mercado de valores para autorizar la creación de Sociedades de Bolsa, de las altas comisiones de la Caja de Valores²⁰ y del costo de la acción exigida para incorporarse al MERVAL. En efecto, en la medida en que el negocio bursátil parecía augurar fuertes ganancias y tentaba a muchas entidades financieras, la acción del MERVAL (llamada VALO) llegó a venderse, en 1992, a 1.200.000 dólares (*La Nación*, 19/4/92), un precio mayor al de su equivalente en Wall Street.²¹

La relativa apertura del MERVAL no alcanzó para zanjar el conflicto. Por un lado, frente a las exigencias jurídicas y económicas de esta entidad, los bancos

¹⁹ En este proceso de recomposición, a la venta de acciones del MERVAL y la persistencia de los agentes tradicionales, se sumaron las fusiones entre agentes y entidades bancarias.

²⁰ Pueden encontrarse este tipo de quejas en los testimonios recogidos por *Mercado* (31/5/90), *El Economista* (22/5/92) y *Clarín* (11/6/92).

²¹ Como lo afirma en *Negocios* (7/92) y *Panorama* (08/92). Según esta última, en el mismo período, un asiento en el New York Stock Market de Wall Street estaba valuado en 500.000 y 700.000 dólares.

amenazaron con crear una Bolsa paralela. Por otro lado, el decreto 289/90, en franca oposición con la Ley de Emergencia Económica, obligaba a los emisores de acciones a elegir a uno de los dos mercados para comercializar esos títulos. La apertura de capital de la empresa telefónica local, que inauguraba el proceso de privatizaciones, avivó la competencia entre los actores bursátiles y extrabursátiles. Una primera decisión gubernamental pareció beneficiar al MAE. Por decreto 1541 de agosto de 1990, se autorizó la negociación de acciones en varios recintos: las acciones dejaban de ser patrimonio exclusivo de la Bolsa. Las solicitudes y peticiones se encadenaron nuevamente y el decreto demoró su publicación oficial. Para el MAE, se trataba de “una encrucijada”:

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

Aunque finalmente las acciones pudieron negociarse transitoriamente en ambos mercados, las tensiones estuvieron lejos de disiparse. Con la administración de Martín Redrado, se alentó un acercamiento entre las partes que propició una fractura entre los bancos y en el interior del Merval. Un primer signo de acercamiento estuvo dado por el reemplazo de los dirigentes que más habían radicalizado las posiciones en conflicto: Juan Bautista Peña dejó la Presidencia a Carlos Dietl y los dirigentes de ADEBA, Roque Maccarone y Eduardo Escasany, tomaron el lugar de Rodolfo Lanús de la Serna en la representación de los bancos. En este último caso, las entidades argentinas (miembros de ADEBA, que ya operaban en Bolsa) parecieron traicionar a sus pares extranjeros (agrupados en ABRA y excluidos del negocio bursátil): el MAE corría el riesgo de quedar muy debilitado.²² Este principio de acuerdo tuvo ecos en el Merval porque ADEBA exigía acceder a 3 de los 9 puestos en el directorio de la entidad y que la misma consolidara su control sobre la Caja de Valores en detrimento de la Bolsa. El Merval obtendría a cambio la autorización de una “rueda continua” que se asemejaba a la realizada en el MAE (por diferencia de precio y no por precio único).²³

²² Para un relato de los acontecimientos, ver: *Ambito financiero* (9/6/92, 11/6/92); *El Economista* (12/6/92) y *El Cronista Comercial* (12/6/92).

²³ De este modo, “la Bolsa incorporará la mecánica del MAE, luego de años de resistir y criticar fuertemente esta forma de realizar los negocios por parte de los banqueros”, según *Página 12* (26/8/92).

Tras numerosas negociaciones, un acuerdo fue anunciado en marzo de 1993, pero los ajustes y reajustes se sucedieron. La intención oficial era acordar a la Bolsa exclusividad en la operatoria de acciones y al MAE exclusividad en la negociación de títulos públicos. El Merval se comprometía por su parte a ceder mayor protagonismo a los bancos en su directorio, a acordar a los intermediarios sin acción del Merval el estatuto de “promotores y distribuidores” y a modificar la operatoria de ciertos papeles. Aunque el mercado bursátil logró retener la exclusividad de las acciones sin ceder los títulos públicos, algunos miembros de la Bolsa, liderados por Peña, seguían temiendo un “copamiento” por parte de los bancos. Como corolario, las tensiones entre BCBA y MAE se trasladaron ahora al seno de las entidades bursátiles: en las elecciones de abril de 1993, Peña se enfrentó a un candidato del Merval apoyado por los bancos. Los modernizadores lograron imponerse por 450 votos. Este viraje se consolidaría al año siguiente con la elección de Julio Macchi, por lista única, a la conducción de la BCBA.

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

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

Hacia 1995, los efectos locales del tequila dejaron esta iniciativa en suspenso. Y ello en gran medida porque la caída estrepitosa de los volúmenes transados no solo afectaba la rentabilidad de los intermediarios de Bolsa sino que contribuía a redefinir profundamente el sistema bancario argentino. El repliegue de las tentativas integradoras y la situación crítica del país avivaban los conflictos en el seno del mundo bursátil.²⁴ El antagonismo se reprodujo en las elecciones de 1996. No obstante la virulencia de los opositores, el oficialismo logró retener el control de la entidad. Un nuevo acuerdo era firmado por el Merval y el MAE para compensar y liquidar de forma unificada las

²⁴ Más de 100 socios presentaron una carta criticando al Presidente Macchi por no defender eficazmente los intereses del sector y por “no disentir con los juicios del gobierno” (*La Nación*, 28/3/96).

operaciones con títulos y acciones pero el mercado de capitales argentino preservó su segmentación.

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

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

El primer proceso tuvo efectos muy negativos para las actividades bursátiles. Si la apertura a capitales externos había dado inicialmente volumen al mercado local, la compra de empresas locales por multinacionales extranjeras provocó el retiro de muchas de ellas de la plaza bursátil argentina.²⁵ La venta de YPF a Repsol, a mediados de 1999, no hizo sino agudizar esta caída de la liquidez y la compra de Telefónica del 100% de su filial argentina selló el final de un ciclo de auge que esta misma compañía había contribuido a iniciar diez años atrás. Uno de los dirigentes opositores de la BCBA constataba amargadamente:

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

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

²⁵ Hacia 1999, Terrabusi (devenida parte del grupo Nabisco), Minetti y Cía (Cargill), Compañía Química y Alejandro Llauró (Procter and Gamble), Bonafide (Grupo Costa), dejaron de cotizar. Otras empresas permanecían aún en el recinto a pesar de haber pasado a manos extranjeras: Bagley (Danone), Banco Francés (BBV), Sevel (Peugeot), Astra (Repsol). Su permanencia en el mercado bursátil local era considerada, en el mediano plazo, al menos dudosa (*Clarín*, 18/2/99).

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

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

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

Para las nuevas autoridades de la CNV, las limitaciones del mercado de capitales se agudizaban por la resistencia de los actores locales a modificar su estructura. Según el nuevo Presidente de la entidad pública, Carlos Weitz, la “clase dirigente del mercado de capitales ha sido incapaz de elaborar acuerdos” (*Página 12*, 5/11/00).²⁶ Hacia septiembre de 2001, el proyecto oficial era anunciado a viva voz:

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

El conflicto volvía a expresarse en ataques, acuerdos y reajustes. Por un lado, las autoridades del MAE denunciaban que la Bolsa buscaba obstaculizar el convenio del mercado abierto con la Caja de Valores que permitía al primero consolidar todo lo negociado (tanto en papeles públicos como privados) en un mismo registro. Frente a

²⁶ En declaraciones a la prensa el Presidente de la CNV afirmaba “En el mercado que ya es chico, si se lo segmenta más y se lo divide, lo que se hace es quitarle liquidez (...) La única explicación que hay es que no hemos sido capaces los distintos participantes, del sector público y el privado, de crear acuerdos políticos para que este mercado exista”(Carlos Weitz en *La Nación*, 24/9/00).

este hecho y en un clima de tensión entre las autoridades nacionales y las bursátiles, los bancos amenazaban una vez más con la creación de una Bolsa paralela o con el traslado de sus operaciones a la Bolsa de Rosario. Hacia marzo logró sentarse un acuerdo forzado entre las partes que no cuestionaba la segmentación del mercado local. Por el contrario, la Bolsa salía, de algún modo, favorecida: podría participar de la colocación local de títulos de la deuda pública, eliminando las amenazas que se cernían sobre la Caja de Valores.

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

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

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

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

“Por el lado de los bancos, uno sabe que están y estarán por un tiempo imposibilitados de dar préstamos, en la medida en que les será muy difícil regenerar la confianza de los ahorristas o de los prestamistas internacionales para volcar fondos acá. Pero que haya desaparecido la oferta de crédito no quiere decir que haya hecho lo propio la demanda.

Allí radica la oportunidad para relanzar la Bolsa y ponerla al servicio de los que quieren invertir con razonables garantías y el legítimo interés de tomar su renta para apoyar los negocios, la producción y la exportación” (Julio Weithein, *La Nación*, 5/5/02).

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

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

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

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

CONCLUSIONES INCONCLUSAS

El derrotero de la BCBA revela el enfrentamiento y finalmente la convivencia de dos anclajes normativos opuestos en el seno del mercado financiero local. Bancos y agentes se enfrentaron en momentos de auge y crisis de las operaciones bursátiles por la configuración institucional del mercado de capitales. Cada uno de estos actores remitía

a modalidades específicas: una más tradicional, conservadora y paternalista vinculada a los viejos agentes y otra modernizadora y cosmopolita vinculada a los grandes bancos.

Podría concluirse, como lo hacen muchos observadores y protagonistas que la persistencia de una estructura “compleja y redundante” obedece a la existencia de “núcleos de poder” y el “arraigo del mutualismo”. Quienes sostienen esta posición suelen subrayar la pequeñez del mercado argentino y la multiplicidad de instituciones que lo componen en relación con otros países latinoamericanos. Desde esta perspectiva, habría una asociación entre la continuidad de ciertos modelos institucionales abandonados en el resto del mundo y la débil contribución de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires al desarrollo de un mercado de capitales extenso y profundo en la Argentina. Se privilegia aquí una línea de causalidad que parte de las variables organizacionales para explicar el limitado protagonismo de las actividades bursátiles en materia macroeconómica.

Otros observadores y analistas plantean, en cambio, que frente a la vertiginosidad de los cambios políticos y macroeconómicos y a la concentración que vivieron otros mercados, la resistencia de los agentes no sólo no impidió el ingreso de nuevos participantes a la BCBA y la innovación tecnológica de la operatoria bursátil, sino que permitió la supervivencia de ciertos actores e instituciones. Al frenar el ritmo de las transformaciones, las elites tradicionales de la Bolsa lograron ir adaptándose a las nuevas reglas y adaptar estas reglas a la realidad local. Desde esta perspectiva, la multiplicidad organizacional respondería a las especificidades locales y no obstaculizaría el desarrollo sino que lo haría menos drástico y más sustentable en el tiempo. Frente a la crisis financiera de 2001, por ejemplo, la segmentación del mercado de capitales permitió a los agentes bursátiles no bancarios reemplazar a las entidades bancarias en la asistencia operativa a las autoridades públicas y la financiación de las actividades productivas que acompañaban la reactivación económica. Se subraya aquí una línea distinta de causalidad: aquella que acuerda un carácter determinante al contexto político y macroeconómico en la naturaleza de las instituciones que componen el mercado de capitales.

En el momento en que los analistas de los mercados financieros avanzados debaten la pertinencia de la noción de enraizamiento para los mercados financieros internacionales (Callon, 1998; Knorr Cetina, 2005 y Sassen, 2005), la persistencia de ciertas pautas de comportamiento podrán tal vez contribuir a revisitar esta noción y a juzgar hasta qué punto las especificidades locales y su acople con las tendencias

internacionales ha sido un obstáculo o un aliciente para un desarrollo sustentable en el largo plazo.

BIBLIOGRAFÍA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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