

# Régimen de Agentes Productores y Agentes Asesores de Mercados de Capitales

POR MARTÍN E. PAOLANTONIO

**Sumario: 1. Introducción. Objeto de este trabajo. — 2. El Agente Productor de Agente de Negociación: cuestiones generales. — 3. El Agente Asesor del Mercado de Capitales: cuestiones generales. — 4. Consideraciones finales.**

“El contenido de la regulación del Agente Productor es positivo, particularmente por la potenciación de su rol —comparado con las previsiones de las reglamentaciones de los mercados de valores—, y el establecimiento de pautas de conducta concretas. Las previsiones respecto del Agente Asesor dejan, en cambio, algunas dudas. Aun reconociendo la conveniencia de establecer algún marco reglamentario general para la actividad de asesoramiento al público, las Normas de la Comisión Nacional de Valores no definen —más que en vía negativa— las conductas propias del Agente Asesor, planteando de ese modo incertidumbre en un terreno complejo, donde la amenaza de sanciones administrativas y penales no puede ignorarse.”

## 1. Introducción. Objeto de este trabajo

La ley 26.831 de Mercado de Capitales (“LMC”) prevé en su art. 2º diferentes modalidades de “Agentes Registrados”, categoría jurídica que comprende a las actividades centrales reguladas por la LMC y bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores (“CNV”).

No se trata, como se sigue del texto normativo (1), de un *numerus clausus* de personas —en sentido amplio— alcanzadas por la LMC, quedando abierta para la CNV la reglamentación del registro de otros sujetos. (2)

Justamente, vinculado con el tema de este trabajo, las Normas de la CNV T.O. 2013 (“NCNV”), incorporaron la reglamentación de un agente no mencionado por el art. 2º de la LMC, aunque existía una referencia directa en el art. 19 inc. k) de la LMC: el Agente Asesor de Mercados de Capitales. (3)

Aunque la figura del intermediario tradicional del mercado de valores (hasta la LMC, el agente o sociedad de bolsa o agente del Mercado Abierto Electrónico) tiene un lugar prominente en el funcionamiento del mercado de capitales, en

(1) “Personas físicas y/o jurídicas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores para su inscripción dentro de los registros correspondientes creados por la citada comisión, para abarcar las actividades de negociación, de colocación, distribución, corretaje, liquidación y compensación, custodia y depósito colectivo de valores negociables, las de administración y custodia de productos de inversión colectiva, las de calificación de riesgos, y todas aquellas que, a criterio de la Comisión Nacional de Valores, corresponda registrar para el desarrollo del mercado de capitales”.

(2) De un modo análogo a lo que prevé el art. 3º de la ley 21.526 para el Banco Central de la República Argentina y las entidades financieras.

(3) Norma que prevé entre las facultades de la CNV “establecer normas mínimas de capacitación, acreditación y registro para el personal de los agentes registrados o para personas físicas y/o jurídicas que desempeñen tareas vinculadas con el asesoramiento al público inversor”.

cualquiera de las modalidades reconocidas (4), preferimos en esta oportunidad ocuparnos de figuras menos frecuentadas por la doctrina, pero también relevantes: los Agentes Productores de Agentes de Negociación y los Agentes Asesores de Mercados de Capitales.

## 2. El Agente Productor de Agente de Negociación: cuestiones generales

El Agente Productor de Agente de Negociación (“AP”) está reglamentado en el Capítulo IV del Título VII de las NCNV.

Su antecedente inmediato puede encontrarse en la figura del Productor de Agentes y/o Sociedades de Bolsa, prevista por los reglamentos de los mercados de valores, como el Reglamento Interno del Mercado de Valores de Buenos Aires. (5)

La definición de la LMC en su art. 2º no capturaba, a nuestro juicio, las notas centrales del AP, previendo que son AP *“las personas físicas y/o jurídicas registradas ante la Comisión Nacional de Valores para desarrollar actividades de difusión y promoción de valores negociables bajo responsabilidad de un agente de negociación registrado”*. (6)

Las NCNV, como lo explicamos en la sección siguiente, ofrecen un perfil más claro, pero dándole al AP un rol más amplio del simple “generador de clientes” incorporado a la ordenación del Mercado de Valores de Buenos Aires. Aun sin presentar una definición del AP —no resulta ello una exigencia para la inteligibilidad de la reglamentación—, las funciones asignadas al AP por las NCNV permiten una adecuada comprensión del alcance de su actuación.

### 2.1. Funciones del AP. Actividades permitidas y prohibidas

En el marco de un mercado financiero que naturalmente tiende la concentración y presencia de grandes grupos económicos, la posibilidad de

desarrollar alternativas de intermediación —en sentido amplio— en el mercado de capitales no puede ser menospreciada.

Se trata de una cuestión indudablemente vinculada con las finalidades de la LMC —art. 1º inc. a)—, al facilitar el desarrollo de una red de comercialización extendida sin incurrir en costos fijos, lo que siempre constituye un obstáculo económico en el mercado financiero. (7)

Si bien el Capítulo IV del Título VII contiene 31 artículos (8), buena parte de ellos se refieren a temas comunes a todos los agentes registrados, y no a cuestiones específicas de los AP. (9)

Aunque algunos de ellos serán referidos en las secciones siguientes, aquí interesan particularmente los arts. 7º, 8º, 9º, 11, 12 y 13 como normas centrales para comprender las características y funciones del AP.

El art. 7º es fundamental para comprender el rol fortalecidos del AP en las NCNV, quien podrá:

1. **Captar clientes para los AN o ALyC con los que se hubiera celebrado un contrato.** Se trata de la función tradicional reconocida al antiguo Productor de Agentes y/o Sociedades de Bolsa: la generación de clientes para un tercero, en este caso un AN o ALyC. (10)

(7) No se trata de una cuestión limitada a nuestro mercado, sino de carácter universal. Ver una reflexión similar a la del texto en Cachón Blanco, José E., *Las relaciones jurídicas de representación de sociedades de valores, de agencias de valores y de otros intermediarios del mercado de valores*, en “Revista de Derecho Bancario y Bursátil”, 75-157.

(8) Salvo referencia en contrario, todas las menciones de artículos en la Sección 2 corresponden al Cap. IV del Título VII de las NCNV.

(9) Se trata de la opción escogida por la CNV para las NCNV. Podría haberse recurrido a un capítulo único para el registro y régimen informativo de los agentes registrados, lo que quizá evitaría reiteraciones en el tratamiento singular de cada uno de ellos. Sin embargo, respecto del destinatario de la norma, el criterio adoptado es más simple: no se debe más que analizar el capítulo concreto del agente registrado, sin remisiones a normas precedentes, para comprender el alcance de la reglamentación.

(10) Para quienes no se encuentren muy familiarizados con la LMC y su reglamentación, el ALyC es un AN que puede realizar las actividades de liquidación y compen-

(4) Agente de Negociación (“AN”) y Agente de Liquidación y Compensación (“ALyC”): NCNV, Título VII, Caps. I y II.

(5) Art. 42. La reglamentación correspondiente era la Circular 3539 del Mercado de Valores de Buenos Aires.

(6) La primera parte del art. 42 establece que “los Agentes de Bolsa y las Sociedades pueden celebrar contratos con personas físicas o jurídicas que les aporten clientes o comitentes para realizar operaciones de bolsa y podrán cederles parte de su retribución...”

2. **Prestar información sobre los servicios brindados por los AN o ALyC con los que haya suscripto contrato.** Es una función implícitamente incluida en la de captación señalada más arriba, que quizá no merezca una previsión particular más allá de su valor ilustrativo.

3. **Proveer al cliente la documentación utilizada por el AN o ALyC para su registro como cliente.** Si bien el AP no es responsable de la apertura de cuenta del cliente, ni un sujeto obligado bajo las normas de prevención del lavado de activos y financiamiento del terrorismo, es connatural a su relación con el inversor la posibilidad de facilitación de la documentación del AN o ALyC. Y si bien las NCNV lo presentan como una actividad permitida del AP, es frecuentemente una obligación contractual prevista y detallada en los contratos suscriptos.

4. **Prestar asesoramiento a clientes respecto de inversiones.** La posibilidad de que el AP actúe como asesor de inversiones es la primera muestra de la voluntad de la CNV de jerarquizar la función del AP, y en una cuestión cuya admisión resultaba por lo menos dudosa bajo las reglamentaciones de los mercados de valores. (11)

5. **Gestionar órdenes de clientes con autorización expresa de aquéllos.** En la misma línea del apartado precedente, se permite al AP —en tanto tenga autorización expresa del cliente— instruir las operaciones por cuenta y orden de aquél. La facultad es susceptible de limitación o exclusión en los contratos suscriptos con los AN o ALyC, y requiere necesariamente el registro de órdenes en el libro previsto por el art. 10 (que puede ser sustituido por medios mecánicos, magnéticos u ópticos con la autorización de la CNV).

6. **Administrar carteras de los clientes, con autorización expresa de aquéllos.** La posibilidad de que el AP administre carteras de inversiones de clientes es el corolario de la potenciación de la figura que permiten las NCNV. No obstante, se trata de una actividad que también puede acotarse o prohibirse en los contratos suscriptos con los AN o ALyC,

y que cuenta con un contenido convencional mínimo determinado por las NCNV. (12)

Por su parte, el art. 13, por la vía de prohibición, termina de definir el alcance de la actuación del AP. **Conforme esa norma el AP no puede:**

1. **Constituir domicilio o desarrollar sus actividades en el mismo domicilio del AN o ALyC.** La solución es consistente con la jerarquización de la figura en las NCNV. El AP **no puede ser una suerte de dependiente encubierto del AN o ALyC, ni carecer de una estructura operativa —aun reducida— para el desarrollo de sus actividades.**

2. **Utilizar la denominación de AN y ALyC como propia.** La solución no sólo es consistente con la autonomía de la figura del AP, sino de fundamental importancia para la transparencia en las relaciones con los clientes o potenciales clientes. El AP ha de identificarse como tal en toda su actuación (arts. 21 y 22), y si bien recurrirá a la identificación del AN o ALyC en su publicidad y difusión —arts. 21 inc. a) y 22—, ello **no puede “inducir a error, equivoco o confusión al público sobre los servicios que se ofrezcan”** —art. 21 inc. b)—.

3. **Recibir o custodiar fondos y/o valores negociables de clientes o en nombre de clientes.** Los activos de los clientes han de recibirse y custodiarse por el agente registrado a quien se asigna esa función: el ALyC. (13)

4. **Actuar como representante de un AN o ALyC con el cual no tenga un contrato vigente.** (14) Si bien existe algún grado de superposición entre esta limitación y la indicada para el uso de la denominación del AN o ALyC, esta referencia de las NCNV presenta otras aristas de interés, que se vinculan con la calificación jurídica que cabe al AP, tema que por su relevancia desarrollamos por separado más abajo. (15)

5. **Delegar en terceros total o parcialmente la ejecución de sus servicios.** La restricción ha de interpretarse como una consecuencia del registro

sación de fondos y valores, lo que está vedado al AN (art. 4º, Título VII, Cap. I NCNV).

(11) Más allá de que, en la práctica, no resultaba infrecuente la actividad de asesoramiento, y aun la de administración de carteras.

(12) NCNV, Anexo III del Capítulo I, Título VII: “Contenido Mínimo del Formulario de Autorización General del Cliente a un Tercero Distinto del Cliente”.

(13) Art. 5º, Título VII Cap. II NCNV.

(14) El art. 13 inc. f) se refiere a suscripto, pero la vigencia resulta más adecuada para expresar la limitación normativa.

(15) Infra, Sección 2.3.

obligatorio del AP y su supervisión por la CNV, que quedaría desvirtuada por la transferencia a un tercero de la actividad propia del AP.

6. **Utilizar contraseñas o firmas electrónicas del cliente.** La lectura de la norma reglamentaria causa alguna perplejidad, cuando el AP tenga una autorización expresa de su cliente para administrar inversiones o instruir operaciones. Debería interpretarse del siguiente modo: (i) sin autorización con el alcance indicado en la oración precedente, la prohibición ha de reputarse absoluta, y probablemente la norma resulta innecesaria en ese ámbito; (ii) con autorización vigente, no puede el AP usar una firma electrónica propia del cliente, o sus contraseñas a efectos de instruir operaciones (aunque nada impide que el AP opere la cuenta con sus propias credenciales generadas sobre la base de la autorización del cliente).

## 2.2. Relaciones entre el AP y el AN o ALyC: el “Contrato de Agente Productor”

El que denominamos “Contrato de Agente Productor” —a falta de una identificación normativa—, resulta un elemento esencial para la existencia del AP: la solicitud de registro debe referir los contratos suscriptos, que además se presentarán en copia certificada —arts. 4º y 15 inc. e)—.

**No se prevé, a diferencia de lo que ocurría antes de la vigencia de la LMC, la aprobación del contrato por parte de la autoridad que lo registra, y las NCNV dejan un amplio margen para la voluntad contractual de las partes.** (16)

En ese marco, operan por supuesto las prohibiciones de alterar las NCNV o LMC, como resultado de la impronta de imperatividad que caracteriza al Derecho del Mercado de Capitales. (17) En particular, el “Contrato de Agente Productor” no puede contravenir ninguna de las pautas de conducta para el AP, y debe en rigor arbitrar los medios para su realización efectiva, cuando sea necesario para ello el concurso del AN o ALyC.

(16) Sin perjuicio de ello, es de esperar que la práctica contractual se acerque a una documentación estandarizada, de carácter mayormente predispuesto por el AN o ALyC.

(17) PAOLANTONIO, Martín E., El Derecho del Mercado de Capitales, “Revista de Derecho Comercial, del Consumidor y de la Empresa”, 2010 (septiembre), p. 261.

Respecto de la retribución del AP, el art. 12 prevé —siguiendo la práctica de mercado— que el AN o ALyC cedan parte de las comisiones de las operaciones realizadas por los clientes captados por el AP (art. 12). (18) Sin embargo, no juzgamos a esa disposición como imperativa, pudiendo las partes establecer otro esquema de retribución diferente. (19)

**Es responsabilidad del AP presentar a la CNV los contratos firmados, y sus vicisitudes (modificaciones, rescisiones y vencimiento: art. 4º), obligación que se extiende durante la vigencia del registro del AP** (art. 27).

Nada se dice acerca de la extensión o plazo contractual, que será pactada libremente por las partes con la implícita extinción del contrato en caso de cancelación del registro (art. 30).

Último pero no menos importante: **el contrato debe prever concretamente las actividades que el AP podrá realizar en materia de asesoramiento, gestión de órdenes de clientes y administración de carteras o activos** (art. 8º). Dicha precisión tiene directa relación con la distribución de responsabilidad frente al cliente, tema del que nos ocupamos en la siguiente sección.

## 2.3. Responsabilidad del AP y el AN o ALyC respecto del cliente

En este punto, el texto del art. 2º de la LMC incorporaba una críptica referencia a la actuación del AP “*bajo la responsabilidad de un agente de negociación registrado*”.

La norma legal, al menos en su lectura directa, consideraba al AP casi como una extensión del AN (o ALyC), lo que se alejaba en parte de las prácticas de mercado, y limitaba las importantes funciones del AP en el desarrollo de redes de comercialización de productos financieros. (20)

(18) En otro ámbito, la norma prohíbe que el costo de captación se traslade al cliente vía comisiones diferenciadas que perciba el AN o ALyC de aquéllos.

(19) Por ejemplo, la determinación de una suma fija, o la combinación de importes fijos y variables. No obstante ello, sí consideramos imperativa la disposición dentro de este mismo artículo que dispone que “el AN y el ALyC no podrán incrementar su comisión cuando registren operaciones para clientes derivados por sus AP”.

(20) Supra, Sección 2.1. y nota 7.

En el camino ya indicado de la potenciación del rol del AP, el art. 8º de la reglamentación de la CNV presenta un criterio diferente, estableciendo la norma que: *“en caso que el AP preste asesoramiento a clientes respecto de inversiones, gestione órdenes de clientes y administre carteras de clientes..., estas actividades recaen bajo exclusiva responsabilidad del AP”*. En la misma línea, el art. 9º establece que *“el AN y ALyC responden por ante los clientes, por los actos practicados por el AP por ellos contratado en lo relativo a la operatoria, sin perjuicio de la responsabilidad por el hecho propio del AP”*.

El análisis de ambas normas es relevante no sólo para la asignación de responsabilidades respecto del cliente, sino para acercarnos a la propia calificación jurídica de la relación entre el AP y el AN o ALyC.

En la primera cuestión cabe entender que:

1. Las actividades ajenas a la captación de clientes, aunque autorizadas o previstas en el “Contrato de Agente Productor”, no generan responsabilidad para el AN o ALyC, y no forman parte del plexo contractual entre aquéllos y los clientes. La solución luce razonable, pero no elimina la posibilidad de atribución de responsabilidad civil en el caso de (i) un AP dependiente del AN o ALyC, o (ii) cuando el AP se atribuyere una representación o actuación en nombre del AN o ALyC, y esa situación fuere consentida de manera expresa o tácita por el AN o ALyC. (21)

2. El AN o ALyC responderán por todas sus obligaciones como tales, conforme los contratos suscriptos con los clientes en el marco de las NCNV (22), y por todas las cuestiones operativas, que incluyen particularmente los circuitos y procesos de la relación con el AP.

(21) En ese escenario, toma curso la atribución de responsabilidad por la confianza o apariencia generada en la comercialización de bienes o servicios, que se ha calificado como extracontractual y objetiva: ALTERINI, Atilio A., Responsabilidad objetiva derivada de la generación de confianza, en Derecho de Daños, obra colectiva en homenaje al Dr. Félix A. Trigo Represas, La Rocca, Bs. As., 1993; PIZARRO, Ramón D., Responsabilidad civil del que pone la marca en un producto defectuoso o en un servicio defectuosamente prestado, en Responsabilidad civil por daños en el tercer milenio, Abeledo-Perrot, Bs. As., 1997, p. 378.

(22) Ver NCNV, Anexos I y II del Capítulo I, Título VII.

3. En todos los casos, el AP responderá frente al cliente por su hecho propio, y cualquiera de las obligaciones contractuales con los clientes. (23)

El segundo tema —carácter representativo de la actuación del AP—, no es sencillo en su definición, particularmente por la letra del inc. f) del art. 13, que prohíbe al AP *“actuar como representante de un AN o ALyC con el cual no tenga suscripto contrato”*. Ni las NCNV, ni los antecedentes del período de autorregulación (reglamentación de los mercados de valores), prevén un esquema similar al de la ley 17.418 de Seguros (arts. 53 a 55), con la distinción entre productor mediador o asesor, y productor representante (agente inscriptorio). (24)

Sin embargo, con la ampliación del área de actividades del AP en las NCNV, claramente pueden visualizarse diseños contractuales en los que el AP tenga, o carezca, de facultades representativas, sin que corresponda a las NCNV prever un tratamiento integral de las relaciones jurídicas que de ellas se derivan. (25)

En cualquier caso, siempre resultará fundamental, más allá de la letra contractual, la conducta del AP conocida y tolerada por el AN o ALyC para determinar la existencia y alcance de una eventual relación representativa —con la consiguiente responsabilidad del AN o ALyC por la conducta del AP, y la imputación de los actos del AP al pa-

(23) Aquí es necesaria alguna precisión adicional. Los inversores “captados” por el AP, son clientes del AN o ALyC. Sin embargo, cuando el AP presta servicios de asesoramiento, gestión de órdenes o administración de activos, tiene una relación contractual directa con el cliente, que en ese marco, es también “su” cliente, no ya comercialmente, sino desde una perspectiva legal. Sobre esta relación contractual, las NCNV no dicen demasiado, más allá de la aplicación del Anexo III del Capítulo I, Título VII (ver nota 12).

(24) Tampoco la jurisprudencia se ha ocupado del tema. No hemos encontrado precedentes relevantes en nuestra búsqueda, y el fallo que trata con cierta extensión la responsabilidad del productor, no es claro en varios aspectos, y resuelve una cuestión de fondo por la deficiencia procesal del recurso (CNCom. sala E, 23/04/2010, “Carrabs, Anunciación c. Intercapital Sociedad de Bolsa y otro”, Abeledo-Perrot N° 70061760).

(25) Al igual que se ha dicho respecto de la normativa española (CACHÓN BLANCO, Las relaciones..., p. 160), el objeto de la reglamentación no es ofrecer una regulación jurídica integral de la figura del AP, sino sentar las pautas principales que permitan la supervisión estatal.



trimonio del AN o ALyC (arg. arts. 1946 y 1947 del Cód. Civ.)—. (26)

#### 2.4. Normas de conducta de los AP

El art. 11 de la reglamentación de AP establece, bajo el título de “Normas de Conducta”, un plexo de obligaciones que se aplican a los AP en su relación con los clientes, y los AN o ALyC.

En la primera cuestión, es donde se presenta el mayor desarrollo normativo y la mayor riqueza para el análisis.

El AP, sin llegar a la función de intermediación del AN o ALyC en el mercado de capitales, ciertamente cumple un rol auxiliar para aquella, y establece de manera frecuente una relación directa con los clientes. En ese marco, no es de extrañar que las pautas de conducta del AP reflejen deberes comunes de quienes se relacionan con inversores mediante una actividad profesional en el mercado de capitales, con fuerte semejanza a los previstos para los AN y ALyC. (27)

Se prevén entonces las siguientes **obligaciones para los AP**, que resultan aplicables aún en ausencia de una previsión contractual particular:

*1. Actuar con honestidad, imparcialidad, profesionalidad, diligencia y lealtad en el mejor interés de los clientes.* Se trata de los deberes básicos de

actuación en el ámbito de la oferta pública. Independientemente de la calificación jurídica que corresponda a la relación del AP con el inversor, la actividad del AP se juzgará sobre la base de los criterios señalados, que son comunes a los intermediarios profesionales en el mercado de capitales.

*2. En caso de gestionar órdenes de clientes, deberán actuar con celeridad e impartirlas en los términos en que fueron recibidas.* Es una aplicación particular de las pautas indicadas en el apartado precedente, para el caso de gestión de órdenes (que no es esencial para el carácter de AP: *supra* 2.1.).

*3. En la administración de carteras de clientes deberán otorgar absoluta prioridad al interés de sus clientes en la compra y venta de valores negociables.* Se trata de una manifestación concreta del deber de lealtad del AP —reiterado también en los puntos 5, 6 y 7 siguientes—, en tanto el AP gestiona el interés del inversor de manera directa. La reglamentación es un caso particular de aplicación de la regla del art. 1908 del Cód. Civ.

*4. Evitar toda práctica que pueda inducir a engaño o de alguna forma viciar el consentimiento de los clientes u otros participantes en el mercado.* Si bien la prohibición respecto del cliente es ociosa atento a las pautas precedentes, la referencia a “otros participantes en el mercado” destaca los deberes genéricos que tiene todo participante en el ámbito de la oferta pública —art. 117 inc. b) LMC—.

*5. Abstenerse de incurrir en conflicto de intereses con los clientes y con los AN y ALyC con los que trabaje.* La redacción es algo deslucida en su parte final, ya que los AP no “trabajan” con los AN o ALyC. Fuera de ello, la pauta normativa debe entenderse orientada a mantener procesos internos que minimicen o reduzcan la posibilidad de existencia de conflictos de interés.

*6. En caso de existir conflicto de intereses entre distintos clientes, deberán evitar privilegiar a cualquiera de ellos en particular.* Aquí la reglamentación se ubica en el plano de conflicto de intereses entre distintos clientes, y en aras al principio de tratamiento igualitario de los inversores en el mercado de capitales, ordena en última instancia al AP la abstención de acción. La aplicación de la norma, que se replica en la reglamentación de los AN o ALyC, es de más fácil visualización para estos

(26) Así, se ha dicho respecto de los productores de seguros, que “no hay una regla matemática que permita elaborar una teoría única respecto de los productores, lo que obliga a analizar las modalidades de su actuación caso por caso, para concluir, incluso, en la existencia de una “representación aparente” que surgirá de la forma y del modo como el productor ha actuado frente al asegurado o ante el público asegurable que permita eventualmente deducir la existencia de una responsabilidad del asegurador por su conducta” (CNCom., sala B, 30/9/1983, “Cía. de Seguros La Franco Argentina S.A. c. Pereyra, Raúl H.”). Del mismo tribunal, una solución análoga: “La aseguradora responde por los actos autorizados expresamente o implícitamente, y la actuación irregular de su productor compromete su responsabilidad, en la medida en que la costumbre, en tanto reiteración de la conducta de su productor sin objeción de la aseguradora, ocasiona la apariencia de facultades jurígenas válidas (CNCom., sala B, 24/4/2007, “Corte de Cobas, Noemí J. c. Compañía de Seguros La Mercantil Andina”). De manera más reciente, pero con el mismo argumento central, CNCom., sala A, 27/02/2013, “Empimet SRL c. Mercantil Andina Compañía de Seguros S.A. y otro”, Abeledo Perrot N°: AP/JUR/511/2013.

(27) Título VII, Cap. I, art. 29 y Cap. II, art. 35 NCNV (AN y ALyC, respectivamente).

últimos, aunque no pueden descartarse situaciones análogas respecto del AP. (28)

7. *Abstenerse de anteponer la remisión de órdenes de compra o venta de valores negociables para su cartera propia, cuando tengan pendientes de remisión de órdenes de clientes, de la misma naturaleza, tipo, condiciones y especies.* La norma no hace más que poner de manifiesto una particular situación de conflicto de intereses, quizá uno de los más palmarios que pueden presentarse en la actividad del AP al margen de la generación de clientes.

8. *En los casos de contar con autorización otorgada por el cliente, deberán conocer su perfil de riesgo o tolerancia al riesgo, el que contendrá los siguientes aspectos: la experiencia del cliente en inversiones dentro del mercado de capitales, el grado de conocimiento del cliente de los instrumentos disponibles en el mercado de capitales y del instrumento concreto ofrecido o solicitado, el objetivo de su inversión, la situación financiera del inversor, el horizonte de inversión previsto, el porcentaje de sus ahorros destinado a estas inversiones, el nivel de sus ahorros que el cliente está dispuesto a arriesgar, y toda otra circunstancia relevante a efectos de evaluar si la inversión a efectuar es adecuada para el cliente.* Cuando el AP actúa en una función de asesoramiento o administración de inversiones del cliente (29), el art. 11 en análisis le impone al AP un deber general de conocimiento de aquél, de modo compatible con el perfil de inversor, con el contenido mínimo previsto por la norma. Se trata de lo que se conoce como *investment suitability*, concepto central en toda la actividad de asesoramiento e intermediación —en sentido amplio— en el mercado de capitales. (30)

(28) Particularmente, cuando el AP no actúa como un mero generador de clientela, sino que presta los servicios de asesoramiento, gestión de órdenes o de carteras de inversión.

(29) Que en estos casos, tal como lo señalamos, es cliente del AN o ALyC en su carácter de tales, pero también del AP al que le confía la gestión de sus intereses.

(30) Mediante el conocimiento del perfil de riesgo del inversor, se intenta aproximar la adecuación de la inversión a diversos factores personales del inversor. Aunque no se limita al inversor minorista, es en ese terreno donde se suelen presentar la mayor cantidad de conflictos. La norma reglamentaria se alinea con prácticas de otros mercados: ver por ejemplo la Regla 2111 a) de FINRA (Financial Industry Regulatory Authority): “a member or an associated person must have a reasonable basis to believe that a recommended transaction or investment strategy involving a security or

9. *Tener a disposición de sus clientes toda información que, siendo de su conocimiento y no encontrándose amparada por el deber de reserva, pudiera tener influencia directa y objetiva en la toma de decisiones.* El deber impuesto al AP en este caso, no resulta de sencilla comprensión. Si la función del AP es sólo la auxiliar de acercamiento del cliente, esa obligación —en todo caso—, corresponde al AN o ALyC, y la actuación del AP podría replicar la información del AN o ALyC. Si, en cambio, el AP cumple con un rol de asesor o administrador de inversiones, el deber tiene alguna cabida lógica, pero se presenta en la norma con demasiada amplitud, con los potenciales conflictos interpretativos que ello implica.

Las pautas de conducta referidas deben ser plasmadas en el Código de Conducta, que es uno de los documentos obligatorios para el registro del AP (arts. 15 y 16).

## 2.5. Organización y registro del AP. Actividades compatibles. Régimen informativo

La categoría de AP admite personas físicas y jurídicas (art. 2º LMC y art. 1º de la reglamentación del AP en las NCNV).

Las exigencias de registro (arts. 15 y 16), como lo señalamos más arriba, son similares en diversas cuestiones a las de todos los agentes registrados, y no corresponde a este trabajo un análisis individual de los recaudos reglamentarios.

Sí cabe mencionar que además del registro de AP, todos los empleados del AP vinculados con la venta, promoción o prestación de asesoramiento o actividad que implique contacto con el público (31), deben

securities is suitable for the customer, based on the information obtained through the reasonable diligence of the member or associated person to ascertain the customer's investment profile. A customer's investment profile includes, but is not limited to, the customer's age, other investments, financial situation and needs, tax status, investment objectives, investment experience, investment time horizon, liquidity needs, risk tolerance, and any other information the customer may disclose to the member or associated person in connection with such recommendation.”

(31) La exigencia de idoneidad alcanza, en nuestra interpretación, al personal que tiene por sus funciones, o puede tener, un contacto habitual con el inversor, y por las actividades relacionadas con el mercado de capitales. Se excluyen así las funciones puramente administrativas, aunque de manera ocasional tengan un contacto con el inversor o potencial inversor.

inscribirse en el “Registro de Idóneos” previsto por las NCNV. (32)

Las NCNV —razonablemente— no imponen obligaciones de estructura u organización de una entidad comparable con otros agentes. (33) Para el caso de personas jurídicas, cualquier variante societaria es compatible (34), y no se requiere —a pesar de la frecuente referencia normativa a “miembros” del órgano de administración y fiscalización—, ni un ente societario con una clara estructura orgánica (35), y tampoco una pluralidad de personas en dichos órganos. (36)

En el supuesto de AP persona física, surge de la norma de registro (art. 16) la necesidad de que el aspirante cuente con título universitario, pero la CNV puede dispensar el cumplimiento “*merituando los antecedentes y experiencia en el mercado de capitales*”.

Los requerimientos patrimoniales para todos los AP se establecen en \$ 250.000 de patrimonio neto mínimo (37), sin la exigencia —a diferencia de otros agentes registrados— de una contrapartida líquida. (38)

(32) Título XII, Cap. V de las NCNV. Se requieren todavía en este punto normas adicionales de implementación por parte de la CNV, que ha dispuesto en el Título XVII de Disposiciones Transitorias de las NCNV una vigencia del Registro de Idóneos a partir del 01/03/2014.

(33) En particular, si se los compara con la “escala siguiente” en la actuación en el mercado de capitales (los AN). Así, por ejemplo, las funciones de cumplimiento regulatorio y relaciones con el público no se incorporan para los AP. Pero sí se requiere el nombramiento de un auditor externo registrado en la CNV.

(34) Lo que por vía del Criterio Int. 48, publicado el 13 de noviembre de 2013 en el sitio web de la CNV se previó para los AN, con lo cual ninguna duda puede haber respecto de los AP.

(35) Lo que ocurre, por ejemplo, con las sociedades de personas: arts. 125 y ss. ley 19.550.

(36) La CNV aclaró la cuestión del órgano de fiscalización por la vía del Criterio Interpretativo 48 previamente señalado en nota 34. La misma conclusión cabe (arg. art. 255 ley 19.550) para el órgano de administración.

(37) El que puede cumplirse de modo fraccionado y con la dilación temporal que admiten las Disposiciones Transitorias, NCNV Título XVII, Cap. VIII (50% al 01/03/2014 y el resto al 01/09/2014).

(38) De allí la acreditación simplificada de esa exigencia: art. 17.

Al igual que ocurre con otros agentes registrados, las NCNV prevén un régimen informativo periódico (art. 31), en el cual deben constar los requisitos de registro, debidamente actualizados, y la información de los Hechos Relevantes para su actividad. Las exigencias contables para el AP persona jurídica se satisfacen con el estado contable anual aprobado y auditado, no requiriéndose balances trimestrales.

En el esquema de flexibilizar la posibilidad de realizar actividades fuera del cerrojo del objeto único como criterio general, las NCNV —implementando la previsión del art. 19 inc. s) de la LMC—, aprobaron la Matriz de Actividades Compatibles para los agentes registrados, que permite ampliar la actividad desarrollada en el ámbito del mercado de capitales. Para ello, además de los requisitos propios de registro y funcionamiento de la actividad adicional que se quiera desarrollar, se agregan exigencias patrimoniales. (39)

Para el caso de los AP, se consideran actividades compatibles la administración de productos de inversión colectiva (fondos comunes de inversión) y la propia de los agentes asesores del mercado de capitales, que analizamos en la sección siguiente.

Por último para esta sección, señalamos que el registro y vigencia de la inscripción son esenciales para la actuación regular en el ámbito de la oferta pública propio de los AP. (40)

### 3. El Agente Asesor del Mercado de Capitales: cuestiones generales

Al Agente Asesor de Mercados de Capitales (“AA”) se lo regula —mínimamente— en el Capí-

(39) El cálculo del patrimonio neto mínimo total, es igual al importe resultante de adicionar al valor de patrimonio neto mínimo exigido para la categoría de mayor monto, el 50% de cada uno de los valores de los demás patrimonios netos mínimos exigidos para las categorías adicionales donde el agente solicite el registro. En el caso de la contrapartida, el agente deberá contar con un importe total igual a la suma de todas las contrapartidas mínimas exigidas para las categorías solicitadas.

(40) La jurisprudencia administrativa es reiterada en este punto; ver como ejemplo la Res. 15.998/2008 de la CNV. La actuación irregular no sólo arriesga la multa administrativa —infracción al art. 117, inc. c) LMC—, sino la tipificación penal de la captación de ahorros o intermediación no autorizada en el mercado de capitales: ver PAOLANTONIO, Martín E., Derecho penal y mercado financiero: ley 26.733, Abeledo-Perrot, Bs. As., 2012, p. 217 y ss.



tulo V del Título VII de las NCNV. A diferencia de lo que ocurre respecto del AP, no existe un antecedente normativo de referencia ni en el régimen anterior a las NCNV, ni en las reglamentaciones de los mercados de valores.

Más aún, la figura no estaba contemplada en el proyecto del Poder Ejecutivo devenido en la LMC, y la propia LMC no lo menciona como una categoría de agente registrado (art. 2º LMC), sino que aparece de modo casi incidental en el art. 19 la potestad de la CNV para *“establecer normas mínimas de capacitación, acreditación y registro para el personal de los agentes registrados o para personas físicas y/o jurídicas que desempeñen tareas vinculadas con el asesoramiento al público inversor”*, norma que recuerda de algún modo la Resolución General 610 de la CNV y el “Registro de Asesores Idóneos”.

Sin embargo, aun en esa reglamentación —ahora derogada—, el asesor se presentaba como vinculado a un sujeto supervisado por una entidad autorregulada, sin una autonomía de ese ámbito.

Las NCNV, con fundamento en la habilitación dada por el art. 2º LMC para incluir otros agentes registrados no previstos por la LMC, incorporan la figura del AA, que comprende: *“... a toda persona física o jurídica que desarrolle la actividad de prestación de cualquier tipo de asesoramiento en el ámbito del mercado de capitales que implique contacto con el público en general”* (art. 1º). (41)

### 3.1. Alcance de la figura regulada en las NCNV

La novedad de la reglamentación del AA, obliga a formular precisiones acerca de la actividad que se quiere incluir en la órbita de supervisión de la CNV. Para ello, la clave interpretativa pasa por la referencia al *“... ámbito del mercado de capitales que implique contacto con el público en general”*.

Para el resto de las categorías, una redacción similar resultaría redundante, pero ello no ocurre respecto del AA.

La actividad de asesoramiento financiero —en un sentido amplio— no está en la Argentina sujeta a regulación a menos que:

(41) De modo análogo a lo hecho para los AP, salvo aclaración expresa todas las referencias artículos corresponden al Cap. V del Título VII de las NCNV.

1. Se refiera a valores negociables, y por extensión lógica, al ámbito de la oferta pública; y

2. El asesor pueda, al menos potencialmente, contactarse con el público en general. Este último recaudo es el que necesita de alguna precisión adicional, que a nuestro juicio puede encontrarse en el uso por el asesor de mecanismos de contacto análogos a los que califican el concepto de oferta pública (art. 2º, LMC). (42)

Dicho de otro modo, sin la verificación de ambas circunstancias, no estaremos en presencia del AA regulado por las NCNV, o de un sujeto bajo supervisión de la CNV.

### 3.2. Funciones del AA. Actividades permitidas y prohibidas

El Capítulo V del Título VII contiene 22 artículos (43), y conforme a la metodología de las NCNV, una parte importante de ellos se refieren a temas comunes a todos los agentes registrados, y no a cuestiones específicas de los AA. (44)

La comprensión del alcance de las actividades permitidas y las funciones del AA, se aprecian particularmente en vía negativa, por las prohibiciones expresas del art. 4º, y la remisión a lo que dijimos respecto de los AP. (45) Así, está vedado al AA:

1. *Recibir o custodiar fondos o valores de clientes.* Son funciones propias de otros agentes registrados, en este caso, los ALyC.

2. *Delegar en terceros, total o parcialmente los servicios contratados.* Es una restricción análoga a la vista para los AP, y vale lo allí dicho acerca del sentido de la prohibición.

(42) Particularmente, su mención de “ofrecimientos personales, publicaciones periódicas, transmisiones radiotelefónicas, telefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, medios electrónicos, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión”. Del tema nos hemos ocupado recientemente en PAOLANTONIO, Martín E., La oferta pública irregular en el mercado de valores y la ley 26.831, LA LEY, 12/09/2013.

(43) Salvo referencia en contrario, todas las menciones de artículos en la Sección 3 corresponden al Cap. V del Título VII de las NCNV.

(44) Ver nota 9.

(45) Sección 2.1. Note el lector que las NCNV para AA no tienen (en contraste con lo previsto para el AP) una referencia a las actividades permitidas.

3. *Captar clientes para AN o ALyC.* La función de generación de clientes corresponde a los AP, y es vedada a los AA en atención a las menores exigencias de registro e información. (46)

4. *Prestar información sobre los servicios brindados por AN o ALyC.* Con esta restricción se impide que de manera indirecta se eluda la prohibición de captación (actividad propia de los AP), aun en el hipotético caso de no percibir una comisión del AN o ALyC por esa actividad.

5. *Proveer al cliente documentación utilizada por AN o ALyC para su registro como cliente.* Cabe idéntica consideración a la precedente.

6. *Gestionar órdenes o administrar carteras de clientes.* Claramente, no resultaba necesaria esta mención, en tanto se trata de actividades que corresponden a otros agentes registrados. Pero sirve en nuestro desarrollo para recordar que la prohibición de gestionar órdenes o administrar carteras sólo estará presente cuando se den las dos condiciones que requieren el registro como AA. (47)

### 3.3. Responsabilidad del AA. Retribución

Las NCNV no ofrecen una guía acerca de las obligaciones del AA, no previéndose normas de conducta como las mencionadas en la regulación del AP. (48) Se exige, sin embargo, la elaboración de un Código de Conducta —art. 8º inc. o)—, para el registro como AA.

La omisión en este punto de la reglamentación, remite de inmediato a la aplicación de las reglas de conducta generales de quien actúa en el ámbito de la oferta pública, pero particularmente a las específicas que en vía contractual o por derecho imperativo o supletorio, alcancen a la actividad desarrollada por el AA.

En ese marco, por supuesto, no existe un único molde para contener la relación del AA con sus clientes, sino la necesidad de interpretación sobre la base de las conductas contractualmente debidas o desplegadas por el AA.

Para el caso de que el AA realice recomendaciones sobre inversiones en el mercado de capitales, sea de manera singular o “armando carteras”,

tendrán plena vigencia las conclusiones acerca del alcance de las obligaciones de información y asesoramiento, y el conocimiento del cliente vía perfil de inversor. Es una cuestión, como no escapará al lector, dominada por la asimetría informativa de las partes, el carácter de profesional del mercado del AA, y la necesidad de tutelar al inversor —particularmente al pequeño—, sobre la cual la doctrina ha realizado interesantes aportes. (49)

Claramente, la relación entre el AA y su cliente estará enmarcada en la obligación de información, con condiciones mínimas que se han identificado con la simplicidad, claridad, suficiencia, eficacia, carácter tempestivo y directo. (50) De allí que la regla de conocimiento del cliente mencionada para el AP, aplica igualmente al AA.

Respecto de la retribución del AA, el art. 5º no refiere un esquema de compensación particular, por lo que serán posibles diversas modalidades, incluso las vinculadas con el resultado de la estrategia o cartera de inversiones propuesta por el AA.

### 3.4. Organización y registro del AA. Actividades compatibles. Régimen informativo

La categoría de AA, al igual que la del AP admite personas físicas y jurídicas (art. 2º, LMC y art. 1º de la reglamentación del AP en las NCNV).

Las exigencias de registro (arts. 8º y 9º), como lo señalamos más arriba para el AP, son similares en diversas cuestiones a las de todos los agentes registrados, y no las desarrollados en este trabajo.

Sí recordamos que además del registro de AA, todos los empleados del AA vinculados con la actividad de asesoramiento que implique contacto con el público (51), deben inscribirse en el “Registro de Idóneos” previsto por las NCNV. (52)

(49) Ver por ejemplo ABDALA, Martín E., Las obligaciones de los bancos e intermediarios de inversión de informar y asesorar a sus clientes y las responsabilidades emergentes de su inobservancia. Un análisis desde la óptica de la doctrina y jurisprudencia alemana, “Revista de Derecho Bancario y Bursátil”, 78-145.

(50) PULIDO BEGINES, Juan L., El deber de las entidades financieras de informar al cliente: la normativa MIFID, “Revista de Derecho Bancario y Bursátil”, 130-7.

(51) Ver más arriba nota 31. El art. 7º hace una errónea mención de actividades de venta o promoción que no son propias del AA.

(52) Título XII, Cap. V de las NCNV. Se requieren todavía en este punto normas adicionales de implementación

(46) Infra, Sección 3.4.

(47) Supra, Sección 3.1.

(48) Supra, Sección 2.4.

Las NCNV —razonablemente— no imponen obligaciones de estructura u organización de una entidad comparable con otros agentes. Al igual que ocurre respecto de los AP, cualquier variante societaria es compatible, y no se requiere —a pesar de la frecuente referencia normativa a “miembros” del órgano de administración y fiscalización (53)—, ni un ente societario con una clara estructura orgánica (54), y tampoco una pluralidad de personas en dichos órganos.

En el supuesto de AA persona física, surge de la norma de registro (art. 9º) la necesidad de que el aspirante cuente con título universitario, sin una mención a la potestad de la CNV de dispensar ese recaudo.

No se prevén requisitos patrimoniales para el registro como AA (persona física o jurídica). De modo análogo a lo que ocurre con otros agentes registrados, las NCNV prevén un régimen informativo periódico (art. 22), en el cual deben constar los requisitos de registro, debidamente actualizados, y la información de los Hechos Relevantes para su actividad.

En lo atinente a la Matriz de Actividades Compatibles para los agentes registrados, el AA puede registrarse en gran parte de las categorías de agentes registrados (AN, ALyC, Agente de Cus-

---

por parte de la CNV, que ha dispuesto en el Título XVII de Disposiciones Transitorias de las NCNV una vigencia del Registro de Idóneos a partir del 01/03/2014.

(53) Quizá resulte excesiva para la categoría de los AA el recaudo de contar con un órgano de fiscalización.

(54) Lo que ocurre, por ejemplo, con las sociedades de personas: arts. 125 y ss., ley 19.550.

todia, Registro y Pago, Agente de Administración o Custodia de Productos de Inversión Colectiva Fondos Comunes de Inversión, Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión, Fiduciario Financiero y No Financiero y AP), cumpliendo con los requisitos propios de registro y funcionamiento de la actividad adicional que se quiera desarrollar, incluyendo las exigencias patrimoniales.

#### 4. Consideraciones finales

Desarrollamos en las secciones precedentes los aspectos más relevantes de las NCNV para los AP y AA, dos de los sujetos que luego de la reforma de la LMC entran en la órbita de supervisión de la CNV.

El contenido de la regulación del AP lo juzgamos positivo, particularmente por la potenciación de su rol —comparado con las previsiones de las reglamentaciones de los mercados de valores—, y el establecimiento de pautas de conducta concretas.

Las previsiones respecto del AA nos dejan, en cambio, algunas dudas. Aun reconociendo la conveniencia de establecer algún marco reglamentario general para la actividad de asesoramiento al público, las NCNV no definen —más que en vía negativa— las conductas propias del AA, planteando de ese modo incertidumbre en un terreno complejo, donde la amenaza de sanciones administrativas y penales no puede ignorarse. (55) ♦

---

(55) Supra, nota 40.

.....