

# EL NUEVO RÉGIMEN LEGAL SOBRE TRASPARENCIA EN EL MERCADO DE CAPITALES Y MEJORES PRÁCTICAS EN EL GOBIERNO CORPORATIVO

Por Marcelo Villegas<sup>1</sup> y Mario O. Kenny<sup>2</sup>

## I. RESEÑA DEL NUEVO DECRETO.

El decreto 677/01, publicado el 28 de mayo del 2001 en el Boletín Oficial, introduce un nuevo régimen legal del mercado de valores en la República Argentina. El decreto, también conocido como la “Ley de Transparencia”, ha entrado en vigencia el primero de junio de 2001, excepto para aquellas normas que deben ser reglamentadas por la Comisión Nacional de Valores (CNV), que entrarán en vigencia a partir de la fecha de dicha reglamentación. Según lo prevé el propio decreto (art. 49), la reglamentación de la CNV debe cumplirse dentro de los 180 días hábiles de la entrada en vigencia del mismo. La Ley de Transparencia fue sancionada por medio de los *poderes especiales* otorgados al Poder Ejecutivo Nacional por el Congreso de la Nación en la Ley 25.414, los que habilitan al PEN a sancionar normas destinadas a la competitividad de la economía Argentina.<sup>3</sup>

Desde el punto de vista metodológico, el Título I del decreto<sup>4</sup> estatuye el Régimen de Transparencia de la Oferta Pública (“RTOF”) – cuyas disposiciones complementan, y en algunos aspectos modifican implícitamente, la Ley 17.811 de Oferta Pública y Bolsas -, el Título II modifica y amplía dicha ley, el Título III modifica la Ley 24.083 de Fondos Comunes de Inversión, y finalmente el Título IV establece una serie de disposiciones complementarias aunque no de menor relevancia (como la “firma digital” para la remisión de documentos a la CNV).

La Ley de Transparencia está destinada a proveer al mercado bursátil la confianza y la seguridad necesarias para funcionar en forma óptima y reducir el costo del capital para los emisores del mercado.

El decreto refleja muchos de los Principios de Gobierno Corporativo del Código de Mejores Prácticas de la OECD<sup>5</sup>. Además, ha tomado en cuenta otros principios de gobierno corporativo de los códigos adoptados por los centros internacionales financieros más importantes. Dichos principios, hoy en día, son tenidos en cuenta por los inversores institucionales como pre-requisito a la hora de invertir en mercados emergentes.

La nueva Ley de Transparencia fortalece los derechos de los accionistas minoritarios, así como también las facultades de la CNV, entidad autárquica que aplica las regulaciones del mercado de capitales. El decreto contiene ciertas normas que actualizan el funcionamiento de los

---

<sup>1</sup> Socio de Nicholson y Cano Abogados. Consultor del Ministerio de Economía de la Nación. Lideró el comité consultivo del nuevo decreto de Transparencia. Otros miembros del comité fueron los Dres. Carlos Odriozola, Guillermo Fretes y Mariano Grondona. Los comentarios al decreto fueron de los societaristas Dres. Jaime Anaya, Rafael Manóvil, Horacio Fargosi, Carlos Vanasco y A Rovira.

<sup>2</sup> Socio de Nicholson y Cano Abogados. Asesor de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Ha colaborado en ciertos aspectos del decreto de Transparencia.

<sup>3</sup> Más precisamente, se invocan como fundamento normativo del dictado del mencionado decreto, las disposiciones del artículo 1, inciso I (“Materias determinadas de su ámbito de administración”), apartado d), que delega en aquel órgano la atribución de desregular y mejorar el funcionamiento y la transparencia del mercado de capitales, garantizando el debido control del sector, y del artículo 1, inciso II (“Emergencia pública”), apartado e), que lo autoriza a dar continuidad a la desregulación económica derogando o modificando normas de rango legislativo de orden nacional sólo en caso de que perjudiquen la competitividad de la economía, “exceptuando expresa e integralmente toda derogación, modificación y suspensión de la Ley de Convertibilidad N° 23.928, de los Códigos Civil, de Minería y de Comercio o en materia penal, tributaria, laboral del sector público y privado, salud, previsional, de las asignaciones familiares, la Ley Marco Regulatorio del Empleo Público (N° 25.164) y la Ley N° 25.344 de Emergencia Pública, en lo referido al pago de la deuda previsional con Bonos Bocón III, contenidos en el artículo 13 de la mencionada Ley.”

<sup>4</sup> El decreto propiamente dicho tiene sólo dos artículos, y un extenso anexo que comprende cuatro Títulos.

<sup>5</sup> Los Principios de Gobierno Corporativo de Mayo de 1999

directorios y la asamblea de accionistas. Flexibiliza los cambios de estructura de capital social, permitiendo la emisión de opciones, la recompra de acciones propias, y aumentar la cantidad de acciones ofrecidas cuando el emisor enfrenta una demanda no anticipada (“*green shoe option*”)

Además, varios aspectos del decreto apuntan a una regulación más eficiente del mercado de capitales. Por ejemplo, se otorga status legal al denominado “Comité de Auditoría” de las sociedades cuyas acciones son objeto de oferta pública, en el cual, la mayoría de sus miembros deben ser “directores independientes”. Provee un régimen para la oferta pública de adquisición de acciones de tales sociedades (la “OPA”), en el que se garantiza igual trato para todos los inversores. Establece además un régimen para la adquisición de participaciones residuales (“*squeeze out procedures*”), y un procedimiento para asegurar el pago de un “precio equitativo” cuando las sociedades se retiran del mercado accionario. Además establece un procedimiento especial para la celebración de contratos con partes relacionadas, así como también un sistema de arbitraje destinado a dirimir conflictos en el mercado de capitales.

Puesto que el decreto contiene una gran cantidad de normas para las sociedades abiertas, este informe sólo se refiere a los temas más significativos de la nueva regulación. Por ello, a continuación hacemos una breve exposición de los temas que resultan a nuestro entender de mayor importancia para comprender esta nueva regulación.

## **II. LOS EJES PRINCIPALES DEL NUEVO RÉGIMEN**

### **1. Revisión y actualización de algunos conceptos de derecho financiero**

La nueva ley de Transparencia define conceptos básicos que hacen a la regulación del mercado de capitales, siguiendo los estándares internacionales de los mercados internacionales. El decreto provee las siguientes definiciones para aclarar la nueva regulación:

#### a) Valores Negociables:

La definición de oferta pública contenida en los artículos 16 y 17 de la Ley 17.811, al conjugarse exclusivamente sobre la base del concepto de *títulos valores*, mostraba una estrechez incompatible con la dinámica del mercado de capitales y la gran variedad de activos que en el mismo se negocian o pueden negociarse. Existen determinados activos de inversión que no responden al género *título valor*, respecto de los cuales en su oferta pública y negociación concurren las mismas necesidades de protección del inversor que determinaron el dictado de la ley 17.811 (por ejemplo, los futuros y opciones). Por otra parte, al circunscribir el marco de aplicación de la ley a los títulos valores *emitidos en masa*, dejaba en una zona gris a los títulos de crédito cambiarios, susceptibles de colocación y negociación masificada en el mercado (caso de los pagarés, warrants, y cheques de pago diferido, por ejemplo).

La lógica parecería indicar que, en una legislación protectora de las personas que son invitadas a realizar operaciones masificadas de inversión, la sustancia debería primar sobre la forma. En otras palabras: asegurar el cumplimiento de la finalidad de la ley implica reemplazar una visión estricta que atiende a la forma (los *títulos valores*) para determinar su ámbito de aplicación, por una visión amplia o finalista, en función de los objetivos a cubrir: una efectiva tutela del público inversor, asegurar la transparencia y eficiencia de los mercados, la solvencia de las instituciones, y la corrección en la actuación de los operadores.

Es así que el nuevo régimen reemplaza la referencia a los títulos valores por el término “valores negociables”, sean cartulares – documentados en láminas individuales o certificados globales – o escriturales.

El concepto de valores negociables<sup>6</sup> abarca no sólo a los típicos valores mobiliarios, sino también a todo instrumento financiero que pueda ser considerado un “contrato de inversión”, es decir, toda operación que implique captar recursos del público con promesa de una prestación futura apreciable en dinero. Así, el nuevo enfoque es similar al concepto de “*security*” del derecho anglosajón.

b) Oferta Pública:

Además de comprender a los valores negociables, el concepto se amplía a los futuros, *forwards* y otras categorías derivativas que son transados en mercados autorizados y que quedan comprendidos en el concepto de “instrumentos financieros” por no serles aplicable la denominación de “valor negociable”.

c) Entidad Autorregulada:

Aunque un tanto impreciso, el término se aplica a todos los mercados no bursátiles, que con la Ley de Transparencia gozan de la facultad de autorregulación, anteriormente reservada por la Ley 17.811 a las bolsas y mercados de valores.

d) Control y Actuación Concertada:

Con el fin de facilitar la aplicación de las normas relativas a la toma de control societario, la Ley de Transparencia establece parámetros objetivos de “control” e intenta regular toda “acción concertada” entre dos o más personas que se dirija a la toma de ese control.

Así, a los efectos de la regulación del mercado de valores, se restringe la definición de control incluida en la ley de sociedades comerciales. Aquí, por “control” se entiende la mayoría de votos necesaria en la asamblea de accionista para formar la voluntad social y para la elección de la mayoría del directorio (control interno). Sin embargo esta definición no alcanza a la denominada “influencia dominante” que en la Ley de Sociedades puede constituir control por efecto de un contrato o cualquier procedimiento diferente (control externo)<sup>7</sup>

Siguiendo las líneas europeas de Gobierno Corporativo y por primera vez en Argentina, se introduce el concepto de “acción concertada”, definida como la actividad de dos o más personas que actuando coordinadamente a través de la compra, tenencia o disposición de valores negociables obtienen el control de una sociedad que hace oferta pública de sus acciones.

e) Información Privilegiada:

Al igual que en su fuente, la Directiva 88/592 de la Comunidad Económica Europea, se define como información privilegiada toda aquella información precisa referida a uno o más valores negociables o emisores que no ha sido revelada públicamente y que, de ser

---

<sup>6</sup> Artículo 2º del RTOP.

<sup>7</sup> La “influencia dominante” en el Art 33 de la Ley de Sociedades no tiene parámetros objetivos para definir el “control” respecto de las instituciones reguladas en el decreto (ej. OPA’s)

públicamente revelada, puede modificar sustancialmente las condiciones de colocación, el precio o la negociación de dichos instrumentos.

## **2. Normas generales sobre valores negociables**

El nuevo ordenamiento apunta también a superar la ausencia de una normativa específica sobre los valores negociables en general (los caducos "títulos valores"), previendo: a) El concepto de valor negociable, tema que se abordó en el punto II.1 del presente trabajo; b) la reafirmación del principio de libertad de creación de valores negociables; y c) el régimen legal de los valores escriturales y de los representados por certificados globales.

### **2.1 Libertad de creación de valores negociables**

El principio de libertad de creación de valores negociables (los "valores atípicos"), que ya existía en nuestro derecho (art. 40 de la Ley de Emergencia Económica n° 23.696), fue ratificado y extendido en favor de cualquier persona jurídica, aunque haciendo explícito a nivel legal la limitación de no confusión con el tipo, denominación y condiciones de los valores negociables previstos especialmente en la legislación vigente (los "valores típicos"). De esta manera se facilita el proceso de innovación financiera en el mercado de capitales.<sup>8</sup>

### **2.2 Régimen legal de los valores escriturales y de los representados en certificados globales**

No existía una regulación general sobre los valores escriturales o por anotaciones en cuenta, y los representados por certificados globales, formas de documentación de los valores negociables que eran tratadas exclusivamente – en forma incompleta - para las acciones en el artículo 208 de la Ley de Sociedades Comerciales, para las obligaciones negociables en los artículos 30 y 31 de la ley 23.576, para las cuotapartes de fondos cerrados de inversión en el artículo 18 de la ley 24.083, y para los valores fiduciarios en el artículo 21 de la ley 24.441. El decreto cubre esa deficiencia en su artículo 4°.

Respecto de los valores escriturales, la norma establece normas generales sobre las inscripciones en cuenta, las entidades que podrán llevar el registro, y la expedición de comprobantes de cuenta de apertura y saldo, para concurrencia a asambleas, transmisión de derechos y acreditar la legitimación en caso de iniciar acciones legales. En este último supuesto, los comprobantes constituyen documento suficiente a tal fin, incluso para la acción ejecutiva en caso que el valor así documentado tenga esa aptitud.

Igual solución aporta para los valores negociables representados por certificados globales: los comprobantes para iniciar acciones legales podrán ser emitidos por la entidad del país o del exterior que administre el sistema de depósito colectivo en el que los valores se encuentren depositados, aún en el caso que dicha entidad tenga participaciones en un certificado global depositado a su vez en otra entidad similar del exterior. De esta manera se cubre un vacío legal que había generado serios problemas en sede judicial, en materia de ejecuciones, pedidos de quiebra y solicitudes de verificación sobre la base de obligaciones negociables escriturales o representadas por certificados globales.

---

<sup>8</sup> Ver Art.3 del RTOP.

Para los valores de deuda representados por certificados globales, el fiduciario<sup>9</sup> – si lo hubiere – ejercerá la representación legal de los titulares que no desean ejercer sus derechos individualmente. Así la nueva regulación ofrece la solución a uno de los problemas que se presentaba respecto de las obligaciones negociables emitidas por compañías argentinas y colocados en el exterior, cuando los emisores están en incumplimiento o cuando convocan a asamblea de acreedores.

### 3. Principios de Transparencia

Las reformas contempladas en los Capítulos II, III y IV de la Ley de Transparencia buscan dar fuerza legal y perfeccionar las reglas de transparencia que deben regir en el mercado de la oferta pública de acciones, que antes sólo estaban determinadas en las Normas de la CNV.

El artículo 5 del RTOP impone a todos los participantes del mercado revelar información relevante a la CNV.

Las personas que están obligadas a adherir a las normas de transparencia son los típicos participantes del mercado - los funcionarios de las emisoras de valores negociables, los intermediarios financieros, los funcionarios de las sociedades calificadoras de riesgo, de la CNV y de las entidades autorreguladas -, así como aquellas personas que realizan operaciones relevantes con acciones o que sean parte de pactos o convenios de accionistas cuyo objeto sea ejercer una influencia dominante en las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones.

La ley de transparencia proscribiera ciertas prácticas que están en contra de los principios de Gobierno Corporativo, tales como el “*insider trading*”, manipulación de mercado, “fraude de mercado”, etc.

Además se otorga a la CNV la potestad de regular las conductas de todas aquellas personas que participan en procesos de colocación de valores negociables con el fin de evitar la manipulación de precios u otras prácticas fraudulentas. Relacionado con esta innovación se establece un nuevo régimen de responsabilidad por la información contenida en los prospectos de oferta pública. Se han agregado, además, otras cláusulas que promueven la transparencia en las transacciones de mercado:

1) Respecto a la información que se debe proporcionar a la CNV, se establece: i) la obligación de designar a una persona encargada de proveer la información al mercado, y ii) el deber de informar los acuerdos de accionistas<sup>10</sup>.

2) Respecto a los sistemas de negociación, la Ley de Transparencia establece que estará regida por los siguientes principios: i) tratamiento igualitario, ii) eficiencia, iii) transparencia, iv) no segmentación, v) reducción del riesgo sistémico. De acuerdo a estos principios las entidades autorreguladas deben emitir normas, que deben ser aprobadas por la CNV<sup>11</sup>.

3) La ley establece los lineamientos aplicables a los auditores externos y a los criterios de independencia a que éstos deberán ajustarse. Con el fin de asegurar la independencia y profesionalidad de los mismos, el capítulo III establece que: i) previo a la designación de una firma de auditoría por la asamblea, el Comité de Auditoría debe dar previamente una opinión favorable respecto de la profesionalidad e independencia de los potenciales auditores; ii) la CNV

---

<sup>9</sup> La norma se refiere al fiduciario como representante del conjunto de los inversores, y no al fiduciario titular de un fideicomiso en los términos de la ley 24.441.

<sup>10</sup> Ver Art.5 inc. a) y h) del RTOP

<sup>11</sup> Ver Art. 11 del RTOP

tiene la potestad de establecer los criterios de independencia de los auditores externos; y iii) se encomienda a la CNV llevar un registro de sanciones aplicadas a los contadores que actúan como auditores externos.

4) A las sociedades abiertas se les aplican requerimientos adicionales de información en los estados contables. Así por ejemplo: i) en notas complementarias de tales estados debe revelarse información sobre todos los valores negociables emitidos que den derecho de conversión en acciones de la propia sociedad o a participar en sus resultados, sobre todo acuerdo que implique limitaciones a la gravabilidad o disponibilidad de activos, así como las políticas de asunción o cobertura de riesgos; y ii) en la memoria de los estados anuales deben incluirse información relacionada con estrategias comerciales, sistemas internos de control y de toma de decisiones. La información relativa a las políticas de dividendos, las remuneraciones de directores y administradores debe incluirse detalladamente en dichos estados.

#### **4. Herramientas para la administración de las sociedades abiertas.**

##### **4.1 Comité de Auditoría.**

El establecimiento de un Comité de Auditoría es práctica común en los directorios de compañías internacionales y ha sido adoptado en la gran parte de los códigos de *corporate governance*.<sup>12</sup> Siguiendo esta tendencia global, la Ley de Transparencia hace obligatoria la creación de un comité de auditoría en todas las sociedades abiertas<sup>13</sup>. Esta obligación debe cumplirse dentro del período a fijar por la CNV pero no después de tres años desde la fecha de vigencia del decreto. El comité debe estar formado por al menos 3 miembros, la mayoría de los cuales deben calificar como “directores independientes” de acuerdo con los criterios establecidos por la CNV.<sup>14</sup> Los siguientes son los deberes fundamentales de este comité:

- a) Emitir opinión sobre los auditores externos a ser nominados,
- b) Supervisar la operación de control interno y de los sistemas de contabilidad administrativa relacionados con la precisión de la información pública,
- c) Supervisar la información respecto de la política de administración de riesgo aplicada por la compañía,
- d) Identificar los conflictos de intereses y emitir opinión sobre ellos,
- e) Chequear la razonabilidad de los gastos incurridos en la emisión de valores negociables,
- f) Verificar la adhesión a las reglas de comportamiento corporativo,
- g) Emitir opinión sobre las transacciones con partes relacionadas.

##### **4.2 Estabilización de mercado.**

En los procesos de colocación de valores negociables, el nivel de precio fijado para la suscripción tiene gran importancia en miras al desarrollo de un mercado secundario. Si aquél es alto, puede ocurrir que al concluir el período de colocación el precio de los valores en el mercado secundario se deprima, y los suscriptores que necesiten vender lo hagan a pérdida. De ahí la conveniencia de realizar una oferta de compra estabilizante por parte del emisor o el *underwriter*, a fin de asegurarle a los potenciales inversores una eventual salida a un precio equitativo. Es por lo tanto un mecanismo de los denominados “*bonding*” o de “reaseguro” respecto del precio de corte al que se coloca la emisión, que la hace más atractiva para los inversores, y contribuye por

---

<sup>12</sup> Un excelente informe sobre el rol de este comité puede consultarse en el Report of the National Association of Corporate Directors (NACD), Blue Ribbon Commission on Audit Committees (A practical guide), publicado por la NACD y el Center for Board Leadership, con el apoyo de Keidrick & Struggles, Inc., 2000.

<sup>13</sup> Ver artículo 15 del RTOP.

<sup>14</sup> Ver Normas de la CNV, Resolución General N° 340/01.