

## **LA OBLIGACIÓN DE INFORMAR HECHOS RELEVANTES. PROPUESTA DE MODIFICACIÓN**

POR EDUARDO BACQUÉ Y  
FERNANDO MORENO

### ***Sumario***

La regulación sobre los “hechos relevantes” a ser informados por las emisoras, debe armonizar los requerimientos del regulador con la imprescindible certeza que deben tener los emisores para cumplir con su obligación de informar. A tal efecto se propone establecer un criterio de mayor objetividad que el vigente actualmente que requiere realizar un test de significatividad y de relación causal entre hecho a informar y evolución de la cotización. Asimismo, se propone un mejor ordenamiento de la totalidad de supuestos ejemplificativos y una clara definición del momento a partir de cuándo dichos hechos deben ser informados.

### ***Mercado eficiente y correlación aleatoria de precios***

El financiamiento empresarial a través del concurso del ahorro público requiere de un mercado eficiente a la hora de garantizar los derechos tanto de los emisores como de los inversores (especialmente considerando al inversor no institucional).

La hipótesis del mercado eficiente sostiene que sólo podría ser considerado como tal, aquel mercado en el cual un gran número de compradores y vendedores racionales reaccionan a través de mecanismos que conducen al precio de los activos negociados a reflejar completa, virtual e instantáneamente, todas

las informaciones disponibles sobre dichos activos y sobre sus emisores.<sup>1 2</sup>

La teoría del camino aleatorio por su parte, expresa que los cambios sucesivos de los precios son independientes entre sí (sin tendencia) y que dichas variaciones sucesivas se adaptan a algunas distribuciones probabilísticas y son distribuidas idénticamente.<sup>3</sup>

Sin embargo, una observación de los gráficos de las cotizaciones de las principales empresas revela que sus precios evolucionan en tendencia, sugiriendo que su mercado no es eficiente.

Implícitamente la regulación jurídica del mercado de valores negociables adhiere a la escuela fundamentalista, según la cual existe una relación causal entre la información atinente al activo negociado (estado contable) y su precio.<sup>4</sup>

Si el acceso a la información de los activos negociados no es simétrico para todos los participantes del mercado, o si las informaciones demoran en hacerse públicas, se posibilita que los poseedores de dicha información puedan obtener beneficios extraordinarios, en perjuicio de quienes operan sin poseerla. Por tal motivo, la regulación sobre la materia procura asegurar un flujo de informaciones simétrico y veloz de la cual resulte un correcto proceso de formación de los precios.

En virtud de lo expuesto, se entiende por qué el sistema de regulación argentino, cuya fuente es el de Estados Unidos, se fundamenta en el proceso de plena apertura de la información (*full disclosure*). Su principal finalidad es lograr que las empresas

<sup>1</sup> La doctrina ha elaborado diversos niveles de eficiencia: **a) Eficiencia débil:** cuando los precios vigentes reflejan toda la información contenida en los precios y rendimientos pasados; **b) Eficiencia semifuerte:** cuando los precios reflejan todas las informaciones publicadas; y **c) Eficiencia fuerte:** cuando los precios reflejan no solo las informaciones de conocimiento público, sino también las obtenidas privadamente por analistas de inversión mediante sus investigaciones.

<sup>2</sup> Contemporáneamente la escuela técnica, partiendo de la presunción de que el mercado es en sí ineficiente ha establecido métodos (análisis gráfico) para identificar oportunidades de rentabilidad extraordinarias.

<sup>3</sup> Ver Bacqué, Eduardo. "Información, análisis técnico y regulación". *Información Empresarial* N° 264, abril de 1996, p. 53.

<sup>4</sup> La principal crítica al análisis fundamentalista, consiste en que la inexactitud de sus pronósticos obedece no tanto a la imprecisión de las proyecciones futuras, sino a la existencia de informaciones no públicas o de informaciones que aun siendo públicas no son veraces, lo cual provoca decisiones erróneas.

autorizadas a hacer oferta pública de sus valores negociables, presenten informaciones financieras y otras que se consideran "relevantes para los inversores"<sup>5</sup>, para que a través de ellas dichos inversores puedan evaluar correctamente, con un menor costo y en tiempo real, a las empresas emisoras.

### ***Estructura de la regulación sobre la información***

Con el propósito de facilitar el control de las sociedades y evitar conflictos de interés con los administradores, la normativa societaria impone a las empresas una serie de obligaciones informativas con relación al socio.<sup>6</sup>

Por otra parte, centrándonos en la regulación jurídica específica del mercado de capitales, a fin de garantizar la eficiencia del mercado, toda la normativa en materia de información dirigida a dicho mercado se estructura en cuatro segmentos diferenciados:

- (a) La información destinada al mercado primario que se realiza mediante la presentación y publicación de un prospecto, cuya información se encuentra regulada en el artículo 35 del Decreto Delegado 677/01 y en el Capítulo VIII de las Normas de la Comisión Nacional de Valores.
- (b) La Información periódica atinente a las emisoras, regulada en el Capítulo XXIII de las Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV).
- (c) Los hechos Relevantes que ocurran en el curso de los negocios empresarios, los cuales deben ser comunicados en forma inmediata y deben responder a los principios de veracidad, integridad y claridad de la información.
- (d) La información de tenencias, obligación impuesta mediante artículo 5° inciso c) del Decreto N° 677/01

<sup>5</sup> Ver Eizirik, Nelson. "El papel del Estado en la regulación del Mercado de Capitales". *IBMEC*, p. 103. Bianchi, Roberto A. *Régimen de la Transparencia en la Oferta Pública*, p. 110 y siguiente, Buenos Aires, Zavalia, 1193. Villegas, Marcelo. "Transparencia y Gobierno Corporativo". *Mercado de Capitales*, Buenos Aires, Heliasta, p. 598, nota 37.

<sup>6</sup> Ley N° 19.550 artículos 59, 62, 69, 72, 241, 271, 272, 294, entre otros.

y artículo 8 y siguientes del Capítulo XXI de las Normas de la CNV.

Luego de haber efectuado las consideraciones expuestas precedentemente corresponde precisar que este trabajo se referirá exclusivamente a la regulación jurídica de los "hechos relevantes". Su objetivo fundamental es proponer una modificación en la normativa existente, para evitar la proliferación hacia el mercado de información u hechos que no revisten ni tienen la potencialidad de ser considerados relevantes; además de sugerir su mejor sistematización dentro de las Normas de la CNV.

Independientemente de lo referido, y recordando que de la obligación de informar se derivan la obligación de guardar reserva<sup>7</sup> y la obligación de abstenerse de negociar con información privilegiada<sup>8</sup>, debe advertirse que el concepto de "información"

<sup>7</sup> Decreto 677/01 ARTICULO 7° - Deber de guardar reserva. Los directores, administradores, gerentes, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, accionistas controlantes y profesionales intervinientes de cualquier entidad autorizada a la oferta pública de valores negociables o persona que haga una oferta pública de adquisición o canje de valores respecto de una entidad autorizada a la oferta pública y agentes e intermediarios en la oferta pública, incluidos los fiduciarios financieros y los gerentes y depositarios de fondos comunes de inversión y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o actividad, tenga información acerca de un hecho aún no divulgado públicamente y que, por su importancia, sea apto para afectar la colocación o el curso de la negociación que se realice con valores negociables con oferta pública autorizada o con contratos a término, de futuros y opciones, deberán guardar estricta reserva y abstenerse de negociar hasta tanto dicha información tenga carácter público.

Igual reserva deberán guardar los funcionarios públicos y aquellos directivos, funcionarios y empleados de las sociedades calificadoras de riesgo y de los organismos de control públicos o privados, incluidos la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES, entidades autorreguladas y cajas de valores y cualquier otra persona que, en razón de sus tareas, tenga acceso a similar información.

El deber de reserva se extiende a todas aquellas personas que, por relación temporaria o accidental con la sociedad o con los sujetos precedentemente mencionados, pudieran haber accedido a la información allí descripta y, asimismo, a los subordinados y terceros que, por la naturaleza de sus funciones, hubieren tenido acceso a la información.

<sup>8</sup> ARTÍCULO 33. - Prohibición de utilizar información privilegiada en beneficio propio o de terceros. Acción de recupero. Las personas mencionadas en el artículo 7° del presente Decreto no podrán valerse de la información reservada allí referida a fin de obtener, para sí o para otros, ventajas de cualquier tipo, deriven ellas de la compra o venta de valores negociables o de cualquier otra operación relacionada con el régimen de la oferta pública. Lo aquí dispuesto se aplica también a las personas mencionadas en el artículo 35 de la Ley N° 24.083 y sus modificaciones.

regulado en los supuestos de "información privilegiada", "obligación de informar" e "información reservada"<sup>9</sup> difieren entre sí, siendo también aconsejable su unificación en una próxima reforma legislativa.

### Hechos relevantes

Entrando en el objeto de esta ponencia, encontramos que el régimen actual de oferta pública establece qué hechos deben considerarse como relevantes con base en tres criterios, a saber:

| Información reservada concepto   | Deber de Informar  | Deber de guardar reserva  |
|--|--|---|
| <p>Artículo 2º.<br/> <b>Información reservada o privilegiada: A toda información concreta que se refiera a uno o varios valores, o a uno o varios emisores de valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera sustancial sobre las condiciones o precio de colocación o el curso de negociación de tales valores.</b></p> | <p>Artículo 5º<br/> a) Los administradores de entidades emisoras que realizan oferta pública de valores negociables y los integrantes de su órgano de fiscalización, estos últimos en materia de su competencia, <b>acerca de todo hecho o situación que, por su importancia, sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de valores negociables o el curso de su negociación.</b></p> | <p>Artículo 7º. Deber de guardar reserva.<br/> Los directores, administradores, gerentes, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, accionistas controlantes y profesionales intervinientes de cualquier entidad autorizada a la oferta pública de valores negociables o persona que haga una oferta pública de adquisición o canje de valores respecto de una entidad autorizada a la oferta pública y agentes e intermediarios en la oferta pública, incluidos los fiduciarios financieros y los gerentes y depositarios de fondos comunes de inversión y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo o actividad, <b>tenga información acerca de un hecho aún no divulgado públicamente y que, por su importancia, sea apto para afectar la colocación o el curso de la negociación que se realice con valores negociables con oferta pública autorizada o con contratos a término, de futuros y opciones, deberán guardar estricta reserva y abstenerse de negociar hasta tanto dicha información tenga carácter público.</b></p> |

## a) Criterio general

El Decreto 677/01 en su artículo 5 inciso a) impone a los administradores de entidades emisoras que realizan oferta pública de valores negociables y a los integrantes de su órgano de fiscalización, estos últimos en materia de su competencia, informar a la comisión acerca de **todo hecho o situación que, por su importancia, sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de valores negociables o el curso de su negociación.**

Esta disposición es reiterada en el artículo 2° del Capítulo XXI de las Normas de la CNV.<sup>10</sup>

De acuerdo a esta disposición, para determinar si es necesario informar cierto hecho, el sujeto obligado debe realizar una doble prueba: a) examinar si el hecho a informar es importante ("por su importancia") y, b) si eventualmente, puede afectar sustancialmente la colocación de los valores negociables de la emisora o el curso de su negociación. En consecuencia, son consideraciones de orden fáctico que deben evaluarse en el contexto temporal en que ocurren los hechos que pueden dar lugar a un deber de informar. Como bien señala Jelonche<sup>11</sup> ninguna norma puede decir qué hechos son verdaderamente "aptos" para afectar de modo sustancial la colocación o los precios de los valores negociables, porque esa aptitud no es extrínseca determinable *ex ante*, sino contingente, comprobable *ex post*.

Con relación al criterio general del artículo 2 se ha señalado que "... la omisión de informar tales hechos o situaciones es reprochable solamente cuando la noticia trasciende y los precios experimentan esa alteración".<sup>12</sup>

En conclusión, a la hora de aplicar una sanción por el incumplimiento del deber de informar un hecho relevante, se torna difícil sustentarla en este criterio abierto.

<sup>10</sup> ARTÍCULO 2°. Los administradores de entidades emisoras que realicen oferta pública de valores negociables y los integrantes del órgano de fiscalización, éstos últimos en materia de su competencia, deberán informar a la Comisión en forma inmediata -en los términos del artículo 5° inciso a) del Anexo aprobado por Decreto N° 677/01 y conforme lo dispuesto en el Capítulo XXVI- todo hecho o situación que, por su importancia, sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de los valores negociables de la emisora o el curso de su negociación.

<sup>11</sup> Jelonche, Edgar. "Las operaciones con información Privilegiada en los Mercados de Valores". *La Ley*, 2008-B, 882.

<sup>12</sup> Jelonche. Ob. Cit., loc. Cit.

Por otra parte, dicho criterio tampoco resulta útil para que el emisor identifique con certeza qué hechos deben ser efectivamente informados, quedando a su arbitrio juzgar qué es relevante para el mercado, y qué no lo es.

## **b) Supuestos ejemplificativos del artículo 3° del Capítulo XXI de las Normas**

· Sin perjuicio de lo expuesto en el punto precedente, el artículo 3 del mismo Capítulo<sup>13</sup> de las Normas, fija una extensa

<sup>13</sup> Obligación impuesta en el artículo anterior y no releva a las personas mencionadas de la obligación de informar todo otro hecho o situación, aquí no enumerado:

- 1) Cambios en el objeto social, alteraciones de importancia en sus actividades o iniciación de otras nuevas.
- 2) Enajenación de bienes del activo fijo que representen más del QUINCE POR CIENTO (15%) de este rubro según el último balance.
- 3) Renuncias presentadas o remoción de los administradores y miembros del órgano de fiscalización, con expresión de sus causas, y su reemplazo.
- 4) Decisión sobre inversiones extraordinarias y celebración de operaciones financieras o comerciales de magnitud.
- 5) Pérdidas superiores al QUINCE POR CIENTO (15%) del patrimonio neto.
- 6) Manifestación de cualquier causa de disolución con indicación de las medidas que, dado el caso, vayan a proponerse o adoptarse cuando la causa de disolución fuere subsanable.
- 7) Iniciación de tratativas para formalizar un acuerdo preventivo extrajudicial con todos o parte de sus acreedores, solicitud de apertura de concurso preventivo, rechazo, desistimiento, homologación, cumplimiento y nulidad del acuerdo; solicitud de concurso por agrupamiento, homologación de los acuerdos preventivos extrajudiciales, pedido de quiebra por la entidad o por terceros, declaración de quiebra o su rechazo explicitando las causas o conversión en concurso, modo de conclusión: pago, avenimiento, clausura, pedidos de extensión de quiebra y responsabilidades derivadas.
- 8) Hechos de cualquier naturaleza y acontecimientos fortuitos que obstaculicen o puedan obstaculizar seriamente el desenvolvimiento de sus actividades, especificándose sus consecuencias.
- 9) Causas judiciales de cualquier naturaleza, que promuevan o se le promuevan, de importancia económica significativa o de trascendencia para el desenvolvimiento de sus actividades; causas judiciales que contra ella promuevan sus accionistas; y las resoluciones relevantes en el curso de todos esos procesos.
- 10) Celebración y cancelación de contrato(s) de licencia o franquicia, de agrupamientos, de colaboración y uniones transitorias de empresas con reseña de las principales perspectivas razonablemente esperadas.
- 11) Atraso en el cumplimiento de las obligaciones asumidas en los valores representativos de deuda con suficiente identificación de las consecuencias que puedan derivar de tal incumplimiento.
- 12) Gravamen de los bienes con hipotecas o prendas cuando ellas superen en conjunto el DIEZ POR CIENTO (10%) del patrimonio neto.

lista de supuestos ejemplificativos que deben ser informados.

13) Todos los avales y fianzas otorgados, con indicación de las causas determinantes, personas afianzadas y monto de la obligación, cuando superen en conjunto el DIEZ POR CIENTO (10%) del patrimonio neto, así como los otorgados por operaciones no vinculadas directamente a su actividad cuando superen el UNO POR CIENTO (1%) de su patrimonio neto. Las entidades financieras, cuando otorguen avales, fianzas y garantías dentro de su operatoria normal y de acuerdo a su objeto social, sólo deberán informar en la forma establecida en el Capítulo XXIII "Régimen Informativo Periódico".

14) Adquisición o venta de acciones u obligaciones convertibles de otras sociedades, sin perjuicio de lo dispuesto en los artículos 31 y 32 de la Ley N° 19.550 y 8° del presente Capítulo, cuando las sumas excediesen en conjunto el DIEZ POR CIENTO (10%) del patrimonio neto de la inversora o de la sociedad participada.

15) Contratos de cualquier naturaleza que establezcan limitaciones a la distribución de utilidades o a las facultades de los órganos sociales, con presentación de copia de tales contratos.

16) Hechos de cualquier naturaleza que afecten o puedan afectar en forma sustancial la situación económica, financiera o patrimonial de las sociedades controladas y controlantes en el sentido del artículo 33 de la Ley N° 19.550, inclusive la enajenación y gravamen de partes importantes de su activo.

17) Autorización, suspensión, retiro o cancelación de la cotización respecto de la emisora en el país o en el extranjero.

18) Sanciones de importancia económica significativa o de trascendencia para el desenvolvimiento de sus actividades impuestas por sus autoridades de control, aún cuando no se encuentren firmes.

19) Acuerdos de sindicación de acciones.

20) Contratos que reúnan las características de significatividad económica o habitualidad que celebre, directa o indirectamente, con los integrantes de sus órganos de administración, fiscalización y/o gerentes, o con personas jurídicas controladas por estos, con envío de copia de los instrumentos suscritos.

21) Cambios en las tenencias que configuren el o los grupos de control, en los términos del artículo 33, inciso 1° de la Ley N° 19.550, afectando su formación.

22) Decisión de adquirir, en los términos del artículo 220 inciso 2° de la Ley N° 19.550, sus propias acciones, con indicación de:

22.1) Pormenorizada explicación del daño grave que se pretende evitar y de por qué tales adquisiciones se aprecian como medio idóneo para evitarlo.

22.2) Plazo en el que las adquisiciones se llevarán a cabo.

22.3) Rango de precios a los que la sociedad está dispuesta a efectuarlas.

22.4) Cantidad máxima de acciones a adquirir.

23) Fecha, cantidad, precio por acción y monto total de cada adquisición ejecutada en cumplimiento de la decisión referida en 22).

24) Tenencia indirecta de acciones propias como resultado de integrar ellas el patrimonio de un establecimiento adquirido o sociedad incorporada, de conformidad con el artículo 220, inciso 3° de la Ley N° 19.550.

25) Decisión de enajenar las acciones adquiridas en los términos de los incisos 2° y 3° del artículo 220 de la Ley N° 19.550.

26) Fecha, cantidad, precio y monto total de cada enajenación ejecutada en cumplimiento de la decisión referida en 25).



Ellos se consideran *per se* como relevantes, con independencia de su significatividad y de la comprobación de si realmente tienen efectos sobre las cotizaciones de los valores negociables, tal como es requerido por el artículo 5 inciso a) del Decreto y del artículo 2° del Capítulo XXI de las Normas.

Así la Comisión Nacional de Valores ha llegado a señalar que aún cuando una acción judicial no tuviera significatividad económica ni posibilidades de prosperar, debió ser informada por que el referido artículo 3 inciso 9), exige la información de las causas que inicien los accionistas contra la emisora.<sup>14</sup>

Por otro lado, si bien en algunas resoluciones de sumarios, la Comisión Nacional señala como sustento de la resolución la infracción al deber genérico establecido en el artículo 5ª inciso a), normalmente existe una fundamentación adicional en alguno de lo supuestos del artículo 3° del Capítulo XXI de las Normas.<sup>15</sup>

### ***c) Otras disposiciones de las Normas de la CNV que establecen hechos relevantes***

Adicionalmente, las Normas de la CNV en diversas disposiciones establecen supuestos que deben ser informados con las "características" o "con carácter" o "como" hecho relevante.<sup>16</sup>

27) Decisión de contratar los servicios de sociedades calificadoras de riesgo para calificar sus valores negociables.

28) Obtención de calificaciones contemporáneas dispares respecto de idéntico valor negociable, cuando difieran de letra o en más de un grado.

29) Rescisión, unilateral o consensuada, del contrato con una sociedad calificadora de riesgo, explicando los motivos en que se funda.

30) Decisiones adoptadas que establezcan o modifiquen planes, sistemas o modalidades de recompensas y reconocimientos que estructuran la remuneración total de los integrantes del órgano de administración, de fiscalización, comités especiales y empleados, con presentación de copia de tales documentos.

31) Aportes irrevocables a cuenta de futuras suscripciones de acciones, aceptados por reunión del directorio, con independencia de lo previsto en el Capítulo XXXIV APORTES IRREVOCABLES A CUENTA DE FUTURAS EMISIONES Y CAPITALIZACIÓN DE DEUDAS DE LA EMISORA.

A los efectos de este artículo se entiende por patrimonio neto al resultante del último balance presentado.

La Comisión, a pedido de parte, por decisión fundada y por un periodo determinado, podrá suspender el cumplimiento de la obligación de informar al público sobre ciertos hechos y antecedentes que no sean de conocimiento público y cuya divulgación pudiera afectar seriamente el interés social.

<sup>14</sup> Resolución 15.922. "Botbol, José sobre omisión de informar hechos trascendentes", 10 de julio de 2008.

<sup>15</sup> Resolución 16.236 "Capex sobre denuncia", 3 de diciembre de 2009.

<sup>16</sup> Capítulo VI artículo 57; Capítulo XI artículo 21 b); Capítulo XXIII.11.3. 2.; Capítulo XXX artículo 21 l; Capítulo XXXI artículo 79 y artículo 114.

Así por ejemplo, la Resolución N° 559/09 de la CNV<sup>17</sup> dispuso incorporar dentro del Capítulo XXX "Disposiciones Generales", información ambiental que debe ser remitida por las emisoras "como hecho relevante".

Esta información constituye un ejemplo de un supuesto especial de hecho relevante, desvinculado de los establecidos en el artículo 3° del Capítulo XXI de las Normas, pero que debería integrar la lista de supuestos ejemplificativos de dicho artículo.

La citada resolución ha sido criticada por exceder el régimen de acceso a la información ambiental, en tanto desconoce el carácter de relevante y reservado que la información ambiental contemplado por la Ley General del Ambiente N° 25.675 y la Ley del Libre Acceso a la Información Pública Ambiental N° 25.831, ampliando ilegítimamente el espectro de la información pública que debe ser provista a los particulares, y asimismo extiende ilegítimamente el carácter de los sujetos obligados a brindar ambiental a los particulares.

Al respecto, merece recordarse que en reciente fallo se ha señalado que *"... el ejercicio de las atribuciones que la ley confiere al órgano de contralor debe entenderse siempre vinculado*

<sup>17</sup> ARTÍCULO 1°. Incorpórase en el Capítulo XXX –DISPOSICIONES GENERALES– de las NORMAS (N.T. 2001 y modificatorias), bajo el título XXX-11 INFORMACIÓN SOBRE NORMATIVA AMBIENTAL, como Artículo 21, el siguiente texto:

**" XXX. 11 INFORMACIÓN SOBRE NORMATIVA AMBIENTAL**

**ARTÍCULO 21.** Las sociedades incluidas en el régimen de la oferta pública cuyo objeto social contemple actividades que se consideren riesgosas para el ambiente, deberán informar la verificación de acuerdo con lo que se establezca oportunamente por la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES:

I. Como hecho relevante en los términos de los artículos 2° y 3° del Capítulo XXI de lo siguiente:

- a) La realización de auditorías ambientales,
- b) Los programas de adecuación y su cronograma respectivo,
- c) La contratación del seguro ambiental que establece el artículo 22 de la Ley N° 25.675 según los requisitos aprobados por la autoridad de aplicación ambiental, y
- d) Las medidas implementadas por la empresa para la prevención del daño ambiental.

II. En los prospectos de emisión de valores negociables en INFORMACIÓN CLAVE SOBRE LA EMISORA se deberán detallar los siguientes aspectos:

- a) La información indicada en los apartados a) a d) del punto I. precedente, y
- b) Las autorizaciones otorgadas por los organismos de control específico de las jurisdicciones donde desarrollan su actividad."

de un modo estricto a los fines específicos para los cuales ha sido creado".<sup>18</sup>

Es decir que a tenor de este valladar establecido jurisprudencialmente, la CNV no podría legítimamente requerir al emisor cualquier información, sino solo aquella que tenga relación con el objetivo de su creación, fijados en el artículo 6 de la Ley N° 17.811.

### **Algunas experiencias en Derecho Comparado**

Al efectuarse un relevamiento sobre el derecho comparado aplicable a la materia, encontramos que la regulación de lo que ha de entenderse por hecho relevante ha sido compleja también en otros ordenamientos.

En efecto, la mayoría de las regulaciones procuran armonizar de manera flexible los requerimientos del regulador con la seguridad jurídica que necesitan los emisores.

Desde el punto de vista del primero es necesario abarcar todos los acontecimientos y decisiones que se producen en la actividad de los negocios, que sean hechos relevantes y que podrían quedar excluidos en una enumeración taxativa.

Desde la perspectiva de los segundos, se requiere certeza acerca de qué hechos han de ser considerados relevantes a fin de ser informados.

En Estados Unidos de Norteamérica el concepto de hecho relevante "*material fact*" fue acuñado tras una serie de fallos que terminaron por considerar que un hecho omitido es material si existe una posibilidad substancial que un inversor razonable lo hubiera considerado importante para tomar una decisión de inversión.<sup>19</sup> En sentido negativo, de acuerdo con este criterio

<sup>18</sup> "Comisión Nacional de Valores contra Papel Prensa S.A. sobre apelación directa".

<sup>19</sup> In the case of *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, the word "material" was defined by the U.S. Supreme Court, "an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote". En idéntico sentido en el fallo "*LIST v. Fashion Park, Inc.*", (340 F.2d 457; 22 ALR 3d. 783 del 04 de enero de 1965) la Corte Suprema norteamericana ha definido la significatividad (materialidad) como la información que una persona razonable pudiera asignarle importancia determinante para decidir la operación de que se trate.

Por otro lado, de acuerdo con la corriente norteamericana impulsada a partir del fallo "*Kohn v. American Metal Climax Inc.*", la información a

podríamos entender que una información es relevante cuando no es divulgada, esto hubiera inducido en error al inversor.

Este criterio fue recogido por el Artículo 9° de la Ley N° 18.045 de Chile (de Mercado de Valores). *“La inscripción en el Registro de Valores obliga al emisor a divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna toda información esencial respecto de sí mismo, de los valores ofrecidos y de la oferta.*

*Se entiende por información esencial aquella que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión”.*<sup>20</sup>

Otras regulaciones siguen el mismo camino, aunque en algunos casos adicionando el efecto sobre el mercado secundario.<sup>21</sup>

brindarse debe ser “justa”, entendiéndose el formato en que debe realizarse la divulgación, ya que la “doctrina de los hechos escondidos” aplica ante un documento en el que se ha incluido toda la información sustancial pero de tal forma que el mosaico solo puede armarse con gran dificultad y sólo con un conocimiento avanzado de que el cuadro completo requiere de un gran esfuerzo para su ensamblaje (Cox, William Lagevoort. *Securities Regulation-Cases and Materials*, Second Ed. Aspen Law & Business).

<sup>20</sup> Regulado también en el punto B de la Norma de Alcance General N° 30 de la Superintendencia de Valores de Chile. El punto B.3. de dicha Normativa consigna en 18 incisos supuestos ejemplificativos de hechos relevantes.

<sup>21</sup> CEE Artículo 1 *Información privilegiada*

1. A efectos de la aplicación del punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE, se entenderá que la información es de carácter preciso si indica una serie de circunstancias que se dan o pueden darse razonablemente o un hecho que se ha producido o que puede esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir que el posible efecto de esa serie de circunstancias o hecho sobre los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes.

2. A efectos de la aplicación del punto 1 del artículo 1 de la Directiva 2003/6/CE, se entenderá por “información que, si se hiciera pública, tendría un efecto significativo en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos financieros derivados correspondientes”, la información que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión.

Brasil INSTRUÇÃO CVM No 358, DE 3 DE JANEIRO DE 2002

Artículo 2° Considerase relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I- na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II- na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

Así, el artículo 82 de la Ley de Mercado de Valores de España establece que *“Se considerará información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario”*.

Nótese que en la regulación española, la normativa se aparta del criterio de “inversor razonable” para referirse a aquello que un inversor hubiera tomado en cuenta “razonablemente”.<sup>22</sup>

Del análisis expuesto, puede concluirse que el criterio de materialidad sustentado en que la información debió haber sido tomada en cuenta por un inversor razonable (o “inversor común” o “inversor juicioso”), al decidir una inversión o desinversión en valores negociables, brinda una pauta de mayor objetividad que el criterio de importancia de la información y su efecto sobre la negociación o colocación de los valores negociables en cuestión.

La pauta del “inversor común” o “inversor razonable” o “inversor juicioso” fue recogida por el Decreto 677/01 en su artículo 35 segundo párrafo, pero referida exclusivamente a la legitimación para demandar por la omisión de informar hechos relevantes en los prospectos: “Tendrán legitimación para demandar los compradores o adquirentes a cualquier título de los valores con oferta pública ofrecidos mediante el respectivo prospecto, debiendo probar la existencia de un error u omisión de un aspecto esencial en la información relativa a la oferta. A tal fin, se considerará esencial aquella información que un inversor común hubiere apreciado como relevante para decidir la compra o venta de los valores ofrecidos”.

### ***A partir de cuándo debe informarse un hecho relevante***

Independientemente de la materialidad de los hechos a informarse, encontramos necesaria la reformulación de los plazos en los cuales debe tornarse público dicho hecho. La regulación

III- na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

<sup>22</sup> La ejemplificación de supuestos que deben ser informados como hechos relevantes se realizó en la Carta Circular 9/1997, de 7 de julio, sustituida por Carta Circular 14/1998, de 28 de diciembre. Esta última fue posteriormente dejada sin efecto por la propia CNMV.

argentina establece que los hechos relevantes deben ser comunicados al regulador inmediatamente.

La cuestión deviene de particular importancia para los acuerdos que tienen un trato sucesivo, atento que una información transmitida al mercado que luego no se verifica puede ser tan o más perjudicial que la información no revelada.

Por ello, el criterio tradicionalmente utilizado por las emisoras residía en que los acuerdos debían ser informados a partir de que fueran vinculantes.

Sin embargo, en reciente decisión la CNV sostuvo que *“Un negocio que involucraba la adquisición por parte de fondos brasileros de aproximadamente el 70% del capital social de la emisora... configuraba un hecho o situación que, por su importancia era apto para afectar en forma sustancial la colocación de valores negociables o el curso de su negociación, que debió haber sido informado en forma inmediata **tras el inicio** de las negociaciones, generador de responsabilidad por parte de la emisora de los directores y síndicos de la misma.*

*Cuando se obstaculiza el ejercicio del poder de policía del estado al incumplir el deber de informar, se crea una situación de grave riesgo para el público que eligió invertir sus ahorros en valores negociables... a diferencia de lo que sucede en derecho penal, en el derecho administrativo sancionador la regla es la de los “ilícitos de riesgo”<sup>23</sup>.*

Entendemos que este nuevo criterio expuesto por la Comisión a través de una resolución sumarial, al exigir que la negociación debió ser informada “tras el inicio”, aun cuando no tuviera efecto vinculante entre las partes, sin quererlo, puede ser perjudicial para el mercado, ya que no considera el efecto adverso que, de no concretarse, la información hubiera tenido sobre la cotización de los valores negociables.

Por otro lado, señala que atento a que el bien jurídicamente protegido es el mercado las infracciones informativas constituyen ilícitos de riesgo, desvinculándolas de las consecuencias que hubiera efectivamente tenido sobre las cotizaciones.

Para obviar estos inconvenientes, creemos prudente seguir la experiencia española, cuya legislación ha establecido con claridad el momento a partir del cual un hecho relevante ha

<sup>23</sup> Resolución 16.278, 15 de febrero de 2010.

de ser informado<sup>24</sup>, distinguiendo entre: **hechos**, que deben ser informados desde que se producen; **decisiones**, que deben ser comunicadas cuando sean adoptadas; y **acuerdos**, que deben ser informados desde que se hallen firmados.

Por su parte, la legislación chilena determina que los hechos deben ser comunicados al momento que ocurran o lleguen a conocimiento del órgano de administración.<sup>25</sup>

## **Ponencia**

En virtud de las consideraciones expuestas y en orden a lograr una regulación sobre los “hechos relevantes” que armonice los requerimientos del regulador, con la imprescindible certeza que deben tener los emisores para cumplir con su obligación de informar, se propone:

1) Modificar la definición del criterio general, desvinculándola del test de significatividad y relación causal, buscando un criterio de mayor objetividad, tal como la información que hubiera tomado en cuenta un inversor promedio para invertir en los valores negociables.

2) Ordenar con mayor precisión, en el artículo 3° del Capítulo XXI de las Normas de la Comisión Nacional de Valores, la totalidad de los hechos relevantes que deben ser informados *per se*.

3) Definir con precisión a partir de cuándo deben ser informados los hechos relevantes, distinguiendo entre hechos, decisiones y acuerdos.

<sup>24</sup> Artículo 82, inciso 3. *La comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá hacerse simultáneamente a su difusión por cualquier otro medio y tan pronto como sea conocido el hecho, se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contrato con terceros de que se trate.*

<sup>25</sup> Ley N° 18.045, artículo 10 2° párrafo. *“Asimismo, y sin perjuicio de lo dispuesto en el inciso anterior, la entidades comprendidas en él deberán divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna, todo hecho o información esencial respecto de ellas mismas y de sus negocios al momento que él ocurra o llegue a su conocimiento.*