

## **REFLEXIONES ACERCA DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN LA NUEVA LEY DE MERCADO DE VALORES EN URUGUAY**

POR VALERIA MARTINEZ ZUNINO Y  
SELVA SIRI THOVE<sup>1</sup>

### **Sumario**

El espíritu de la presente exposición nos ha llevado a realizar una breve reflexión acerca del impacto jurídico que han tenido los Principios del Buen Gobierno Corporativo en nuestro Derecho Positivo con la sanción de la Ley de Mercado de Valores, Ley 18.627.

Este criterio reformista ha aportado a la referida norma significativas innovaciones en algunos casos, y reafirmado postulados que contenían leyes anteriores, como ser nuestra Ley de Sociedades Comerciales, Ley 16.060.

Recorriendo el articulado referente al Buen Gobierno que contiene la Ley de Mercado de Valores expondremos nuestra opinión sobre estas reglas de conducta que en los últimos años han sido utilizadas por los distintos países de diferentes formas, pero en todos los casos persiguiendo un objetivo en común: alcanzar la ética empresarial.

### **I. Introducción**

Con la presente elaboración pretendemos avocarnos a analizar el impacto que ha ocasionado la sanción de la Ley de Mercado de Valores en Uruguay (Ley 18.627), a la luz de las prácticas del Buen Gobierno Corporativo en nuestro ordenamiento

<sup>1</sup> Integrantes del Grupo de Investigación de Derecho Societario (GDS) de la Universidad de Montevideo. Montevideo Uruguay.

jurídico, sin dejar de tener en cuenta la injerencia que ya tenía al respecto la Ley de Sociedades Comerciales.

Como es sabido, el derecho positivo en muchos casos se ha separado de la trama social, y es dentro de ésta donde debemos estar atentos a la actuación de las sociedades comerciales. Con el fin de alcanzar ésta meta es que los Estados han adoptado a lo largo de los años distintos métodos con respecto al desempeño de las sociedades y el cumplimiento de las prácticas del buen gobierno corporativo, es así que algunos ordenamientos prefirieron la autorregulación mientras que otros optaron por incluir estas prácticas de buen gobierno al derecho positivo. De este modo surgieron de la mano de la autorregulación el Informe Cadbury en el Reino Unido, Viennot en Francia, Olivencia en España, el Código de Mejores Prácticas de México, los cuales no son de carácter vinculante.

La contracara para regular estos mercados de capitales a través de los principios del buen gobierno corporativo ha sido la incorporación de normas con este contenido de cumplimiento imperativo, y aquí citamos la experiencia en nuestro ordenamiento jurídico, que ha dado como resultado de la sanción de la Ley de Mercado de Valores que incorpora principios del buen gobierno corporativo. En nuestra opinión consideramos acertada esta tutela del Estado, pues resulta ser un compromiso expreso de cumplimiento de reglas de conducta que deben respetar las sociedades cotizantes. Todo lo cual redundará en un mayor fortalecimiento del sistema de garantías tanto para los socios de la sociedad como para los integrantes del órgano de administración, y en general para el resto de los operadores, como son los empleados, clientes, proveedores, autoridades y la comunidad en general.

## ***II. Elementos y valores fundamentales en los que se basa el buen gobierno corporativo***

En primer lugar, se encuentra el **derecho a la Información**, ampliamente consagrado en los Códigos antes referidos. Ésta debe ser de carácter eficiente y veraz, además de tener en cuenta el “tiempo útil” con respecto al deber de informar y su correlativo derecho a estar informado, todo lo cual se infiere del “*status socii*”. Este derecho trae de la mano a tres valores, también fundamentales como lo son la **Transparencia, la Claridad y la Franqueza**.

La Transparencia es el corolario al derecho a la Información. Debe existir transparencia en la información financiera y esta información, a la vez, debe ser Clara, precisa, entendible para los usuarios de estas informaciones. Todo esto hace también a la Franqueza, la sinceridad como base de la confianza.

En segundo término y teniendo en cuenta la colusión existente entre el poder (órganos de dirección y administración) y la propiedad (socios), destacamos como elemento fundamental el **valor Confianza**, pilar fundamental para el correcto cumplimiento de los principios del buen gobierno corporativo y para el funcionamiento mismo de cualquier empresa. Las empresas cotizables necesitan de la confianza de la sociedad para poder permanecer en el mercado. Debe haber diseño, integración y buen funcionamiento de los distintos órganos de la sociedad, se trata de construir confianza. Y para hablar de Confianza, también debemos referirnos a los valores **Integridad y Responsabilidad**. La integridad de la información financiera ha de entenderse como sincera y completa, y también responsable.

En tercer y último lugar encontramos el elemento **cooperación**, el cual resulta de aplicar correctamente los elementos antes mencionados. Ayuda además a una mayor cooperación el buen diálogo, la exposición y discusión de los informes de las sociedades ante sus accionistas o inversores.

Encontramos que los elementos y valores enunciados están íntimamente relacionados entre sí y son todos necesarios para lograr un buen gobierno de las sociedades, tanto así que fueron recogidos por el Informe Cadbury en Inglaterra.

### **III. Principios del buen gobierno corporativo y la Ley de Mercado de Valores N° 18.627**

Tal como lo adelantáramos, un gran aporte en nuestro ordenamiento jurídico ha sido introducir en el derecho positivo las prácticas de buen gobierno. Más allá de este gran acierto, no debemos olvidar que los principios y conceptos referidos a la actuación de los directores y administradores que en esta referida ley se han visto reafirmados y ampliados, también los encontramos presentes en la Ley de Sociedades Comerciales N° 16.060.

Las normas sobre Gobierno Corporativo en la Ley de Mercado de Valores están contenidas en el Título VI de la misma, artículos 80 a 86.

## Gobierno Corporativo

El artículo 80 comienza estableciendo la obligación de las bolsas de valores, otras instituciones privadas que negocien valores de oferta pública y de los emisores de dichos valores, de adoptar las prácticas de gobierno corporativo establecidas en la ley y su reglamentación, de forma tal que se aseguren procesos adecuados de supervisión y control de la gestión en su dirección y el trato justo de los accionistas, en su caso. Se establecen además pautas para la reglamentación en cuanto a los emisores de valores, dejando asentada su obligación de divulgar en forma completa, puntual y exacta los resultados financieros y demás información relevante para los inversores, así como también de adoptar las normas de contabilidad y auditoría conforme a los estándares internacionales.

En cuanto a la Superintendencia de Servicios Financieros se establece no ya una obligación sino que la ley dice que “podrá” adoptar normas para requerir la incorporación de compromisos de práctica de gobierno corporativo por parte de los emisores en sus prospectos y calificar además dichas prácticas.

Se ven ya reflejados en este primer artículo los elementos enunciados anteriormente en los cuales se basa el buen gobierno corporativo, esto es, la información que deben brindar los operadores de valores de oferta pública en cuanto a su gestión, asentando la “obligación de divulgar” los resultados de su actuación, lo que traerá aparejada de forma directa el otro elemento enunciado: la confianza de los inversores. Podemos también individualizar la cooperación como elemento importante, ya que habrá una Superintendencia de los Servicios Financieros que supervisará a los emisores de valores en su adopción de prácticas de buen gobierno calificándolas, además. Como corolario de estos elementos se puede advertir la gran transparencia y claridad que se busca obtener en el funcionamiento del Mercado de Valores.

### *Estructura del Directorio, Comité de Auditoría y de Vigilancia*

En cuanto a la estructura del Directorio, Comité de Auditoría y de Vigilancia creados por esta ley, establece el artículo 81 que las bolsas de valores, otras instituciones que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y los emisores de valores de oferta pública con patrimonio mayor al que

determine la Superintendencia de Servicios Financieros a tales efectos, deberán adecuar el funcionamiento de su directiva a lo que establezca la reglamentación.

Otro mecanismo de control para las sociedades con acciones que cotizan en bolsa con un patrimonio superior al necesario para su actuación. Se supervisará el control necesario sobre el funcionamiento de la sociedad. Es de suponer que con el fin de perseguir mayor transparencia y eficiencia en su funcionamiento, adaptándose a tales efectos a lo que establezca la reglamentación de esta ley.

### *Obligación de lealtad de directores*

Seguidamente, el **artículo 82** destaca la obligación de lealtad de los directores de entidades que realicen oferta pública de valores, haciendo prevalecer el interés social por encima de cualquier otro interés personal o de un tercero, incluso del accionista controlante, no pudiendo procurar ningún beneficio personal a cargo de la sociedad a excepción de su retribución como director, todo lo cual, sin perjuicio de lo establecido al respecto en el artículo 83 de la Ley 16.060. Se establecen prohibiciones a los directores en forma taxativa, y se deja librado a la reglamentación la extensión de alguna o todas las disposiciones enumeradas en este artículo y en el siguiente a los accionistas controlantes de la entidad que realice oferta pública de valores.

Tales prohibiciones refieren a la presentación a accionistas o público en general de informaciones falsas u ocultación de información que estén obligados a divulgar conforme a la ley o la reglamentación, tomar en préstamo dinero o bienes de la sociedad o usar en provecho propio o de personas relacionadas, los bienes, servicios o créditos de la sociedad. También se prohíbe usar en beneficio propio o de personas relacionadas las oportunidades comerciales de que tuvieren conocimiento en razón de su cargo perjudicando así a la sociedad así como usar de su cargo para obtener ventajas indebidas para sí o para personas relacionadas en perjuicio de la sociedad y también impedir u obstaculizar las investigaciones destinadas a establecer su propia responsabilidad o la de empleados de la sociedad. Se equipara además la responsabilidad de los directores a los efectos de esta ley a la de las personas físicas o jurídicas beneficiarias reales de parte del patrimonio social bajo cuya dirección o instrucciones suelen actuar los directores de una sociedad.

Para el análisis del principio de lealtad establecido en este artículo, habremos primero de referirnos al concepto del “buen hombre de negocios”, concepto jurídico indeterminado que se apreciará y valorará según el caso concreto. El mismo se encuentra previsto en el artículo 83 de la Ley 16.060, y como tal puede recordarnos al concepto “del buen padre de familia”, sin embargo es más severo, pues para el espíritu de nuestra Ley de Sociedades no es suficiente el modelo de un buen hombre común, sino que se exige del administrador una especial aptitud profesional. De este estándar se exigirá la diligencia según la clase de negocios que se le encarguen a dicho administrador.

Nuestro primer interrogante refiere a este estándar de conducta, y es la siguiente: ¿qué sucedía antes de la sanción de la Ley 18.627 con respecto al deber de diligencia de un buen hombre de negocios? Observamos que si tenemos en cuenta las especiales características que posee una sociedad que negocia sus valores en la Bolsa, este deber de diligencia que se exige al buen hombre de negocios ya estaba contenida en la Ley de Sociedades Comerciales. La diligencia requerida a los Directores de entidades de intermediación financiera no es mayor ni menor que la exigida a los Directores de las restantes sociedades anónimas. Deberá adecuarse a las especialidades propias de la actividad bancaria de la sociedad.

El artículo 391 de la Ley 16.060 dispone que los directores de sociedades anónimas responderán del mal desempeño de su cargo, remitiéndose a los efectos de la definición de este concepto a la norma del artículo 83. Éste, por su parte, impone a los administradores de sociedades, en general, el deber de actuar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios. Este deber establece un estándar de conducta ideal, al cual deberá ajustarse, en cada momento, la actuación del director de una sociedad anónima. El apartamiento de este estándar de conducta implica una violación a los deberes propios del cargo y se transforma en un comportamiento antijurídico.<sup>2</sup>

Una referencia aparte nos merece los conceptos de lealtad de los administradores y directores de una sociedad, y no conformarnos con el principio general el cual solo nos habla del actuar de buena fe. Tradicionalmente el régimen de responsabilidad

<sup>2</sup> Olivera García, Ricardo. “Responsabilidad de los Directores de las Entidades de Intermediación Financiera”. *Anuario de Derecho Comercial*, Tomo 11, 2006, ps. 28 y 29.

de los administradores y directores ha sido unitario y basado en la negligencia de su actuación. La Ley 18.627 introduce el concepto de lealtad con respecto a la actuación de los mismos, abriendo las puertas a la diversificación de la responsabilidad en función de la distinta naturaleza de los deberes.<sup>3</sup>

Estos dos conceptos no son coincidentes (lealtad y diligencia), y por lo tanto no deben tener igual tratamiento. El primero se refiere al deber de actuar como “un representante leal”, y el segundo el deber de actuar como “un ordenado empresario”.<sup>4</sup>

Cuando se infringen las normas de lealtad se debe sancionar con mayor severidad, pues hay un conflicto de intereses entre la sociedad y el director o administrador. En el artículo 387 de la Ley de Sociedades Comerciales se encuentra prevista la oposición de intereses, pero es ésta nueva norma quien define a texto expreso las conductas que son violaciones al deber de lealtad. En tales supuestos se eleva el grado de responsabilidad de estos actores, pues en muchos casos existirá un daño causado a la sociedad el cual tiene como contrapartida la obligación de ser reparado.

Más cercana a la confluencia de intereses entre socios y administradores se encuentra la responsabilidad por negligencia, lo cual lleva a un tratamiento más benigno de la misma. En estos supuestos se recomienda mayor tolerancia en los estándares de comportamiento, existiendo la posibilidad de que el mercado lo regule. Pues un comportamiento diligente se configura cuando un administrador o director aportan sus máximos esfuerzos y cuidados en la gestión y control de la empresa a fin de obtener un mayor valor en la unidad productiva.

### *Contratación de directores con la sociedad*

En el **artículo 83** de la ley se trata de un tema ya conocido también a nivel de la Ley de Sociedades Comerciales, esto es, la Contratación de los directores con la sociedad (artículo 388 Ley 16.060). Se les prohíbe a los administradores y directores de entidades que realicen oferta pública de valores, celebrar contratos

<sup>3</sup> Paz Ares, Cándido. “La responsabilidad de los administradores como instrumento del gobierno corporativo”. *InDret* 4/2003, p. 4, Barcelona, octubre de 2003 [en línea] Disponible en: [www.indret.com](http://www.indret.com).

<sup>4</sup> Paz Ares, Cándido. *op. cit.*, p. 5.

con la sociedad que se relacionen con la actividad propia del giro si los mismos no son aprobados previamente por el directorio, quien deberá solicitar a dichos efectos la opinión del comité de auditoría y vigilancia, la que será, según establece este artículo, de existencia preceptiva en toda entidad que realice oferta pública de valores. En el caso de que el director que pretenda celebrar contrato con la sociedad en tales circunstancias fuera miembro del comité de auditoría y vigilancia, deberá abstenerse de dar opinión en casos que lo involucren. Por último se establece que cuando los contratos no se relacionan con la actividad propia del giro, los mismos deberán ser aprobados en forma previa por la asamblea de accionistas o bien ser consentidos por un porcentaje igual o superior al 60% del capital social de la sociedad.

En este artículo se definen claramente las conductas que dan lugar a responsabilidad de los directores, lo que facilita su juzgamiento a la hora de averiguar si faltó o no a su deber de lealtad para con la sociedad. Son todas situaciones en las cuales el director, por denotar tal calidad, podría beneficiarse de su posición y obtener así un rédito personal. En este caso nos planteamos la posibilidad de que el aprovechamiento de oportunidades del cual nos habla el artículo 82 número 3 de la ley tenga como consecuencia el supuesto de contratación de los directores con la sociedad. Pues el "*corporate opportunity*" tiene como objeto tipificar aquella conducta del director o administrador de carácter desleal, "la cual puede ser cualquier oportunidad de negocios de la cual el director toma conocimiento:

- a) En el ejercicio de sus funciones, o en circunstancias que deben razonablemente hacer presumir al director que la persona que ofreció dicha oportunidad esperaba que le fuera ofrecida a la sociedad;
- b) A través del uso de información de la sociedad, si el director debía razonablemente presumir que la oportunidad es de interés para la sociedad; o
- c) Cualquier oportunidad de negocios de la cual el director toma conocimiento y sabe que está directamente relacionada con la actividad de la sociedad o a una actividad que la sociedad pretende desarrollar".<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Barbarosch, Guido y Lesch, M<sup>a</sup> Fernanda. "La Doctrina de *Corporate Opportunity*". IX Congreso Argentino de Derecho Societario. V Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa. San Miguel de Tucumán, 22 al 25 de septiembre de 2004, p. 87.



Una forma de persuadir a estos directores en su intento de aprovechar para sí los beneficios que pueda darle su posición era establecer sanciones a texto expreso, como lo ha hecho el derecho anglosajón y como lo ha hecho la Ley 18.627 en su Título IX, el cual establece todo un régimen sancionatorio que va desde la simple observación hasta la suspensión o cancelación de actividades.

### *Retribución de Directores*

El artículo siguiente versa sobre la retribución de los directores, estableciendo que en todos los casos la misma deberá contar con el consentimiento del 60% o más del capital social de la sociedad representado en la asamblea de accionistas. Se soslayan aquí los valores de transparencia y claridad antes referidos.

La retribución de los directores no es un tema menor. Dada la enorme responsabilidad que estos detentan en su obligación de actuar con lealtad y diligencia, percibir una retribución acorde a su función puede llegar a ser un incentivo importante a la hora de evitar la violación de estos deberes. La única forma de hacer cumplir la norma no debería ser la sanción, a veces es mejor un estímulo que una pena.

### *Obligación de información de la participación en el capital*

Siguiendo con el articulado, el **artículo 85** versa sobre la obligación de información de la participación en el capital. En caso de que los directores de entidades que realicen oferta pública de valores tengan participaciones de capital en la sociedad, deberán informarlo a la Superintendencia de Servicios Financieros y a las bolsas de valores donde coticen sus valores. Se establece igual obligación hacia las personas físicas o jurídicas que directamente o por intermedio de otros sujetos de derecho, sean titulares de más del 10% del capital con derecho a voto. Y en cuanto a las entidades que realicen oferta pública, se establece la obligación de informar a dicha Superintendencia y a las bolsas de valores donde coticen sus valores, el porcentaje de capital que los directores y demás personas comprendidas en lo previsto en este artículo mantienen en la sociedad.

Vemos en este artículo el deber de información aparejando la máxima transparencia, franqueza y claridad, esta vez, en cuanto

a la participación en el capital de las personas antes mencionadas. En cuanto al deber de información en forma genérica, el mismo está expresamente regulado en el artículo 5 de la ley, estableciendo la obligación de divulgar en forma veraz, suficiente y oportuna, toda información esencial respecto de sí mismos, de los valores ofrecidos y de la oferta. La finalidad de la norma es que los potenciales inversores dispongan de los elementos adecuados a los efectos de su decisión. La excepción a este deber fue recogida en el artículo siguiente, pero solo para el caso de que la información sea reservada o confidencial y que de hacerse pública influya sobre la cotización de los valores.

### *Información complementaria de memoria*

Por último, en el **artículo 86** de la ley, queda establecida la obligación de una información complementaria de memoria. Así, la memoria anual de las entidades que realicen oferta pública de valores deberá contener, además de la información que surge del artículo 92 de la Ley 16.060, la información relativa a la adopción de prácticas de gobierno corporativo, los mecanismos de retribución de los directores y toda información relevante que pueda afectar la transparencia de la emisión conforme a lo que establezca la reglamentación.

Este último artículo del capítulo de Gobierno Corporativo de la Ley de Mercado de Valores obliga entonces a las entidades que realicen oferta pública de valores a llevar una memoria anual cuyo contenido excede el requerido por la Ley de Sociedades Comerciales en cuanto debe incluir, en otras palabras, la adopción de todas las medidas antes enumeradas en el presente capítulo. Se ven reforzadas todas las pautas y obligaciones dadas en esta ley en cuanto a prácticas de buen gobierno corporativo, al exigir además que todo ello sea plasmado en la memoria anual de la entidad. Otra vez la transparencia y la información como pilares fundamentales perseguidos con dichas prácticas.

Ha de destacarse que el Poder Ejecutivo aún no ha reglamentado esta ley.

## **IV. Conclusión**

Indubitablemente la economía de un país depende de la fuerza y eficiencia de sus empresas y esto último, depende a su

vez, de la ética empresarial que adopten en su funcionamiento. Para hablar de ética empresarial, tenemòs que referirnos a los valores que contribuyen al Buen Gobierno, valores conocidos y reconocidos por la sociedad como pilares fundamentales que deberían regir la vida de la sociedad en general. Estamos hablando de la Integridad, la Responsabilidad, la Transparencia, la Claridad, la Confianza y la Franqueza.

Uruguay no cuenta con un Còdigo o Informe de Buen Gobierno Corporativo, sin embargo está abierto a las inversiones y la Ley de Mercado de Valores ha introducido expresa o tácitamente los valores enunciados, además da la regulación misma en su Capítulo de Gobierno Corporativo.

El Buen Gobierno Corporativo tiene como objetivo fortalecer la confianza, suministrando instrumentos de salvaguarda y supervisión aptos para alinear los intereses de los distintos operadores del mercado. A través de la Transparencia se creará la confianza del inversor, brindándoles información clara, eficaz, íntegra, determinante a la hora de decidir sobre su inversión.

En nuestro ordenamiento jurídico había necesidad de un impulso normativo al respecto que viniera a reforzar los lineamientos generales contenidos ya en la Ley de Sociedades Comerciales en cuanto a la ética empresarial. En suma, con estas normas de Buen Gobierno que forman parte de una cultura de valores y de ética empresarial existirán mejores sociedades y mejores empresarios.

## V. Bibliografía

Olivera García, Ricardo. "Responsabilidad de los Directores de las Entidades de Intermediación Financiera". *Anuario de Derecho Comercial*, Tomo 11, 2006.

Paz Ares, Cándido. "La responsabilidad de los administradores como instrumento del gobierno corporativo". *InDret* 4/2003, p. 4, Barcelona, octubre de 2003 [en línea] Disponible en: [www.indret.com](http://www.indret.com).

Barbarosch, Guido y Lesch, M<sup>a</sup> Fernanda. "La Doctrina de Corporate Opportunity". *IX Congreso Argentino de Derecho Societario. V Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa*. San Miguel de Tucumán, 22 al 25 de setiembre de 2004, p. 87.