

PRINCIPIOS RECTORES DEL MERCADO DE CAPITALES (LO ELEMENTAL PARA SU EFICIENCIA)

Alberto Antonio Romano

Conclusiones.

1) La información sobre el pasado, el presente y el futuro de las compañías es vital para el buen funcionamiento del mercado de valores.

La temática debe enfocarse partiendo del deber de información de las compañías y no del derecho de los inversores a estar informados.

2) Lo importante no es el caudal de información, sino la calidad o tipo de información la publicidad e inmediatez en que la misma se brinda al mercado en general.

3) Teniendo en cuenta “el principio de eficiencia” y “el principio de necesaria protección de los inversores” debe actuar el organismo de control, sancionarse nuevas normas en la materia, interpretarse las normas dictadas (vgr. Resolución 290 de la Comisión Nacional de Valores) y aplicarse las sanciones vigentes (artículo 10 de la ley 17.811). Atento la existencia de normas dispersas sobre el tema, partiendo de tales principios, sería conveniente la sanción de una ley regulando el mercado de valores.

4) La presentación extemporánea de información hace a la esfera de responsabilidad, no sólo de los miembros del órgano de administración, sino también de fiscalización de la compañía (arg. artículo 294, particularmente incisos 1) 3, y 9 de la ley de sociedades), pues se trata de un hecho inherente a los deberes esenciales del cargo que ocupan quienes lo integran.

5) Deben sancionarse normas penales específicas que comprendan ilícitos vinculados al uso de información privilegiada.

Fundamentos.

I- Introducción.

Es innegable las ventajas del autofinanciamiento en las compañías. Para tornar esto factible es menester respetar los principios directrices que tienden a optimizar el funcionamiento del mercado de valores.

En las sociedades que cotizan en bolsa convergen una pluralidad de intereses que requieren de información pública y concreta, que va más allá de la relación socios sociedad y tiene que ver con el interés del público inversor en general.

Un moderno mercado de capitales exige la publicación de una profunda información sobre la marcha de la compañía y el actuar de buena fe (principio general del derecho) de parte de quienes operan e intermedian en el mismo, de los asesores, empleados, administradores y demás funcionarios societarios de las compañías. Todo ello teniendo en miras al público inversor, procurando a través de su tutela (inspirada en la mayor transparencia posible) la eficiencia del mercado.

Podría decirse que se observa como pauta directriz en el derecho comparado,

exigir una amplia publicidad de hechos relevantes en la vida de una compañía, tendencia que es tomada del derecho anglosajón (securities law)¹. Lo trascendente no es el volumen de información, sino que hay que tener en cuenta el tipo de información que se suministra, la publicidad e inmediatez con que se la transmite.

II. Los principios directrices en materia de mercado de valores.

En el mercado de valores nos encontramos con dos principios claves que debemos tener muy en cuenta: “el principio de eficiencia” y “el principio de necesaria protección de los inversores”².

A la luz de tales pautas debe actuar el organismo de control, sancionarse nuevas normas, interpretarse las disposiciones dictadas en la materia (vgr. Resolución 290 de la Comisión Nacional de Valores) y aplicarse las sanciones vigentes (artículo 10 de la ley 17.811).

II. 1) El principio de eficiencia.

Esencialmente, el mercado será eficiente en tanto y en cuanto exista la más amplia información o transparencia informativa (“full disclosure”).

Al mercado debe volcarse no solo la información que refiere al pasado y al presente sino también la que genera las expectativas futuras de la empresa. El mercado se vivifica con la información y su eficiencia va a depender de que esa información se visualice en el mercado.

Las compañías tienen la obligación de informar a los accionistas y al público en general todo aquello que pueda afectar su rentabilidad y situación patrimonial. Lo importante no es el caudal de información, sino la calidad o tipo de información y la inmediatez en que la misma se brinda al mercado en general.

Por supuesto que la información sobre la empresa, cualitativamente, debe tener claridad y ser veraz. La información será clara cuando sea inteligible, fácil de comprender³ y, veraz, cuando sea verdadera⁴. Estas son cualidades que desde siempre se han exigido de los balances⁵.

¹ Conf. URÍA, Rodrigo, MENENDEZ, Aurelio y OLIVENCIA. Manual “Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles” Tomo IV, volumen Iro. “Las acciones”, Civitas, Madrid 1994, pág. 172; DAVIES, Paul L. “Gower’s Principles of Modern Company Law, sixth edition, Sweet / Maxwell, London 1997, pág. 483 y sigs.

² Conf. Gomez Iniesta, Diego José. Pág. “La utilización abusiva de información privilegiada en el mercado de valores” Mc Graw Hill, Madrid 1997, 23 y sigs.; DAVIES, Paul L. Op. cit., pág. 443 y sigs.; Rossi, Guido “I mercati dell’investimento fra diritto ed economia, en Informazione e pubblicità nell’offerta al pubblico di valori mobiliari”, Giuffrè, 1991.

³ Conf. Diccionario de la Lengua Española -Real Academia Española- Tomo I, pág. 486, en su novena acepción.

⁴ Idem, Tomo II, pág. 2076. II.

⁵ La IV Directiva de la Comunidad Económica Europea en materia de Sociedades que refiere a refiere a Balances, reclama la concurrencia en éstos de las dos notas distintivas ya señaladas. El artículo 2, apartado 3 de la Directiva dice: “Las cuentas anuales deberán ofrecer una imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera, así como de los resultados de la Sociedad”. Se ha dicho que esto no es otra cosa que reproducir la fórmula inglesa “true and fair view”, que ha servido de fuente a la directiva (José María Gondra Romero “Significado y función del principio de imagen fiel (True and fair view) en el sistema del nuevo Derecho de

La Comisión Nacional de Valores cuenta con los resortes legales a fin de lograr que llegue al mercado la información periódica y ocasional de las compañías y que pueden incidir en el mercado. La primera, referida a los balances trimestrales, estados contables y documentación complementaria, que deben ser acompañados a la Comisión Nacional de Valores para su control⁶. La segunda refiere a todos aquellos sucesos que puestos en conocimiento del público inversor podrían afectar el valor de cotización de los títulos.

La presentación extemporánea de información hace a la esfera de responsabilidad de los miembros no sólo del órgano de administración, sino también del de fiscalización de la compañía (arg. artículo 294, particularmente incisos 1) 3, y 9 de la ley de sociedades), pues se trata de un hecho inherente a los deberes esenciales del cargo que ocupan quienes los integran. La sindicatura, como órgano de fiscalización interno, tiene la obligación legal de adoptar todas las medidas a su alcance tendiente a evitar el actuar ilegal de los administradores, sólo de esta manera, acreditando dicho comportamiento, se eximirá de responsabilidad⁷.

Con respecto a los estados contables resaltamos la necesidad que los mismos expresen una imagen fiel de la compañía, que los ingleses denominan “true and fair view”. En realidad, con ello no intentamos otra cosa que alcanzar la mayor transparencia informativa.

El principio “true and fair view” en el derecho inglés, se manifiesta como un principio general que se ubica sobre los principios contables generalmente aceptados como sobre los standards de información dispuestos por la ley. Si mediante la aplicación de las normas contables, no se observa la realidad económica-financiera de la empresa, esas normas no tiene sentido se apliquen en aras del true and fair view. Se trata de una preocupación por reflejar la realidad, que no se visualiza mediante la mera aplicación de las normas legales vigentes. Creemos que no deben despreciarse las bondades de dicho principio.

En el marco de la Unión Europea se dice que dicho principio está inserto en la IV Directiva Comunitaria sobre balances, sin perjuicio que ha costado que el mismo sea receptado por los países con un sistema continental europeo⁸.

Balances” en Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea, Estudios en Homenaje a Girón Tena, Madrid 1991, pág. 575).

El apartado 4 del artículo 2 de la directiva dice: “Cuando la aplicación de la presente Directiva no sea suficiente para ofrecer la imagen fiel mencionada en el apartado 3, deberán facilitarse informaciones complementarias”.

Mientras el apartado 5 del artículo 2 dice: “Cuando, en casos excepcionales, la aplicación de una disposición de la presente Directiva resultare contraria a la obligación prevista en el apartado 3, no se aplicará la disposición de que se trate con el fin de ofrecer una imagen fiel con arreglo al apartado 3. Tal supuesto de inaplicación deberá mencionarse en la Memoria y será debidamente motivado, con indicación de su influencia sobre el patrimonio, la situación financiera y los resultados. Los Estados miembros podrán precisar los casos excepcionales y establecer el régimen de inaplicación correspondiente”.

⁶ Sobre el particular, pueden verse fallos de la CNCom, Sala A “Minetti y Cía SA s. Incumplimiento presentación del balance ante la CNV” Sala A del 16-06-96, en ERREPAR, ejemplar de Enero de 1997, pág. 646 y sigs.; Sala E “Banco Medefin SA s. Retardo en la presentación de información contable” del 23-04-96, en El Derecho Ejemplar del 05 de diciembre de 1996, pág. 12 y sigs.

⁷ Confr. NISSEN, Ricardo A. “Ley de Sociedades Comerciales”, Tomo 5, pág. 94 y sigs., quien afirma: “...Constituye, pues, un evidente error ampararse en el control formal o de supervisión extrínseca que la ley ha otorgado a la sindicatura para eximir a los síndicos de su responsabilidad por los actos del directorio.” (Op. cit., pág. 95).

⁸ Esta interpretación ha sido puesta en tela de juicio, fundamentalmente, por la doctrina alemana e italiana, apegadas a un sistema más rígido (continental europeo) que se expresa en la aplicación de la norma. No

¿De qué manera se manifestaría este principio de imagen fiel en la Unión europea? Se trata de un principio rector que emerge ante cierta discrecionalidad para fijar valores, como así también para llenar las lagunas y darle contenido a normas y principios generales⁹.

En este contexto, desde la perspectiva de nuestro sistema contable, pareciera conveniente no dejar de tener en cuenta las pautas dictadas por el International Accounting Standards Committee, organismo internacional creado en el año 1973 para armonizar las normas internacionales de contabilidad¹⁰.

II. 2) El principio de protección del inversor.

Se trata del complejo normativo que tiende a tutelar al inversor en procura de la eficiencia del mercado.

Según los estudiosos del sistema financiero, liquidez, rentabilidad y seguridad son las notas económicas-financieras que el inversor debe analizar al realizar la operación. Partiendo de esto, se considera que un sistema normativo que pretenda proteger a los inversores en el mercado de valores debe estructurarse procurando alcanzar liquidez, rentabilidad y seguridad¹¹. No obstante, estos objetivos a veces aparecen confrontando entre ellos, es que un mayor rendimiento va acompañado de un mayor riesgo económico o de una liquidez a largo plazo. Por ello, las normas sobre mercado de valores deben tender a proteger al inversor procurando un razonable equilibrio de los tres objetivos enunciados¹².

Debe tenerse en cuenta que tenemos distintos tipos de inversores: el institucional, el profesional, el inversor particular. Las normas en la materia deben dictarse teniendo en cuenta ello. En un sentido general, puede afirmarse que esta tutela debe ir de mayor a menor según se trate de un inversor particular o un inversor profesional o institucional¹³. Indudablemente, el inversor particular, mirado como consumidor, tiene menor posibilidad no solo de acceder a la información sino de interpretar la misma.

conciben la aplicación del principio general de «imagen fiel» que surge de la Directiva en tales términos; es que parten de que no tiene sentido plantear una supuesta contradicción entre las normas contables y dicho principio, pues aquéllas están inspiradas en éste (GONDRA ROMERO, José María Op. cit., pág. 576).

⁹ Idem, pág. 556; GARRETA SUCH, José M. “Introducción al derecho contable”, Marcial Pons, Madrid 1994, pág. 218 y sig.

¹⁰ Verón señala que las normas internacionales de contabilidad dictadas por dicho organismo no han tenido mayor influencia en la generación de las normas nacionales, remarcando la necesidad que nuestros organismos profesionales tengan una participación más activa en organismos mundiales como la Federación Internacional de Contadores y el International Accounting Standards Committee (VERON, Alberto Víctor “Los Balances” Tratado sobre los Estados Contables, Tomo I, Errepar, Buenos Aires 1998, pág.160 y sig..

¹¹ ALFONSO ESPINOSA, Francisco José “Intereses del inversor y derecho del mercado de valores” en Revista de Derecho Mercantil Nro. 208, Abril-Junio 1993, pág. 418 y sigs.

¹² Conf. CACHON BLANCO, José Enrique “El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios: Aspectos teóricos y prácticos” en Revista de Derecho Bancario y Bursatil, julio-Septiembre de 1994, Nro. 55, pág. 639, especialmente nota 8.

¹³ Confr. MATTA Y TREJO, Guillermo E. “Reflexiones en torno del derecho de información en la sociedad anónima moderna” en Derecho Empresario Actual, Homenaje al Dr. Raymundo L. Fernandez, Depalma, pág. 689. VALENZUELA GARACH, Fernando “La información en la sociedad anónima y el mercado de

La información es el instrumento a través del cual se protege al inversor, en procura que el precio de las acciones que cotizan en bolsa sea representativo de las ofertas y demandas del mercado. Por supuesto que no pueden evitarse los riesgos propios de una operación bursátil, esencialmente determinado por la marcha de la empresa.

Los intereses de los inversores en su conjunto se ven tutelados mediante la garantía de igualdad informativa, de igualdad de trato¹⁴, tanto en cuanto al caudal de información, como el acceso a ella¹⁵ y la oportunidad en que se les brinda. De ahí la legalidad de la aplicación de sanciones por presentación extemporánea de la misma¹⁶, que sirven para indicarle a los operadores el comportamiento que deben tener en el mercado, todo esto en pos de su eficiencia.

Deben aplicarse rigurosamente las sanciones previstas en la ley, a fin de impedir toda actividad abusiva a través del uso de información privilegiada¹⁷. Esto sin perjuicio de la responsabilidad civil por los daños derivados de dicha actitud ilegal (*alterm non laedere*). Particularmente, respecto los directores, síndicos, y consejeros pesa un deber de lealtad, que se extiende respecto la sociedad y los socios, y que responden en estos casos conforme lo dispuesto por los artículos 59, 274, 280 párrafo 2, 298 y concordantes de la ley de sociedades¹⁸.

Es necesaria la sanción de normas represivas de ilícitos vinculados al insider trading. En Estados Unidos, si bien distintas conductas en los negocios han sufrido persecución legal y desprecio público, ninguna ha sufrido tantas objeciones morales como el insider trading¹⁹. En este orden de ideas señalamos que la directiva comunitaria europea del 18 de noviembre de 1989 sobre operaciones con información privilegiada, destaca que el buen funcionamiento del mercado depende en gran medida de la confianza que inspire a los inversores.

Se visualiza una tendencia internacional favorable a la represión penal del insider trading, sea en una ley especial o en el Código penal, con sanciones privativas de la libertad y elevadas multas de estas conductas²⁰. Resulta indispensable orientar la normativa nacional en la materia en tal dirección.

La seguridad y transparencia en un mercado de valores permitirán una mayor concurrencia de potenciales inversores.

valores” Civitas, Madrid 1993, pág. 27.

¹⁴ Debe procurarse el suministro de información en un marco de igualdad de oportunidades.

¹⁵ La información es el centro neurálgico del mercado de valores, resultando trascendente para su buen funcionamiento, que aquella llegue no solo a los especialistas sino a todos los posibles interesado (Conf. VALENZUELA GARACH, Fernando Op. cit. pág. 259).

¹⁶ Ver fallos citados en nota 6.

¹⁷ Resulta ejemplificador el fallo de la CNCom. Sala A del 5 de diciembre de 1997, “Comisión Nacional de Valores s. Asunto Establecimiento Modelo Terrabusi s. Transferencia paquete accionario a Nabisco” comentado por OTAEGUI, Julio C. “El deber de guardar reserva y la prohibición de utilizar información privilegiada en la oferta pública” en *El Derecho*, ejemplar del 14 de abril de 1998.

¹⁸ Conf. RACCIATTI (h), Hernán y ROMANO, Alberto Antonio “El uso de información reservada por los funcionarios societarios” en *Jurisprudencia Argentina*, ejemplar del 20 de marzo de 1991.

¹⁹ LAWSON, Gary “The etics of insider trading”, *Harvard Journal of Law & Public Policy*, vol. 11, nro. 3, summer 1988, p. 728.

²⁰ Confr. GOMEZ INIESTA, Op. cit. pág. 464; DAVIES, Paul L. P. 473 y sigs.