

## TRANSPARENCIA DEL CONTROL DE LAS EMISORAS Y EFICIENCIA DEL MERCADO

RODRIGO S. LUCHINSKY

### RESUMEN

Un componente esencial de un mercado de valores eficiente es la publicidad de la estructura de capital de las sociedades que hacen oferta pública de sus valores. En tal sentido, el régimen argentino es deficiente. Concretamente, es preciso dar publicidad al entramado de participaciones que configuran el equilibrio de poderes dentro de las sociedades, incluyendo la gravitación de los *insiders* en el control de las mismas. Existe un consenso en el mercado sobre la necesidad de conocer públicamente esa información, manifestado por la intención de los inversores de pagar una prima por actuar en un contexto de transparencia. En definitiva, el resultado será el incremento de la eficiencia del mercado, la disminución del costo de financiamiento, y una mejor asignación de los recursos de la sociedad.

Por ello, es imperativo que las autoridades de aplicación del ré-

gimen de la oferta pública aseguren dicha divulgación en forma periódica y completa, ejecutando las normas ya vigentes. La información debe incluir la identidad de los accionistas controlantes, la de aquellos que poseen una participación significativa –superior al 5%-, y las tenencias de los funcionarios societarios y de aquellos que acceden habitualmente a informaciones reservadas.

## 1. INTRODUCCIÓN

La presente ponencia sostiene que un componente esencial de un mercado eficiente es la publicidad de la estructura de capital de las sociedades admitidas al régimen de la oferta pública. En tal sentido, el régimen argentino exhibe claras falencias. Concretamente, se trata de conocer precisamente el entramado de participaciones que configuran el equilibrio de poderes dentro de las sociedades, incluyendo la gravitación de los *insiders* en el control de las mismas. Un inversor, por más pequeño que sea, tiene motivos para precisar esa información, y razonablemente preferirá aquellos sistemas en donde pueda obtenerla sin incurrir en costos sustanciales.

Por ello, es imperativo que las autoridades de aplicación del régimen de la oferta pública aseguren dicha divulgación en forma periódica y completa, incluyendo la identidad de los accionistas controlantes, aquellos que poseen una participación significativa, y las tenencias de los funcionarios societarios y de aquellos que acceden habitualmente a informaciones reservadas.

## 2. LA FUNCIÓN DEL MERCADO DE VALORES Y LA ESTRATEGIA REGULATORIA

El mercado de valores es útil a la sociedad porque permite asignar en una economía los recursos de las unidades superavitarias a las unidades deficitarias de un modo eficiente. A diferencia del mercado crediticio, en el mercado de valores existirán menos intermediarios intercediendo entre la oferta y la demanda de capitales, en última ins-

tancia disminuyendo significativamente el costo de financiamiento de las empresas.

A partir de la crisis de 1929 se reemplazó el paradigma liberal por la idea hoy indiscutida acerca de que los mercados financieros requieren algún tipo de intervención estatal para funcionar correctamente. El eje de la regulación consiste en generar mecanismos eficaces de protección del inversor, de transparencia, y de reducción del riesgo sistémico<sup>1</sup>.

Para lograr tales finalidades, en el caso del mercado de valores la legislación argentina gira en torno a un dispositivo unitario: alentar el flujo informativo hacia el mercado. A eso apunta el régimen de la ley 17.811, imponiendo una serie de deberes vinculados con el suministro de información al público, a través de su divulgación y también de su comunicación a las autoridades estatales y bursátiles, en su caso.

La necesidad de regulación específica tiene relación directa con la dificultad de valuación de los productos que se ofrecen y circulan. En la generalidad de los mercados de productos y servicios, el comprador adquiere un bien al que puede fácilmente asignar un valor, de acuerdo a la susceptibilidad para satisfacer necesidades humanas. En el mercado de acciones, sin embargo, el comprador adquiere un derecho que representa una porción en el capital de una empresa cuyo patrimonio y negocios específicos desconoce. El rendimiento de su inversión dependerá de factores que escapan a su alcance, como el desenvolvimiento del modelo de negocios subyacente, o la discrecionalidad de la sociedad en la distribución de dividendos. Idénticas consideraciones corresponden respecto del mercado de valores de deuda, aunque en este último caso el contrato de emisión determina concretamente el alcance del beneficio patrimonial, sujeto al riesgo de incumplimiento de todo emprendimiento comercial.

La dificultad de valuación de los productos financieros se sortea en parte a través de un sistema de transparencia en donde las emisoras se ven obligadas a suministrar información, contribuyendo así al mecanismo de formación de precios. De otro modo, sobre los inversores

---

<sup>1</sup> International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, mayo de 2003.

pesaría el costo de obtener la información y descontarían ese gasto del capital aportado, incrementando el costo de financiación para el emisor. Peor aún, si el valor presente de la inversión es menor al gasto en obtener la información, evitarían invertir. Vale aclarar que conceptualmente es imposible pretender conocer el valor "real" de un instrumento financiero, dado que el componente esencial del precio es una estimación del desempeño futuro de la empresa, imposible de presagiar con certeza.

Es correcto afirmar entonces que un buen sistema de transparencia reduce sustancialmente, -aunque no elimina- el gasto de información de los agentes económicos, al poner a disposición general del público datos en torno a la composición del patrimonio, los resultados económicos, la carga financiera, el nivel de liquidez, el modelo de negocios, etc. En definitiva, es una reacción normativa habitual frente a una situación de información asimétrica, agravada en el caso de las compañías modernas<sup>2</sup>. La misma idea subyace en el derecho societario y su versión moderna, el denominado *corporate governance*: un régimen de sociedades comerciales coherente, estable y seguro reduce la brecha informativa entre los funcionarios de la sociedad y los inversores (entendidos en sentido amplio, es decir incluyendo accionistas y acreedores) y genera los incentivos adecuados para que los recursos financieros se canalicen hacia proyectos susceptibles de crear valor, con la menor cantidad posible de interferencias.

En rigor de verdad, la existencia de un sistema normativo tal cual lo conocemos hoy no es necesariamente imperativo para el funcionamiento del mercado de capitales. De hecho, la intervención estatal es una verdadera novedad en la historia de los mercados. Ciertamente, las empresas compiten entre sí por el acceso al financiamiento, y por lo tanto tienen fuertes incentivos para revelar voluntariamente información a los potenciales inversores. También es cierto que las regulaciones sobre la oferta pública de valores generan costos que son absorbidos en primer lugar por las emisoras, y por lo tanto imponen

---

<sup>2</sup> Michael C. Jensen, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, Journal of Financial Economics, October 1976, p. 305 y *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, Junio de 1983. Véase también Manuel Castilla, *Regulación y competencia en los mercados de valores*, Civitas, Madrid, 2001, p. 33.

barreras al acceso al financiamiento.]

Sin embargo, independientemente de las razones a favor o en contra de la regulación, existe otro hecho que difícilmente pueda ser ignorado. En el “mercado de los mercados” global, los distintos países compiten por el capital que circula internacionalmente y que sólo se dirigirá hacia aquellos mercados que ofrezcan óptimos niveles de protección. En el caso de los países emergentes como la Argentina, no parece existir otra opción más que brindar un meticuloso régimen de transparencia, en lo posible de acuerdo a los estándares internacionalmente considerados “aceptables”.

### **3. LA PUBLICIDAD DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL Y EL “BUEN” GOBIERNO SOCIETARIO**

Existen diversas razones de lógica incuestionable por las cuales un inversor racional deseará información acerca de quienes ejercen el control efectivo de las empresas en las cuales invierte. La definición de “inversor racional” se refiere a la situación de un accionista minoritario, ajeno a la información interna de la sociedad, y sin gozar de los beneficios privados del control. En definitiva, el régimen tuitivo de la ley 17.811, -y de las normas de protección del consumidor financiero, en su caso- se dirige especialmente a los inversores que por su escasa participación en el capital accionario carecen de los incentivos necesarios para invertir recursos en la obtención de información.

En primer lugar, conocer quienes ejercen el control jurídico de una sociedad facilita el monitoreo de la actuación de la empresa frente a diferentes circunstancias, y controlar más severamente posibles acciones que lesionan su posición como inversor, tanto en sus derechos políticos (licuación de la porción de capital minoritario, entorpecimiento del derecho de voto, disminución de las garantías en el caso de los tenedores de deuda, etc.) como en sus derechos patrimoniales (transferencia de precios, distribuciones de dividendos de hecho, etc.). Facilitaría también la labor del juzgador al evidenciar el balance de poder dentro de una sociedad, y las eventuales violaciones al régimen societario.

Un segundo motivo es la posibilidad de verter al mercado información concerniente a los movimientos efectuados por los *insiders*, es decir todas aquellas personas que acceden periódicamente a informaciones sensibles y no públicas (funcionarios de la sociedad, miembros del *management*, y accionistas controlantes). En los mercados en donde esta información se encuentra libremente disponible, es normalmente utilizada por los analistas del mercado como un elemento en las decisiones de inversión, con el consiguiente beneficio general en términos de eficiencia<sup>3</sup>.

En materia de política legislativa, un sistema adecuado de transparencia es esencial para el monitoreo de las emisoras por parte del mercado, e implica revisar nuestro régimen paternalista en donde toda la tarea de control queda a cargo del Estado. Conocer el detalle de la estructura de capital es esencial para el ejercicio del derecho de voto, y genera un fuerte incentivo para influenciar el comportamiento de las empresas y para proteger al inversor. El resultado final es la creación de valor para las compañías y para la economía en su conjunto.

El informe de la OCDE, al hablar del régimen deseado de transparencia expone estas ideas con claridad: “un efectivo régimen de transparencia puede contribuir a la atracción del capital y al mantenimiento de la confianza en el mercado de capitales. Los accionistas y los potenciales inversores requieren acceso a informaciones periódicas, confiables y presentadas de modo tal de permitir comparaciones, con el suficiente nivel de detalle como para evaluar la habilidad de los administradores y efectuar decisiones informadas de valuación, propiedad y voto respecto de las acciones. Cuando la información es insuficiente o poco clara, puede dañarse la habilidad de los mercados para funcionar correctamente e incrementarse el costo de financiamiento, resultando en una deficiente asignación de los recursos”<sup>4</sup>.

La visión precedente es compatible con la denominada *hipótesis de la eficiencia de los mercados* (ECMH, según la abreviación habitual), que básicamente establece que la valuación de los valores nego-

<sup>3</sup> Véase, a modo de ejemplo, Jonathan Moreland, *Profit from legal insider trading*, Dearborn, 2000.

<sup>4</sup> OCDE, *Principes de Gouvernement d'entreprise de l'OCDE*, 1999, p. 37.

ciables será más precisa, cuando la generalidad de los inversores tenga acceso a la información relevante acerca de las compañías o del mercado. Ello, pues aún en su versión más “debil”, la ECMH sostiene que toda la información públicamente disponible se incorpora a la valuación de los valores con la rapidez necesaria como para minimizar las chances de arbitraje en el mercado<sup>5</sup>.

Existen señales concretas provenientes del mercado que refuerzan esta posición. Además de los documentos emitidos por organizaciones internacionales fijando pautas de buen gobierno societario<sup>6</sup>, ciertas instituciones de análisis de riesgos y de consultoría consideran la transparencia de la estructura de capital un elemento esencial de un eficiente mercado financiero.

Un ejemplo de ello es el rating de *corporate governance* de Standard & Poor's. El análisis es efectuado a partir de cuatro criterios rectores, el primero de los cuales es la transparencia de la estructura de propiedad<sup>7</sup>. La agencia de calificaciones de riesgo Deminor Rating, para la elaboración de su rating de gobierno, utiliza también como uno de sus criterios la disponibilidad de la información (preferentemente en el reporte financiero anual y en el sitio web de la emisora) relativa a la identidad de los accionistas, su origen, y cuán importante es su tenencia<sup>8</sup>. El mismo criterio utiliza McKinsey en un trabajo acerca de

<sup>5</sup> Richard A. Posner, *El análisis económico del derecho*, Fondo de Cultura Económica, México, 1998, p. 413; Eugene Fama, *Efficient capital markets: A review of the theory and empirical work*, Journal of Finance, Vol. 25, 1970, p. 383.

<sup>6</sup> Entre otros, el art. IV.A.3. de los principios de gobierno societario de la OCDE establece la disponibilidad de información sustancial acerca del control de las emisoras como uno de los principios rectores de un sistema eficiente de gobierno societario. También establece que los canales de difusión de la información deben asegurar un acceso directo, inmediato y razonable en términos de costo-beneficio. El mismo documento establece que “uno de los derechos básicos de los inversores es estar informados de la estructura de propiedad de la empresa y sus derechos frente a los derechos de los otros dueños... Dicha (información) puede incluir datos acerca de los principales accionistas y aquellos que controlan o pueden controlar la empresa, incluyendo información acerca de derechos privilegiados de voto, acuerdos de accionistas, la propiedad de bloques sustanciales o de control, y participaciones y garantías recíprocas significativas... Asimismo, las emisoras debieran también proveer información acerca de las transacciones con partes relacionadas” (OCDE, ob. cit., p. 38). Véase también Bernard S. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, University of California Law Review, No. 48, April 2001, p. 824.

<sup>7</sup> Standard and Poor's, *Corporate governance scores: abbreviated criteria and methodology*, Julio de 2002.

<sup>8</sup> Deminor Rating, *Corporate Governance Rating Methodology: Executive Summary*, Julio de 2003. La empresa *Governance Metrics International* utiliza un criterio idéntico para la elaboración de su índice.

las prácticas de gobierno societario en mercados emergentes publicado en 2001<sup>9</sup>.

En idéntico sentido, un estudio relativo a las prácticas de gobierno societario en América Latina efectuado por Deutsche Bank, incluye la calidad en el suministro de información como uno de los criterios de evaluación.

Si bien el estudio no aclara concretamente si la publicidad de la estructura de capital es un factor de peso considerable dentro del análisis total, al efectuar una remisión a los principios estadounidenses de presentación de estados contables para empresas cotizadas, inferimos que se trata de un elemento trascendente<sup>10</sup>.

Por último, esta postura cuenta con un respaldo empírico difícilmente contrastable, configurado por el hecho de que los inversores en general están dispuestos a pagar una prima por los valores que exhiben mejores prácticas<sup>11</sup>. Quizás por ello existe la tendencia hacia incluir la calidad del gobierno societario en el análisis del riesgo crediticio de las compañías.

#### 4. EL RÉGIMEN ARGENTINO

El art. 5 c) del Decreto 677/01 dispone que los directores, administradores, síndicos, gerentes, miembros del consejo de vigilancia, y los accionistas controlantes de las emisoras deberán informar a la CNV la cantidad y clases de acciones, títulos representativos de deuda convertibles en acciones y opciones de compra o venta de ambas especies de valores negociables que posean de la entidad a la que se encuentren vinculados. El deber informativo se extiende a los valores

<sup>9</sup> Carlos E. Campos, Roberto E. Newell, y Gregory Wilson, *Corporate governance develops in emerging markets*, McKinsey on Finance Winter 2002.

<sup>10</sup> Deutsche Bank, *Who has the best corporate governance in Latin America?*, Mayo de 2001. Según este informe, una sola empresa argentina (Central Puerto) está rankeada entre las diez empresas con mejores prácticas, en el último lugar.

<sup>11</sup> Véase, además de los trabajos de McKinsey y de Deutsche Bank, Paul Gompers, Joy Ishii y Andrew Metrick, *Corporate governance and equity prices*, The Quarterly Journal of Economics, February 2003, p. 107, y Cándido Paz-Ares, *El gobierno Corporativo como estrategia de creación de valor*, Revista de Derecho Mercantil, Núm. 251, Enero-Marzo de 2004, Madrid, p. 7. En todos ellos se presentan pruebas concretas de la relación entre la valuación de las empresas y las prácticas de gobierno societario.

que administren directa o indirectamente respecto de la emisora y de las sociedades controlantes, controladas o vinculadas, y alcanza hasta los seis meses posteriores al cese de sus funciones (art. 5, segundo y cuarto párrafo).

El art. 6 dispone la divulgación de la información a través de la publicación en los boletines de las entidades autorreguladas, o a través de medios de difusión masiva.

El capítulo VIII de las Normas 2001 de la CNV impone la mención de los accionistas con tenencias superiores al 5%, y de las tenencias de los funcionarios de la emisora en el prospecto de emisión. Los arts. 8, 9 y 12 del capítulo XXI de las Normas 2001 imponen la obligación de actualizar periódicamente dicha información, mediante su comunicación a la CNV<sup>12</sup>.

Sin embargo, aún cuando el Decreto 677/01 en este aspecto es perfectamente operativo, lo cierto es que ni la CNV ni la Bolsa de Comercio de Buenos Aires<sup>13</sup> han puesto en vigor este deber. Del relevamiento de la información publicada en la AIF de la CNV y en los boletines de la Bolsa surge que algunas emisoras cumplen esporádica y defectuosamente esta obligación, pero la gran mayoría omite toda referencia a este punto.

## 5. CONCLUSIÓN

No es la primera vez que una norma perfectamente vigente es desatendida por las autoridades encargadas de su aplicación. Naturalmente existirán resistencias de parte de algunos sectores del empresario hacia las políticas de transparencia, pero claramente es una posi-

---

<sup>12</sup> Las versiones anteriores de las de las normas de la CNV, a partir de la RG 190, contenían disposiciones similares, aunque no estaba previsto el acceso público a la información sobre tenencias. Véase Roberto A. Bianchi, *Régimen de la transparencia en la oferta pública*, Zavalía, 1993, p. 189.

<sup>13</sup> El reglamento de cotización de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires exige la inclusión en los estados contables la "Cantidad de acciones - discriminadas por clases y con indicación de sus porcentajes respecto del capital social - que, a la fecha de cierre de los estados contables, no pertenecen al accionista o grupo controlante de la sociedad" (art. 62 o.). Sin embargo, esta obligación sigue siendo poco exigente a la luz de nuestra ponencia. Desconocemos el estado de la cuestión en otras bolsas del país.

ción obtusa frente a los beneficios sistémicos comprobados.

La operatividad del Decreto 677/01 impone una causal de responsabilidad *inexcusable, política o civil según el caso*, no solo en cabeza de la CNV y de las entidades autorreguladas, sino también en las emisoras. Sirva esta ponencia para llamar la atención a los participantes de este encuentro.