

# NOVEDADES EN LA REGULACIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN EL MERCADO DE VALORES URUGUAYO

*Adriana Bacchi Argibay*

## **I. Introducción**

En el año 2009, siguiendo la tendencia de pasar del “soft law” a la consagración positiva de las normas sobre gobierno corporativo (GC), se dictó la ley 18.627 que reguló el Mercado de Valores (LMV) estableciendo las prácticas de GC que deben adoptar los emisores de oferta pública, la bolsas de valores y otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública (art. 80). Este marco normativo fue completado recientemente mediante una Resolución de la Superintendencia de Servicios Financieros (SSF) del Banco Central del Uruguay (circular 2139) que reglamenta las disposiciones sobre GC. Con estas normas nuestra legislación se ubica entre aquellas que optaron por consagrar positivamente, al menos para estas entidades, las prácticas y reglas del GC. Las entidades comprendidas en la LMV son las sociedades comerciales, nacionales o extranjeras, cooperativas, entes autónomos y servicios descentralizados del dominio industrial y comercial del Estado y personas públicas no estatales con actividad industrial o comercial que emitan valores de oferta pública<sup>12</sup>.



---

<sup>1</sup> *Por oferta pública de valores se entiende la comunicación dirigida al público en general o a ciertos sectores o a grupos específicos de éste, a efectos de adquirir, vender o canjear dichos valores, quedando comprendida la invitación a la compra de valores realizada a los clientes de una institución de manera generalizada aunque no se realice publicidad al respecto* (arts. 1, 2 y 63).

<sup>2</sup> Las entidades de intermediación financiera que emitan valores de oferta pública se regirán por las normas de GC contenidas en el marco regulatorio de éstas, dictado por la SSF.

## II. Principios, deberes y conductas recogidos en la LMV

### II. A) Deber de lealtad

Conforme al art. 82 *“sin perjuicio de lo establecido en el artículo 83 de la Ley N° 16.060 de sociedades comerciales, los directores de entidades que realicen oferta pública de valores deberán hacer prevalecer el interés social por sobre cualquier otro interés personal o de un tercero, incluso el del accionista controlante, absteniéndose de procurar cualquier beneficio personal a cargo de la sociedad que no sea la propia retribución”*.

La norma consagra en forma específica para estos directores, el deber de lealtad, del que derivan muchas de las reglas del GC, con especial énfasis en la prevalencia del interés social por sobre cualquier otro, sea del director o de un tercero, a efectos de alinear el interés del director con el social, que es la estrategia cardinal del GC. Como sostiene la mejor doctrina, al deber de diligencia del buen hombre de negocios, debe agregarse el deber de lealtad, diferenciándolos, sobre todo en sede de responsabilidad, siendo tan severo con las infracciones al deber de lealtad como indulgente con la responsabilidad por negligencia. Ello por cuanto el riesgo de equivocarse que corre todo administrador que toma decisiones es menor en el caso de la actuación desleal, pues en tales supuestos aquél “conoce y desea el resultado de su comportamiento”, siendo su obrar siempre doloso<sup>3</sup>. La ley acude al polémico concepto de interés social —sin caer en peligrosas abstracciones— para comprender aquellas situaciones en las que, de diversas formas, en definitiva, el interés del director deja de identificarse con el de la sociedad y pasar a ser la obtención de un beneficio, provecho, incentivo, posición, minimización de una pérdida personal, a costa de la sociedad y/o en beneficio propio. El concepto de interés social a custodiar, en general difícil de determinar, en el caso se concretiza claramente en el opuesto al interés extrasocial y al puramente personal del director.

Cabe destacar que la norma hace referencia específica al interés del accionista controlante, lo que resulta sumamente adecuado, ya que un accionista que goza de una posición de preeminencia, tiene injerencia en la gestión y porta un interés particular que suele tener mayor probabili-

---

<sup>3</sup> OLIVERA GARCIA, Ricardo, “Lealtad 12 - Diligencia 3” en Tres Pilares del Moderno Derecho Comercial, FCU, Montevideo, 2011, p. 166.

dad de entrar en conflicto con el de la sociedad que controla, con el agravante de que, por su posición resulta decisivo en la toma de resoluciones sociales (en la asamblea o a través de los directores que a él responden). Las sociedades emisoras de valores pueden tener el capital atomizado, sin que ningún accionista o grupo ejerza el control, o presentar una concentración de acciones en poder de uno o más sujetos, como tienden a hacer los grupos inversores más importantes, por lo que la previsión es oportuna.

## *II. B) Prohibiciones*

La LMV prevé que los Directores<sup>4</sup>, en el cumplimiento de sus funciones no podrán: 1) Presentar a los accionistas o público en general informaciones falsas u ocultar información que estén obligados a divulgar conforme a la ley o la reglamentación aplicable; 2) 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; 3) Usar en beneficio propio o de personas relacionadas las oportunidades comerciales de que tuvieren conocimiento en razón de su cargo con perjuicio para la sociedad; 4) Usar de su cargo para obtener ventajas indebidas para sí o para personas relacionadas, en perjuicio de la sociedad; 5) Impedir u obstaculizar las investigaciones destinadas a establecer su propia responsabilidad o la de los empleados de la sociedad.

El ámbito subjetivo de aplicación de estas prohibiciones se extiende a (art. 82): a) “las personas físicas o jurídicas beneficiarias reales de parte del patrimonio social bajo cuya dirección o instrucciones suelen actuar los directores de una sociedad” (quienes “tendrán las mismas responsabilidades de los directores, en cuanto sea aplicable”); b) “a los accionistas controlantes de la entidad que realice oferta pública de valores” (si la reglamentación así lo estableciere). La norma no se limita a los directores, que son, por principio, el objetivo natural de este tipo de prohibiciones, sino que abarca a los accionistas controlantes, abordando así una realidad fácilmente perceptible en la práctica. Los directores suelen responder al grupo de control, que los designa, remueve, y decide sobre sus remuneraciones. Por ende, puede resultar completamente inocuo pautar debe-

---

<sup>4</sup> En la Ponencia se refiere solo a los Directores pero la referencia debe extenderse a los administradores como hace la LMV.

res de conducta para los directores, si los accionistas controlantes, que son quienes imparten directivas a los administradores, y quienes están en condiciones de apoyar y rescatar al director infractor cuando de su conducta han obtenido un beneficio, no están alcanzados por deberes alineados con los que se imponen a los directores. La tibieza y hasta ingenuidad al regular el rol e incidencia de los grupos de control puede neutralizar los esfuerzos desplegados para prevenir o sancionar las conductas de los directores contrarias a las reglas del GC. Es lógico que quienes, sin ser formalmente directores determinan el accionar de aquellos y tienen injerencia en la gestión, sean asimismo responsables. La norma dictada por la SSF (Circular 2139) al referirse a los sujetos a los que se extiende este deber, inexplicablemente establece otra solución: *“los socios o accionistas que en virtud de su participación en el capital social sean representados por un director o administrador que actúe bajo sus instrucciones, tendrán las mismas responsabilidades de los directores o administradores en cuanto sea aplicable”* (art. 184.8). Esta previsión es menos amplia que la legal, excluyendo a quienes no sean socios o accionistas (*supra*, lit. a). La reglamentación de este significativo aspecto debió ser más precisa, evitando contradicciones que se presten a distintas interpretaciones, aunque, ante un conflicto, por su jerarquía, debe primar la solución de la LMV, que es más abarcadora.

Las prohibiciones tienden a: a) Proteger la transparencia hacia el accionista y el público en general, en la que reposa la credibilidad y éxito del sistema. El inversor debe tomar decisiones con conocimiento completo, oportuno y preciso de la información relevante, pues de lo contrario se produce inexorablemente un quiebre de la confianza que atenta contra la fortaleza y crecimiento del MV. b) Limitar la concesión de créditos a personas vinculadas —como lo son los directores— tema abundantemente planteado en las crisis de entidades financieras y emisores de valores. Uno de los indicadores de la mala gestión y del grueso incumplimiento de la normativa ha sido la concesión de préstamos a directores directamente, o a través de sociedades y personas vinculadas a ellos, trasgrediendo normas sobre topes de riesgos crediticio y llegando a comprometer la solvencia o liquidez de la entidad. c) Evitar que se use en beneficio propio o de personas relacionadas las oportunidades comerciales de que tuvieren conocimiento en razón de su cargo con perjuicio para la sociedad, por la repercusión en el aumento de los “costos de agencia” que esa conducta desleal tiene al desviar las utilidades generadas por la oportunidad, que no llegarán a sus legítimos beneficia-

rios<sup>5</sup> <sup>6</sup>. d) Que el cargo sea ejercido en provecho de la sociedad, pues si no se respeta este principio básico no pueden esperarse otras conductas leales al director, careciendo de sentido los deberes fiduciarios secundarios. e) Prever que detectada una conducta generadora de responsabilidad, pueda establecerse su preciso alcance y los partícipes, sin que la investigación se vea obstaculizada por el propio director. Las crisis han demostrado que son pocos los directores que asumen voluntariamente sus responsabilidades, siendo notorios los casos de directores prófugos, que ocultan, destruyen o falsean la información que los compromete, así como las acusaciones cruzadas que entorpecen el pronto esclarecimiento de los hechos. En la medida que estas cuestiones no puedan resolverse dentro de la sociedad, derivando en conflictos que toman estado público, el daño a la sociedad y a los valores que ella emite es inevitable. Asimismo, el fracaso de la concreción de la responsabilidad debilita el sistema, máxime cuando las soluciones judiciales suelen llegar tardíamente, o el reclamo judicial del inversionista naufraga por falta de pruebas suficientes. La identificación del conflicto y su comunicación previa a la operación desleal resulta primordial para su abordaje temprano, lo que implica transparencia y comunicación fluida de cierta información mínima.

## II. C) Régimen de contratación de directores con la sociedad

El art. 83 LMV dispone que los directores de los emisores “*no podrán celebrar contratos 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 de existencia preceptiva en toda entidad que realice oferta pública de valores. Si el director que pretenda celebrar contrato con la sociedad*

---

<sup>5</sup> MILLER, Alejandro, La supervisión de la gestión societaria en el Gobierno Corporativo en Jornadas en Homenaje al Prof. Emérito Dr. Héctor Alegria. FERRER, Alicia, La modificación de las normas sobre control interno dispuesta en la Ley de Mercado de valores uruguayo. Una solución que puede extenderse a otras sociedades anónimas, en la misma publicación.

<sup>6</sup> La prohibición no impide que se aproveche una oportunidad, si previamente ella se ofrece la sociedad, denunciando el conflicto en que incurriría el director, y la sociedad la rechaza con adecuado control sobre tal decisión. Ello requeriría que la entidad previera un mecanismo preciso, como en el derecho americano. Cf. FERREIRA, Héctor, El aprovechamiento desleal de una oportunidad social, en “Evaluación de la Ley de Sociedades Comerciales”, FCU, Montevideo, 2009, p. 162.

*en tales circunstancias fuera miembro del comité de auditoría y vigilancia, deberá abstenerse de dar opinión en casos que lo involucren. Los contratos que no se relacionen con la actividad propia del giro deberán ser aprobados previamente por la asamblea de accionistas o contar con el consentimiento igual o superior al 60% (sesenta por ciento) del capital social de la sociedad”.*

La norma reitera la tradicional prohibición de contratar y establece el mecanismo para sortearla legítimamente, a través de las comunicaciones y autorizaciones del caso, diferenciando el tratamiento que debe darse a la situación según que el contrato se relacione o no con la actividad propia del giro de la sociedad. Se mejora la redacción de la norma similar de la LSC, ya que ésta hace referencia a contratos que se relacionen con la actividad “normal” de la sociedad, expresión que carece de sentido técnico preciso y que fue interpretada mayoritariamente por la doctrina nacional como equivalente a la actividad propia del giro. La reglamentación podrá extender algunas o todas las disposiciones establecidas en este artículo a los accionistas controlantes de la entidad emisora.

## *II. D) Retribución de directores*

Ella ha sido preocupación constante en los estudios sobre GC, según los cuales debe buscarse una solución que incentive al director. La LMV aborda la cuestión estableciendo que cualquier tipo de retribución a los directores requerirá un consentimiento igual o superior al 60% del capital social de la sociedad representado en la asamblea de accionistas (art. 84). Tratándose de un tema delicado y polémico, se quiso asegurar que sea resuelto por una mayoría especial, descartando posibles decisiones caprichosas de mayorías simples circunstanciales y dotando a una importante decisión de mayor legitimidad.

## *II. E) Obligación de informar*

La preservación de la transparencia como principio medular de la regulación, hace del acceso y manejo de la información una piedra angular del sistema. Por ello se impone a los directores informar a la SSF y a las bolsas de valores donde coticen sus valores, las participaciones de capital que mantienen en la sociedad (art. 85). Esta información es imprescindible para estar en condiciones de detectar y prevenir conflictos de interés, los que muchas veces permanecen ocultos debido a falta de información

sobre el posicionamiento exacto del director en la sociedad. La misma obligación se impone a las personas físicas o jurídicas que, directamente o por intermedio de otros sujetos, sean titulares de más de 10% del capital con derecho a voto, permitiendo conocer a los accionistas que, por sus tenencias accionarias, pueden incidir en las decisiones sociales, y en la elección del directorio. También se establece que la memoria anual deberá contener, además de la información prevista en el art. 92 de la LSC, la relativa a la adopción de prácticas de GC, a 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 (art. 86).

## *II. F) Estructura orgánica*

Dada la relevancia que la estructura de la entidad adquiere en el GC de este tipo de entidades, el art. 81, bajo la denominación “Estructura del Directorio, Comité de Auditoría y de Vigilancia”, prevé que las bolsas de valores, otras instituciones privadas que constituyan mercados de negociación de valores de oferta pública y los emisores de valores de oferta pública que tengan un patrimonio mayor al que determine la SSF, deberán adecuar el funcionamiento de su directiva a lo que establezca la reglamentación (Circular 2139 que se analiza seguidamente).

## **III. Las reglas consagradas en la resolución de la SSF del BCU**

La LMV previó que la SSF podrá adoptar normas para requerir a los emisores la incorporación de compromisos de práctica de GC en los prospectos, y establecer una calificación de estas prácticas. Fue así como en febrero de 2013, se dictó la Circular 2139 que tiene un rico contenido regulando, entre muchos otros aspectos del MV, *las prácticas de buen gobierno, la composición del directorio, el comité de auditoría y vigilancia, la auditoría interna y el régimen sancionatorio*.

### *III. A) Prácticas de Gobierno Corporativo*

*Se impone* a las entidades alcanzadas la implementación de las mismas, con el objetivo de asegurar: i) “procesos adecuados de supervisión y control de la gestión de su dirección”, que es la esencia misma del GC, y ii) “el trato justo e igualitario de los socios o accionistas, acreedores y

demás inversores”, recogiendo el principio que tiende a asegurar igual acceso a la información, a evitar las conductas abusivas con minoritarios, favoritismos o tratos discriminatorios con acreedores e inversores. Dichas prácticas deberán asegurar (art. 184.1):

a) La competencia ética y profesional de los directores, administradores y personal Superior. La profesionalización del directorio y del equipo que lo acompaña es fundamental en la conducción de este tipo de sociedades, que manejan ahorro público, debiendo tomar decisiones que implican conocimientos técnicos especializados, del mercado, de gestión de riesgos, etc. La conducción profesional es un imperativo de estos tiempos, como señala VITOLLO, quien agrega que asimismo la actitud psicológica el Director lo lleva a sentirse ligado a la empresa en sí misma<sup>7</sup>. En efecto, las condiciones personales y la competencia ética son decisivas para que el director esté en condiciones de ajustarse a las prácticas del GC y en especial a sus códigos de conducta y ética.

b) Una estructura equilibrada, con una clara definición de roles y responsabilidades. La gestión en sí misma, la prevención y detección de conflictos de interés, y el adecuado manejo de la información privilegiada exigen que la estructura de la entidad tenga caracteres que delimiten las áreas de la actividad a cargo y los roles que se adjudiquen a cada integrante. Las “barreras de información” que deben emplearse para evitar un uso indebido de la misma, sólo serán efectivas si se definen los roles y separan las áreas. Ello favorecerá asimismo la clara delimitación de responsabilidades evitando escenarios propicios a su dilución por no estar adecuadamente diseñados y distribuidos los niveles y áreas de desempeño de cada integrante de la estructura que, además, debe ser especialmente diseñada para la actividad del MV, contemplando sus requerimientos, riesgos, debilidades y fortalezas.

c) Sistemas de control confiables. Las últimas crisis han demostrado que las fallas de control han impedido la oportuna detección de irregularidades, favoreciendo a veces su profundización. De allí que los sistemas de control —fundamentales para la eficiencia del sistema— deben ser diseñados para funcionar en forma segura, alcanzando efectiva y tempestivamente su propósito.

---

<sup>7</sup> VITOLLO, Daniel Roque en *Sociedades Comerciales. Los Administradores y los Socios. Gobierno Corporativo*. EMBID IRUJO, José y VITOLLO, Daniel Roque, Rubinzal-Culzoni, Buenos Aires, 2004, p. 14.

d) La adopción de las NIIF emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB), que ya eran obligatorias en virtud de los decretos dictados para cumplir con el art. 89 LSC<sup>8</sup>.

e) La divulgación al mercado y en especial a sus socios o accionistas, en forma completa, puntual y exacta, de los estados contables, la memoria anual con informe de gestión, el informe anual de la sindicatura y el informe de la calificadora de riesgos, y demás información relevante para los inversores. Es una concreción más del deber de informar oportuna e íntegramente a accionistas e inversionistas para que tomen sus decisiones apropiadamente informados, e implementen los correctivos pertinentes, en un marco de transparencia que minimice fricciones y asimetrías.

### III. B) Estructura de los emisores

Las estructuras de dirección, supervisión y gestión propias de un GC son reguladas por esta norma para asegurar un sistema uniforme en el MV, que responda a las que la SSF entiende más adecuadas a nuestro mercado, ante la admitida insuficiencia del esquema clásico de la SA para este tipo de negocios<sup>9</sup>. Se consagra un sistema de organización monístico al estilo del derecho anglosajón, inspirado en el *Board of Directors y Audit Committee*.

**Directorio.** Se regula sobre: a. *Integración.* Los emisores que tengan un patrimonio mayor a 15:000.000 Unidades Indexadas<sup>10</sup>, deberán contar con un Directorio cuya integración permita una visión independiente de la gerencia, influencias políticas y/o de otros intereses externos. No podrá tener menos de tres miembros, de los cuales más del 50% no deben cumplir funciones ejecutivas. “Son directores que no cumplen funciones ejecutivas aquellos que no tienen a su cargo la gestión de los negocios ordinarios de la sociedad”. b. *Requisitos de sus miembros y del Directorio en su conjunto.* La asamblea de socios o accionistas se asegurará que los

<sup>8</sup> La norma, en redacción dada por la ley 18.362 refiere a las “normas contables adecuadas”, definidas por decretos.

<sup>9</sup> Sobre distinción de funciones dentro el directorio, MILLER, op. cit., ps. 82 a 91. Sobre la solución adoptada, OLIVERA AMATO, Juan Martín, Directores independientes o “no ejecutivos” en el marco de las prácticas del buen gobierno corporativo, en “Hacia un nuevo Derecho Comercial”, FCU, Montevideo, 2012, p. 180 y ss.

<sup>10</sup> Debíó tomarse en cuenta el volumen de la emisión y no el patrimonio. Valor UI al 31.07.2013. \$2,6290.U\$S 0, 122.

miembros del directorio u órgano de administración cumplan requisitos mínimos de idoneidad técnica y moral para el cargo y que, en su conjunto el directorio cuente con formación y experiencia financiera en el negocio y en el control de los riesgos asociados. c. *Cometido específico*. Se asigna expresamente al Directorio, como “cometido”, la responsabilidad de asegurar el adecuado cumplimiento de las prácticas de GC del art. 184.1. La norma recoge los más caros principios de GC: la independencia, profesionalización, idoneidad técnica y moral del Directorio, y especifica su rol en la recta aplicación de las reglas del GC, en una manifestación del deber de cumplir con las normas. Se incorpora el derecho positivo uruguayo la distinción entre directores ejecutivos y no ejecutivos, no recogida por la LSC, incorporando una innovación trascendente como o es la figura de directores en posición de mayor independencia que los ejecutivos para supervisar la gestión y aplicar correctivos, evitando concentración de poder en los ejecutivos. Además, serán mayoría en el órgano.

**Comité de Auditoría y Vigilancia.** Se impone la designación de este Comité que es un órgano que depende de su Directorio, al que asesorará en las materias de su competencia. Estará integrado por al menos tres miembros, cuya mayoría deberá constituirse con personas con formación financiero-contable. Reportará en forma cuatrimestral al Directorio y anualmente a la Asamblea de Accionistas. Como señala FERRER “su responsabilidad primordial es contribuir a la aplicación y funcionamiento del sistema de gestión integral de riesgos y ejercer como nexo entre el Directorio, los auditores externos e internos y los gerentes”<sup>11 12</sup>. Sus funciones son (Art. 184.4): a) Contribuir a la aplicación del sistema de gestión y control interno y vigilar el cumplimiento de las prácticas de GC, efectuando recomendaciones. b) Revisar y aprobar el plan anual del área de Auditoría Interna, así como su grado de cumplimiento y examinar los informes emitidos por la Auditoría Interna. c) Opinar sobre la selección, nombramiento, reelección y sustitución del Auditor Externo o firma de Auditores Externos, así como las condiciones de su contratación. d) Conocer los estados contables anuales así como toda otra información financiero contable relevante. e) Revisar los dictámenes de auditoría externa y evaluar periódicamente el cumplimiento de las normas de independencia de los auditores externos. f) Realizar el seguimiento de las recomendaciones hechas por el área de Auditoría Interna y por los Auditores Externos, en

---

<sup>11</sup> FERRER, Alicia, op. cit., p. 95.

<sup>12</sup> Este Comité ya estaba previsto en el Decreto reglamentario 322/011.

particular, sobre las debilidades de control detectadas, para asegurar que ellas sean subsanadas en plazos razonables. g) Controlar internamente el cumplimiento de las leyes y reglamentaciones vigentes, de las normas de ética e informar respecto de los conflictos de intereses que llegaran a su conocimiento. Son típicas funciones de control, vigilancia y recomendación, mucho más amplias que las asignadas por la LSC al órgano de control. Se ha advertido que el riesgo de este sistema es generar una burocracia societaria que conspire contra los tiempos de las tomas de decisiones por el directorio<sup>13</sup>. El desafío es que la información llegue al Comité en tiempo real y completo, pues de otra forma su rol se desdibujará en informes y recomendaciones tardías o ineficaces. Asimismo, deberá cuidar de servir siempre al interés de la sociedad y no al del Directorio, ni al de los accionistas, tal como se exige a la Sindicatura de las SA<sup>14 15</sup>.

**Audidores y Calificadores.** El emisor deberá: a. contar con un Área de Auditoría Interna; b. contratar un auditor externo para la elaboración de los informes que establezca la SSF y c. contratar una calificadora de riesgos para los informes de calificación.

### *III. C) Plan de negocios*

Debe establecerse “un plan de negocios con objetivos, presupuestos y flujos financieros anuales” para que el inversor conozca los caracteres del negocio y los riesgos asociados al mismo. En el GC la planificación recobra el lugar que debería tener en toda empresa. Enseña MATTÁ Y TREJO que el sistema de planificación “es el proceso por el cual los órganos directivos de la empresa diseñan permanentemente el futuro deseable y seleccionan las forma de hacerlo factible... el planeamiento ejerce una influencia central en el proceso decisorio estratégico de las organizaciones; a la vez, los presupuestos constituyen el medio de acción que da forma en términos económicos a las decisiones contenidas en planes, programas y

---

<sup>13</sup> MILLER, Alejandro, La supervisión..., op. cit.

<sup>14</sup> MILLER, Alejandro, Sociedades Anónimas. Directorio-Síndico, AMF, Montevideo, 2005, p. 174.

<sup>15</sup> Para asegurar la independencia de los integrantes del Comité se prevé que: a) los ingresos de sus miembros no pueden estar vinculados ni directa ni indirectamente con los resultados económicos de la sociedad, y b) en ningún caso la mayoría del Comité se integrará con personal que desarrolle tareas gerenciales o administrativas en la sociedad, en sus controladas o en la sociedad controlante.

proyectos. Tanto el planeamiento como los presupuestos mantienen una vigencia formidable como ayuda para la gestión”<sup>16</sup>. Destaca con acierto RICHARD que “la obligación de un buen hombre de negocios es planificar para el cumplimiento del objeto social de la sociedad que administra. Aun planificando existen riesgos, pero actuar sin planificación es de por sí generador de responsabilidad por no adoptar la actitud profesional que el art. 59, LS exige”<sup>17</sup>.

### *III. D) Código de ética*

El mismo deberá ser debidamente comunicado y aplicado por todo el personal, y su publicación en la página web del emisor o por otro medio. Es un principio internacionalmente aceptado por instituciones internacionales que reúnen a los reguladores que la conducta debe ajustarse a padrones éticos que representen una garantía de protección al inversor y mantenimiento de la confianza. El código adoptado debe figurar en la solicitud de inscripción de los emisores y en la información sobre el emisor contenida en el prospecto.

### *III.E) Otros controles*

Siendo el control uno de los ejes del GC, además de los controles ya mencionados, se deberá implementar la verificación del cumplimiento de todos los requisitos legales y reglamentarios frente a la Auditoría Interna de la Nación y la SSF, y del cumplimiento de las normas sobre información privilegiada contenidas en los arts. 246.1 y ss. Se apunta a detectar y prevenir irregularidades, defectos funcionales o sustanciales, aplicando a tiempo los correctivos.

### *III.F) Régimen sancionatorio*

La LMV (art. 118) establece las facultades sancionatorias del BCU respecto a las personas físicas o jurídicas intervinientes en la oferta pú-

---

<sup>16</sup> MATTA Y TREJO, Guillermo, En torno al funcionamiento del directorio de la anónima en, *Temas del derecho societario vivo*, AA, edición de la Fundación para la Investigación y Desarrollo de las Cs. Jurídicas, Buenos Aires, 2008, p. 326.

<sup>17</sup> RICHARD, Efraín Hugo, *El plan de empresa, Ética y responsabilidad del empresario*, en “Estudios en honor de Pedro J. Frías”, ed. de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba, 1994, t. III, p. 1187.

blica o privada de valores, que infrinjan las leyes y decretos que regulen la materia o las normas generales o instrucciones particulares dictadas por el BCU. Conforme la tendencia de agravar un régimen ya severo de responsabilidad, se prevé que las sanciones pueden recaer, además, en los miembros del Directorio, de la Comisión Fiscal, de la Comisión de Auditoría, síndicos o personal gerencial de la entidad *que hubiese tenido participación en la infracción o hubiese incurrido en omisiones en el cumplimiento de sus funciones con vinculación causal en relación a la infracción imputada a la entidad*. Se destaca este giro que si bien recoge reglas básicas de la responsabilidad como la imputabilidad del incumplimiento y el nexo causal, destaca que se sanciona al director en la medida que incurra en una conducta activa u omisión en relación de causa-efecto con la infracción imputada a la entidad, y no por el mero hecho de ocupar el cargo, reafirmando el principio de responsabilidad por la actuación personal<sup>18</sup>. La LMV no introduce modificaciones a las normas de la LSC sobre responsabilidad (art. 391) por las que todos los directores responden solidariamente —aunque cumplan diferentes funciones<sup>19</sup>— por los daños derivados de decisiones tomadas en el seno del directorio, siempre que se configuren a su respecto los supuestos de responsabilidad<sup>20</sup>. Se ha perdido la oportunidad de distinguir a nivel legal la responsabilidad según la función que se cumple en el directorio, y la de prever un régimen específico para los miembros del Comité de Auditoría y Vigilancia.

---

<sup>18</sup> Las sanciones consisten en observación, apercibimiento, multas, suspensión o cancelación de la cotización de los valores, suspensión o cancelación de la habilitación para realizar oferta pública o suspensión o cancelación de actividades.

<sup>19</sup> La LSC uruguaya se apartó en este punto de la solución del art. 274 de la ley 19.550.

<sup>20</sup> OLIVERA GARCIA, Ricardo, Responsabilidad de los directores de entidades de intermediación financiera, en Anuario de Derecho Comercial, t. 11, FCU, Montevideo, 2006, p. 45.