

# **LAS DIFERENCIAS ENTRE LA SOCIEDAD ANONIMA DE DERECHO ANGLOSAJON Y LA ARGENTINA DEBEN CONTEMPLARSE AL INCORPORAR NORMAS DE GOBIERNO CORPORATIVO AL DERECHO POSITIVO**

*Eduardo Bacqué*

## **Sumario**

La necesidad de alcanzar los estándares internacionales de gobierno corporativo, para que los títulos valores emitidos por empresas nacionales puedan integrar la cartera de los inversores institucionales internacionales, no puede realizarse desconociendo el régimen jurídico de la sociedad anónima nacional, y sin contemplar la estructura de capital de las sociedades autorizadas a hacer oferta pública de sus valores negociables.

## **I**

A partir de la denominada globalización financiera, los valores negociables que son negociados en los mercados de los países emergentes, vienen siendo objeto de interés por parte de los inversores institucionales del exterior.

La demanda de estos Fondos intenta que existan niveles uniformes en la administración de las empresas, similares a los de sus países de origen.

Es así que la alineación con estándares internacionales, tanto en temas relacionados con la prevención de delitos internacionales (UIF), como con la transparencia del sistema financiero, requiere de los países periféricos resignar ciertas cuotas de libertad de creación normativa, a cambio de la posibilidad de contar con un flujo de capitales positivo hacia esas economías.

No obstante, debería analizarse preliminarmente si esta alineación resultará en una “*doble vía*” que genere un beneficio concreto <sup>(1)</sup>, balanceando los costos de la implementación de las regulaciones exigidas para la adecuación a niveles internacionales y los beneficios que de ello se derivarían.

La desconsideración por el regulador del sistema jurídico de nuestro país y de la estructura de propiedad de las empresas, en el caso del decreto 677/ 01, concluyeron en mayores costos para las emisoras, que no tuvieron contrapartida ni en mayor valor para los accionistas, ni en un crecimiento del mercado primario, incentivos que, conforme la doctrina del buen gobierno, deberían motivar a las empresas a adoptar mayores niveles de *corporate governance*.

La experiencia argentina a partir del decreto delegado 677/01 demuestra la inconveniencia de regular *ex ante* un mercado accionario, caracterizado por la concentración de la propiedad, la reducción de empresas cotizadas, la retracción de los volúmenes negociados, y de la capitalización bursátil.

Es así que la regulación atinente al gobierno corporativo en la Argentina responde prioritariamente al requerimiento de la demanda identificada como inversores institucionales, denominados “minoritarios” pero que en realidad, son varias veces económicamente más poderosos que las empresas en que aplican sus fondos.

Estos requerimientos de la demanda, impulsaron una serie de modificaciones normativas y regulatorias que pesan sobre la oferta. Es decir sobre los emisores, que ya se encontraban dentro del régimen de oferta pública, antes de su dictado.

Como ya ha sido señalado <sup>(2)</sup>, la integración de las normas de buen gobierno al plexo normativo argentino es compleja por dos razones: i) en razón de que el sistema legal argentino de índole continental es diferente de aquel en el cual fue concebida originalmente la doctrina del *corporate governance* el *common law*; ii) por la estructura de capital de las emisoras: gran concentración

---

(1) Ver sobre este tema la exposición del Dr. Gustavo Gené en la “1º Jornada Nacional interdisciplinaria sobre Sociedades Extranjeras y Off Shore”, 5 agosto de 2005.

(2) Marsili, María Celia y otros, *El régimen de las entidades financieras*, Ad-Hoc, Bs. As., 2003.

en la Argentina, frente a dispersión o atomización en sistema anglosajón.

Pero no se trata, como podría suponerse, exclusivamente de un problema de fuentes del derecho, esto es consuetudinario vis a vis derecho escrito; ni tampoco del orden temporal que determina la importancia del precedente.

Por el contrario, se trata de que los sistemas legales caracterizan al objeto a regular “la sociedad anónima” de manera diversa, al menos en tres aspectos:

a) En la naturaleza jurídica, la sociedad considerada como contrato frente a sociedad como institución. Mayor autonomía de la voluntad frente a mayor control estatal.

b) En cuanto a la estructura societaria: Control interno unificado, en derecho anglosajón, frente a la estructura dualista propia de nuestra ley.

c) Distinta función asignada al capital. En nuestro sistema de derecho se vincula con la garantía de terceros y se traduce en normas, cuyo propósito es preservarlo, tales como la prohibición de emitir bajo la par, el valor nominal, adquirir acciones propias y de recibir las en garantías, la reducción obligatoria etc. En el sistema anglosajón, se adjudica mayor importancia al patrimonio del ente y su subsistencia, vinculándolo a la posibilidad de seguir operando.

Estas diferencias se manifiestan claramente al observarse la distinta función, composición, régimen de responsabilidad, y sistema de funcionamiento del directorio en uno y otro sistema.

En efecto, en derecho anglosajón, corresponde al directorio el control de los administradores ejecutivos encargados de la gestión; que está usualmente integrado con directores independientes, cuya responsabilidad es de tipo “cuasifiduciaria” <sup>(3)</sup> y funciona primordialmente por delegación de funciones en comités.

En tanto, en el régimen argentino corresponde al directorio, en la administración social, los directores no precisan revestir el carácter de independientes, salvo para integrar la mayoría del comité de auditoría, su responsabilidad es orgánica y primordialmente funciona en forma colegiada.

---

(3) La expresión corresponde al análisis efectuado por el Dr. Jelonche en conferencia sobre el tema en la Academia Nacional de Derecho, 2002.

A las diferencias normativas apuntadas, se suma el distinto sistema de financiación típico de la sociedad en uno y otro sistema, mercado de crédito bancario en nuestro régimen, frente a mercado de capitales en Estados Unidos y el Reino Unido, fomentado a partir de la segmentación normativa que consagraron el modelo de especialización en la intermediación financiera <sup>(4)</sup>.

Adicionalmente, mientras los sistemas de origen anglosajón se caracterizan por un accionariado cambiante y disperso, en Argentina se estima que la media del *floating* de las empresas públicamente negociadas alcanza solo al 30%.

Se distinguen así por un lado, los accionistas inversores, típicos de los mercados desarrollados, ajenos al grupo de mando, que carecen de incentivos para ingerirse en la gestión de la sociedad, que cuentan con el mecanismo más simple de salvaguardar sus intereses: la liquidez que les ofrece el mercado bursátil para enajenar sus acciones.

Mientras que en las sociedades emisoras autorizadas a ofrecer públicamente sus acciones propias de nuestro país existe una composición variable de accionistas inversores y los accionistas de control plenamente involucrados en la gestión de la empresa.

Las diferencias apuntadas precedentemente procuran destacar que resulta imposible que objetos tan disímiles admitan una regulación similar.

Entonces, en razón de que tanto la sociedad anónima anglosajona y la Argentina son diferentes y, debido también a que la estructura del capital de las sociedades abiertas es también distinta, se plantean inevitablemente problemas distintos que requieren regulaciones también diferentes.

Es así que en derecho anglosajón el nudo se encuentra en el llamado problema de agencia. Esto es el conflicto de intereses derivado de la separación de la propiedad en manos de un accionariado disperso y cambiante que no supervisa a quiénes llevan adelante la gestión social, encomendada a altos ejecutivos y el accionar de estos últimos.

Como característica común de las soluciones encaradas a lo largo del tiempo para superar este problema puede apuntarse el incremento del control interno en manos del *board*, tema al que todos los Códigos de Buenas Prácticas dedican un capítulo.

---

(4) EE.UU. Glass-Steagal Act.

Mientras en sociedades con control concentrado el problema relativo al gobierno corporativo se desplaza principalmente al conflicto de intereses entre el socio mayoritario y el socio minoritario, en razón de los beneficios que aquellos pueden obtener de la sociedad, más allá de la distribución proporcional de utilidades.

## II

Seguidamente se mencionan los principales institutos relacionados con el buen gobierno corporativo, incorporados a la normativa nacional por el Decreto Delegado 677/01 o resoluciones de la Comisión Nacional de Valores y la Inspección General de Justicia, que requerirían ser armonizados con la legislación societaria.

a) La consecución del interés social como finalidad del órgano de administración frente a la demandada solución financiera o crecimiento del valor de las acciones:

Para la doctrina de buen gobierno principal misión del directorio es crear valor para la empresa y todos sus accionistas.

Este criterio fue recogido en el Considerando del Decreto 677/01 al expresar...*reafirmandose, como principio rector de la actuación de los administradores de los emisores, el «interés social», precisado expresamente como el «interés común de todos los accionistas», lo cual incluye, en el ámbito de las sociedades que acuden al mercado de capitales, la noción que en otros derechos y, en los mercados de capitales internacionales es aludida en términos de «creación de valor para los accionistas».*

El artículo 8º del referido decreto no recogió en norma positiva la misión descrita en su Considerando. Pero no puede dejar de señalarse que dicha misión se contrapone no sólo al concepto de interés social propio de la Ley N° 19.550, sino también a los últimos avances del Buen Gobierno Corporativo, que se relacionan con la denominada Responsabilidad Social Empresaria, que al contemplar los intereses de los “*stake holders*” y no sólo el de los accionistas, se aproxima más al “interés social” fijado por la Ley de Sociedades Comerciales.

b) El comité de auditoría

Se trata de un subórgano de control insertado dentro del órgano propio de administración, con la consiguiente superposición de funciones con el consejo de vigilancia o sindicatura.

Debería mantenerse la estructura dualista propia de la Ley N° 19.550, unificando las funciones de control interno en un solo órgano.

c) La figura del director independiente

El Decreto 677/01 establece que el comité de auditoría estará compuesto al menos por dos directores independientes elegidos por el directorio.

La Ley de Sociedades Comerciales no ha distinguido entre directores, estableciendo el funcionamiento colegiado y la responsabilidad orgánica para dicho cuerpo.

La diferente calidad y asignación de funciones específicas a los directores miembros del comité de auditoría se parta del régimen propio de la Ley N° 19.550 ya que se fijan funciones específicas aunque la responsabilidad permanece correspondiendo al órgano sin discriminar entre tipos de directores que responden en forma solidaria.

d) El régimen de oferta pública de adquisición

Este régimen establecido en los artículos 23 y siguientes del Decreto 677/01, se justifica en la igualdad y fungibilidad de las acciones que componen el capital de las empresas autorizadas a ofrecer públicamente sus acciones.

No obstante, al ser su adopción de carácter voluntario, fue recogido sólo por el 25% de las empresas emisoras.

Atento la elevada concentración del capital accionario, propia de las sociedades ofrecidas públicamente en Argentina, con el consiguiente valor que los socios mayoritarios adjudican a la prima de control, debería establecerse su adopción voluntaria en el estatuto social.

e) Responsabilidad del administrador social

Tanto la Resolución General N° 493/06 de la Comisión Nacional de Valores, como la Resolución General N° 6/06 de la Inspección General de Justicia, ambas reconocen sus fuentes en disposiciones de gobierno corporativo extranjero. No resulta acertada la afirmación contenida en el párrafo 6° del punto 2 del Considerando de la primera, en el sentido de que ellas no *"tornará per se responsables [a los administradores] por el acierto de sus predicciones y planificación que se propongan desarrollar"*, aun cuando hubieran sido las formuladas con la debida diligencia de un buen hombre de negocios.

Obsérvese que, en derecho comparado, no se admiten demandas por responsabilidad con sustento dichas manifestaciones, al quedar

amparadas en una zona de exclusión, a diferencia de lo que ocurriría en el caso de nuestro país, que no existiría ninguna excepción al régimen general de responsabilidad <sup>(5)</sup>.

### III

La búsqueda de una administración más transparente de las sociedades autorizadas a ofrecer públicamente sus valores negociables debe mensurar cuidadosamente los costos que conllevan las normas a dictar, atento a las características del mercado de capitales nacional, caracterizado por la retracción de las emisoras en dicho mercado.

Un punto de partida en este camino es compatibilizar los requerimientos atinentes al buen gobierno corporativo con el régimen societario nacional, reconsiderando los ya dictados sin que ello implique menguar la protección del accionista minoritario, objetivo de dicha normativa.

---

(5) Así por ejemplo, tanto la Sección 27 A de la Ley de Valores (15 USMC. §77 a et seq.) como la Sección 21 E de la Ley de Mercados de Valores de los Estados Unidos de Norteamérica, (15 U.S.C. §78 a et seq.) impiden iniciar demandas basadas en las denominadas “declaraciones a futuro” o “documentos que contengan proyecciones”.