

**INCORPORACION DEL
GOBIERNO CORPORATIVO
AL DERECHO POSITIVO
ARGENTINO**

Eduardo Bacqué

Jornada de la C.S.A. 31-10-07

Preliminar:

- Una visión crítica de la regulación del gobierno corporativo en nuestro país no equivale a propugnar que las sociedades se administren de forma poco transparente.

OBJETIVO:

- Ver qué problemas exhibe el Gobierno Corporativo en una aplicación coherente con: a) nuestra realidad y b) con el orden jurídico vigente.

PRESUPUESTOS:

- Las normas de Gobierno Corporativo son normas regulatorias:
- Fijan pautas de acción de las partes en el mercado.
- Son parte del derecho económico, instrumentando la política económica estatal.
- Las normas regulatorias deben establecerse con un cuidadoso cálculo de costo/beneficio

**INUTILIDAD DE ACCIONES UNILATERALES
QUE GENERAN UNA REGULACION
DESEQUILIBRADA**

DEMANDA. (INVERSORES)

**NECESIDAD
DE
DOBLE ENFOQUE**

OFERTA. (EMISORES)

ANALISIS SOBRE LA DEMANDA

→ CAUSAS:

→ Globalización financiera.

→ Acciones de empresas de países emergentes, objeto de interés de inversores institucionales extranjeros.

→ Procuran niveles uniformes en la administración de estas empresas a los de sus países de origen: *One size fits all*, con la colaboración de organismos de crédito internacional.

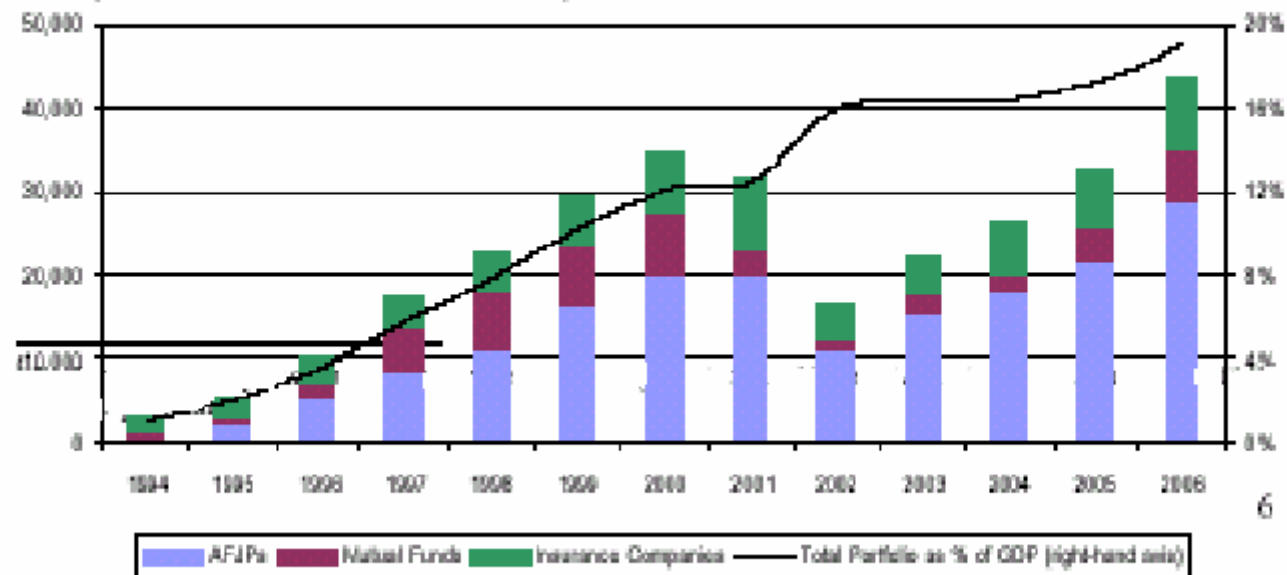
→ ¿La alineación, resulta en una doble vía?

→ Crecimiento exponencial de los inversores institucionales a nivel mundial.

→ Creación de AFJP, reforma de marco regulatorio de las Cías. de Seguro y FCI los transformaron en los principales demandantes en el mercado de capitales nacionales.

Inversores Institucionales. Portafolios como % del PBI. 1994-2006

Figure 2: Portfolios managed by AFIPs, insurance companies and mutual funds, 1994-2006 (in US\$ millions and as % of GDP)



Fuente CEF 2007

- ➔ **Nuevo fenómeno: Inversores “minoritarios” más fuertes que las empresas en las que aplican.**
- ➔ **La Ley N° 19.550 tiene institutos protectivos de las minorías.**
- ➔ **El Decreto 677/01 agregó dos:**
 - a) **Régimen de solicitud de poderes de representación en Asamblea para accionistas que reúnan mas del 2% de los votos;**
 - b) **Facultades adicionales de investigación a pedido de accionistas que representen no menos del 5% del capital social a la C.N.V. previa opinión del Comité de Auditoría para la designación de un auditor externo para una o más tareas, a su cargo.**

- Los Inversores Institucionales cuentan con regulaciones estrictas sobre la composición cualitativa y cuantitativa de sus portafolios.
- Las regulaciones referidas a su actividad como accionistas son escasas.
- Si poseen 2% o más del capital de una empresa están obligados a asistir a las asambleas, si es menor deben constar en acta de directorio la razón de no hacerlo, fundándose en el mejor interés de los afiliados.
- No existen normas que les obliguen a informar procedimientos y políticas con relación a la asistencia y voto.

➔ **Causas de la inactividad:**

➔ **1) Deberes de los administradores de los I.I.:**

➔ *Fiduciarios ante sus afiliados.*

➔ *Como accionistas.*

➔ **ARTICULO 254.-** *Los accionistas que votaran favorablemente las resoluciones que se declaren nulas, responden ilimitada y solidariamente de las consecuencias de las mismas.*

➔ **2) Conglomerado**

➔ **Resultado:**

➔ **Cultura de la abstención.**

→ Problemas sobre los portafolios:

→ Pocas IPOS.

→ Concentración del capital social. Media: 70%.

→ Pocas sociedades elegibles. Aprox. 50% de las cotizadas califican.

→ Mercado secundario ilíquido.

→ Consecuencias:

→ A) Problemas para salir.

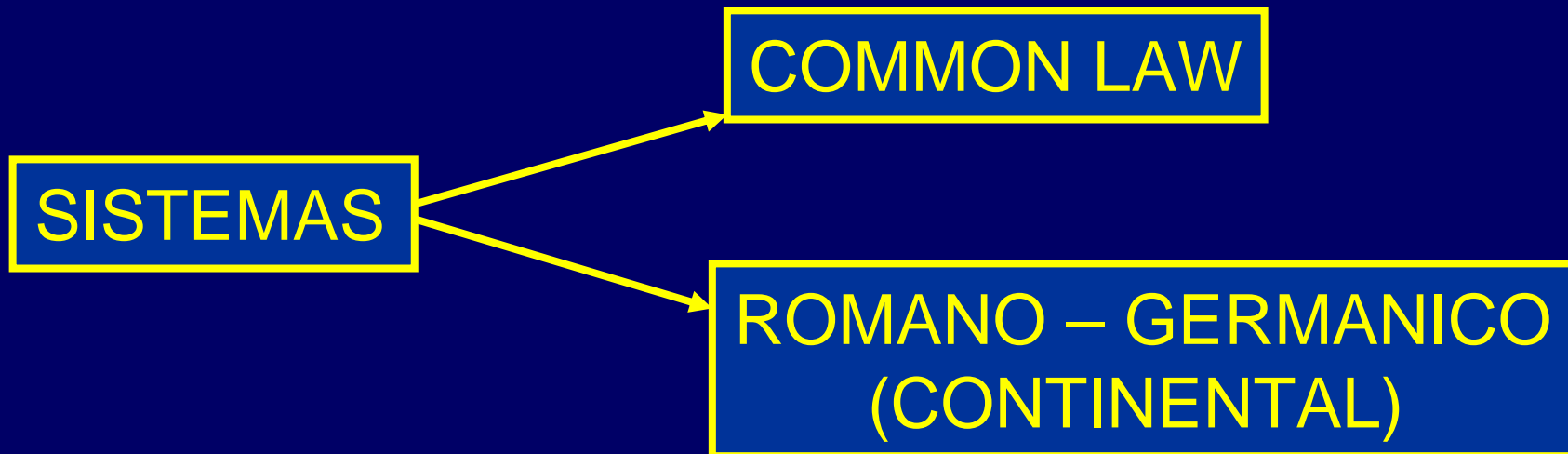
→ B) Aplicación en mercados del exterior. “Vuelo hacia la liquidez”.

ANALISIS SOBRE LA OFERTA

1.- Aspectos jurídicos

2.- Aspectos fácticos

1.- Aspectos jurídicos



➔ Causa:

➔ Los sistemas jurídicos “*categorizan*” al objeto a regular, la S.A., de manera diversa. Son objetos diferentes.

➔ Consecuencia:

➔ Imposibilidad de transpolar regulaciones.

4
Categorías
(3 jurídicas 1
financiera)
marcan
diferencias

→ **Naturaleza Jurídica.**

→ **Estructura Social:**

→ **Tipos.**

→ **Administración. (gestión)**

→ **Control (modelo
dualista/monista)**

→ **Responsabilidad del
administrador.**

→ **Función Capital (balances)**

→ **Sistema de financiación
preponderante**

| SISTEMA | DIRECTORIO FUNCIÓN | DIRECTORIO COMPOSICIÓN | RESPONSABILIDAD | FUNCIONAMIENTO |
|------------|--|--|--|--|
| ANGLOSAJON | CONTROL DEL MANAGEMENT (GESTION = GTES) | COMPOSICION CALIFICADA: DIRECTORES: DEPENDIENTES E INDEPENDIENTES | PERSONAL "CUASIFIDUCIARIA" | SISTEMA: DELEGACIÓN COMISIONES ESPECIALES: ➡➡ AUDITORIA ➡➡ REMUNERACIONES ➡➡ NOMBRAMIENTOS ➡➡ SEGUIMIENTO |
| ARGENTINO | ORGANO DE AD- MINISTRACIÓN (art.255) CONTROL: a/c SINDICATU- RA (284) CONSEJO DE VI- GILANCIA 280/281 (control de gestión) | En las sociedades en O.P. DIRECTORES INDEPENDIENTES OBLIGATORIOS AL SOLO E- FECTO DE CON- FORMAR EL CO- MITÉ DE AUDITORIA | ORGANICA ILIMITADA Y SOLI- DARIA (art 59 Art 274) | COMO CUERPO COLE- GIADO. El Dto. 677/01 INTRODUCE LA FIGURA DEL COMITÉ DE AUDITORIA COMO SUB-ORGANO AD-HOC DENTRO DEL DIRECTORIO |

→ PRINCIPALES INSTITUTOS QUE HAN SIDO INCORPORADOS DESCONSIDERANDO EL SISTEMA JURIDICO ARGENTINO:

→ COMITÉ DE AUDITORIA

→ DIRECTOR INDEPENDIENTE OBLIGATORIO

→ ¿MAYOR VALOR DE LAS ACCIONES?

→ SUPUESTOS DE RESPONSABILIDAD ESPECIFICOS

2.- Aspectos Fáticos

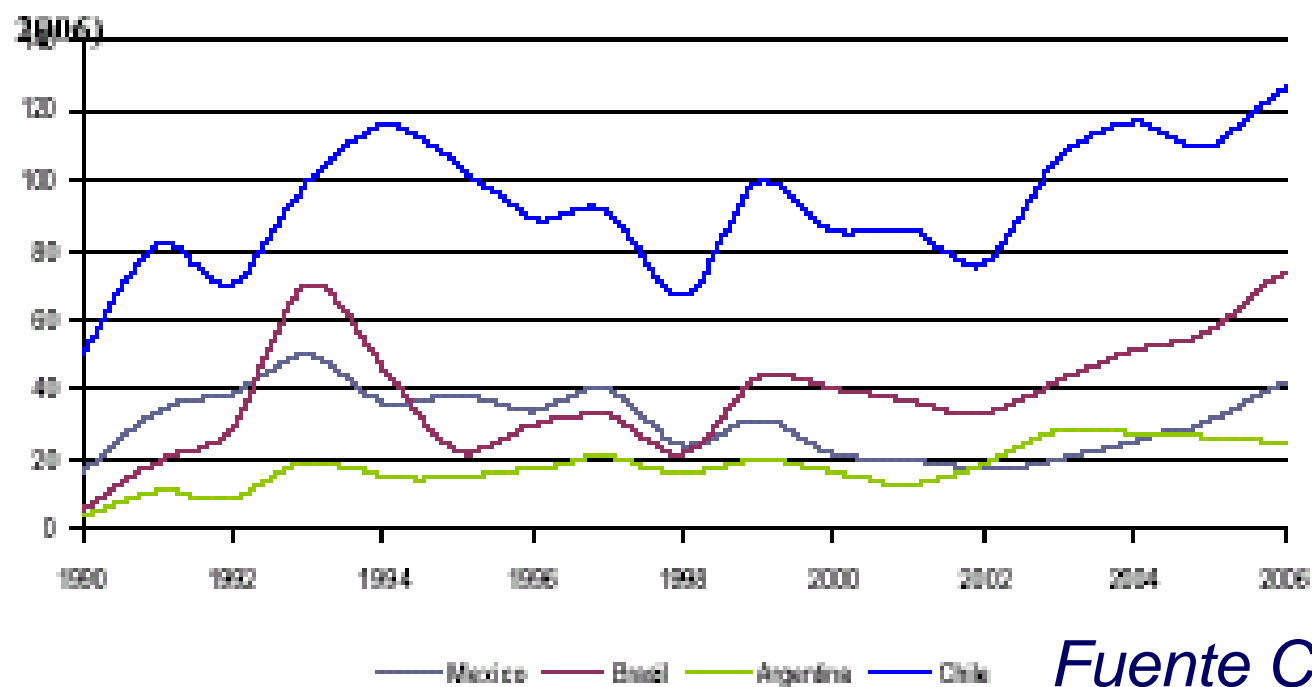
ESTADO DE LA OFERTA EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO.

| Año | Cantidad de sociedades admitidas a cotización en la B.C.B.A. |
|-------------|---|
| 1960 | 552 |
| 1990 | 179 |
| 2000 | 125 |
| 2006 | 100 |

Fuente FIABV/FIB

➔ Capitalización Bursátil en descenso. (% del PBI)

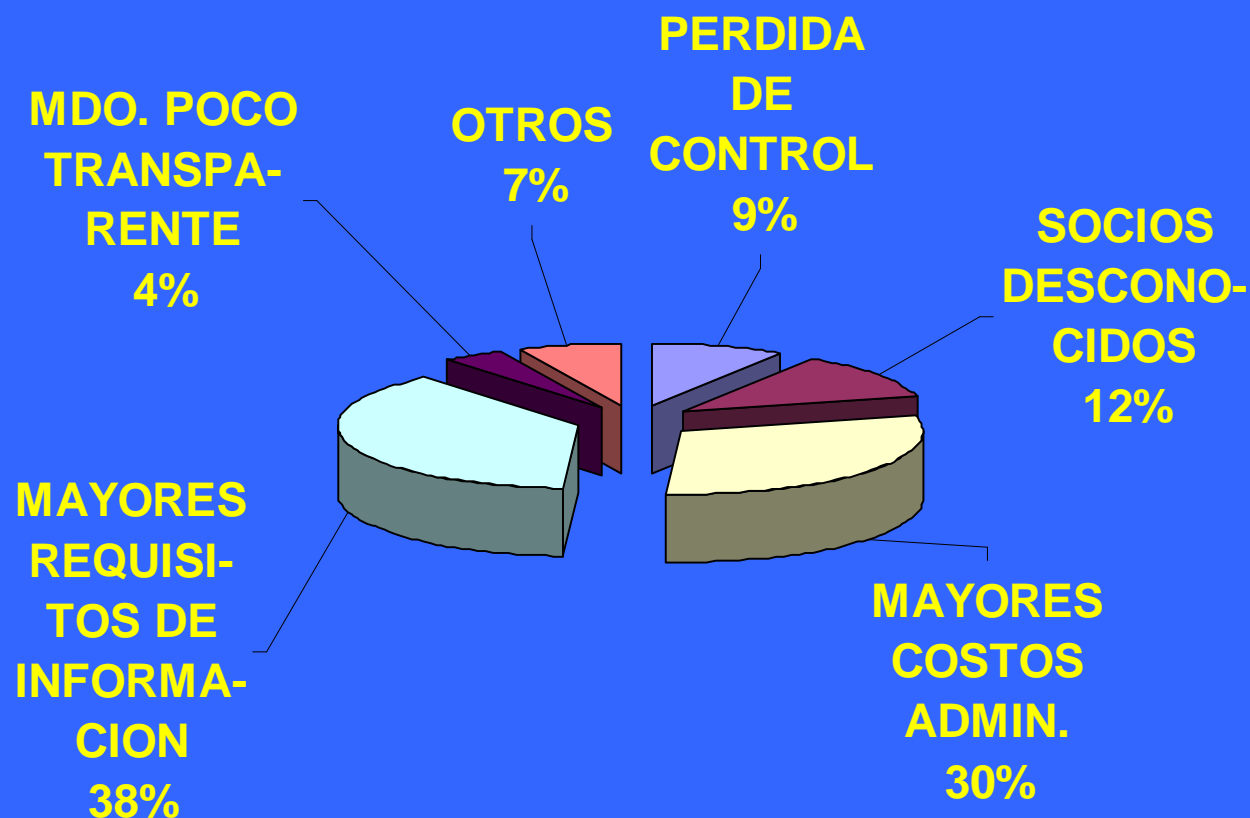
Figure 1: Market capitalization as % of GDP for selected Latin American countries (1990-



➔ Concentración:

- ➔ En la capitalización 10 empresas el 90%
- ➔ En volúmenes negociados. 10 empresas el 90%

→ Percepción de los emisores sobre las desventajas de incorporarse al régimen de la oferta pública:



Fuente: IAMC año 1996

➔ **Mercados desarrollados:**

- ➔ Accionariado cambiante y disperso
- ➔ Separación entre propiedad y gestión
- ➔ Problema de agencia.

➔ **Argentina:**

- ➔ Accionariado concentrado
- ➔ Administración a/c del grupo de control.
- ➔ Problema: Conflicto entre mayoría y minoría.

➔ Fungibilidad de las acciones vs. Prima de control

➔ ¿Existe valor de la cosa mueble conjunto?

➔ OPA: Sólo 25% de las emisoras adhirieron al régimen voluntario.

ALGUNAS CONCLUSIONES:

- ➔ En su actual diseño el c-g en la Argentina no concita el interés de la oferta ni de la demanda y parece destinado a una actividad signada por el delisting y la concentración.
- ➔ El marco regulatorio del mercado de capitales debe incentivar a la apertura del capital.
 - ➔ Más sociedades cotizadas permitirían mas inversión de los inversores institucionales.
 - ➔ Un mercado más líquido permitiría “votar con los pies”
- ➔ El gobierno corporativo no es una prioridad. El mercado no premia empresas con buen gobierno corporativo con mejor valuación.
- ➔ La copia indiscriminada de institutos propios de mercados desarrollados constituye un desincentivo para la apertura del capital.
- ➔ Los emisores consideran que los costos de entrar a la oferta pública son mayores a los beneficios en términos de financiamiento que obtendrán del régimen.
- ➔ Esta situación debe ser revertida con una simplificación del régimen que tome en cuenta la materialidad y la relevancia de la información, y su relación causal con la formación de los precios en el mercado, antes que criterios formales informativos que sólo generan costos para los emisores sin beneficios para inversores. (Ej. doble control C.N.V. y B.C.B.A.).

Muchas gracias!

bacque@cansocanon.com