# Transparencia y Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo. Reflexiones

## El futuro ya no es lo que solía ser.

Es evidente que el mundo financiero ha experimentado en los últimos años un crecimiento exponencial, producto del desarrollo de los sistemas informáticos, la desmaterialización de los activos financieros, las plataformas de negociación remota, y la facilidad consecuente de permitir grandes movimientos de capitales.

Este fenómeno también ha generado grandes crisis como efecto no deseado, que han sido generalmente producto de una inadecuada regulación, y de políticas financieras laxas, lo que alentó la creación de burbujas financieras y apalancamientos excesivos en productos y vehículos financieros de poca transparencia, y también el abuso por parte de grandes empresas y grupos económicos que terminaron en fracasos estrepitosos, en perjuicio de los ahorristas y de sus mercados.

Estas crisis han devenido en globales, contagiando a todos los mercados por la interconexión que existe entre ellos.

Para solucionar algunas de las falencias descriptas, los países han ido adoptando, entre otras medidas, las llamadas Normas de Transparencia y Buenas prácticas de Gobierno Corporativo, hecho concretado a partir del Decreto 677/2001 en nuestro país. También cabe mencionar la importancia de otros documentos de legislación internacional, como por ejemplo la Sarbannes Oxley Act de los EE.UU., el Código de Governanza de Brasil, y el “White Paper” de la OECD.

Recordemos que la esencia de las Buenas Prácticas consiste en la Protección al Inversor, especialmente del accionista minoritario, del inversor institucional y del pequeño inversor, la Protección de los Stakeholders, en todo el alcance del término, incluyendo por lo tanto la protección del medio ambiente, la responsabilidad social empresaria, la contribución al desarrollo humano y económico de la sociedad en la cual las empresas se desenvuelven, y finalmente el cumplimiento estricto por parte del Directorio de sus obligaciones y responsabilidades, especialmente en lo que hace a la transparencia y oportunidad de la información societaria a brindar, la independencia de los directores, el control de gestión, el manejo de los conflictos de intereses, y la ética personal y empresaria.

Las Buenas Prácticas han ayudado a las empresas cotizantes que las adoptaron a ampliar su capacidad de fondeo, a expandir sus fronteras de captación de capital y crédito y a reducir el costo del endeudamiento, entre otros factores positivos.

No obstante estos avances, creo importante resaltar que los gobiernos se han encontrado permanentemente corriendo detrás de los acontecimientos financieros globales devenidos en crisis. El mundo cambia más rápidamente de lo que se lo puede regular.

Debo sin embargo destacar que nuestro país, por haber sufrido antes que otros mercados los efectos de una crisis terminal, que llevó al Gobierno entre otras medidas a obstaculizar desde entonces hasta hoy la entrada de capitales especulativos a nuestros mercados, se encuentra en una posición no inmune pero sí mucho más favorable ante la crisis, pero con el grave inconveniente de haber reducido al mínimo la actividad bursátil, hasta convertir a la Argentina en un “mercado de frontera”, por debajo de mercados emergentes hasta hace pocos años menores o comparables al nuestro.

De todas formas, creo que aún resta efectuar un análisis de los efectos de la globalización en todos los mercados y actividades del hombre, aunque en esta ocasión por escasez de tiempo me centraré exclusivamente en los mercados financieros.

Porque ha sido la globalización la que ha llevado a los mercados a mejorar las Prácticas de Transparencia y Buen Gobierno Corporativo, para así estandarizar la exposición financiera y contable de las emisoras y de todos los participantes de los mismos, permitiendo un análisis comparativo lo más certero posible de las condiciones que en materia de Seguridad Jurídica, Rendimiento al Inversor, y Protección contra malas prácticas brindan dichos centros financieros, incluyendo por supuesto la prevención y lucha contra el fraude, el dolo o la negligencia de los actores.

Sin embargo, la globalización ha permitido también el desarrollo de dos factores que atentan contra el funcionamiento de los Mercados: El primero es el arbitraje regulatorio, y el segundo es la concentración y volatilidad de los flujos financieros.

Estos factores han fomentado la aparición de nuevas especies de “Dino-Empresas”, especialmente conglomerados económicos, megafondos opacos como los llamados Hedge Funds (fondos de cobertura) y megabancos que aparentemente resultan demasiado grandes para caer, provocando un riesgo sistémico de imprevisibles consecuencias.

Por esa razón, cuando se contempla una crisis como la que el mundo está sufriendo ahora, debemos preguntarnos si la intervención de los Estados y los Organismos Supranacionales en las economías y en los mercados, solamente responde a un paradigma ideológico del rol del Estado en la Economía o también responde a una causa mucho más real e incontrastable, cual es que los centros financieros globales y las megaempresas, han crecido y se han concentrado de tal forma que por su tamaño ya se escapan del molde de lo que puede ser corregido por esos mismos mercados. Repasemos por ejemplo el accionar del Gobierno norteamericano en estos tiempos, y recordemos que hoy en día ante la crisis europea hasta el propio Vaticano está promoviendo la creación de un Banco Central Mundial.

Este hecho lleva a concluir que hemos entrado en una nueva dinámica de los acontecimientos, en los cuales los gobiernos serían los únicos, o al menos los principales actores que están en condiciones de intervenir para proteger, mantener y salvar aquellos agentes, sectores y operaciones financieras que normalmente la supuesta “mano invisible” del mercado llevaría a la extinción, pero cuyo abandono resultaría gravísimo en términos políticos, económicos y sociales para la sociedad en su conjunto.

Por esa razón, por un lado vemos permanentemente las protestas de los Indignados por el salvataje indiscriminado que efectúan los gobiernos a entidades que evidentemente han hecho todo mal.

Pero no es menos cierto que simultáneamente aparecen otros Indignados, que tan válidamente como los anteriores, reprochan a sus gobiernos no haber intervenido lo suficiente para salvarlos a ellos de la ruina a la que fueron empujados por mercados sobre expandidos, excesos de liquidez y excesos de crédito, y por empresas y empresarios temerarios, para terminar convalidando ajustes y recortes económicos y financieros difíciles de soportar.

En este contexto, vale la pena efectuar algunas reflexiones.

A mi criterio, debemos tener en cuenta que la definición clásica del “Homo Economicus” que establece que el individuo tomará decisiones económicas basado en el análisis de toda la información y las perspectivas racionales de lo que ocurrirá en el futuro a partir de la decisión que tome, en la práctica resulta inexacta. No existe tal disponibilidad de información (Stiglitz fue premiado con el Nobel por establecer que la información siempre es asimétrica) y el futuro es siempre incierto (Thaleb lo describe muy bien en su obra “El Cisne Negro”), por lo que nos enfrentamos a la realidad de Inversores que se mueven más bien en manada, guiados irracionalmente por sus miedos, aprensiones, deseos y expectativas. Y allí es donde interviene el Estado.

Para establecer políticas económicas, el Estado desarrolla al menos cuatro actividades distintas:

1. Regula los Mercados.
2. Fija cuales actividades serán promovidas y cuales actividades serán desalentadas o prohibidas, a través de políticas fiscales, económicas y crediticias.
3. Invierte por su cuenta y riesgo en actividades consideradas estratégicas, y que el sector privado no quiere o no puede encarar.
4. Participa en actividades en principio cubiertas por la actividad privada, pero en las cuales el gobierno quiere tener presencia económica y política real y activa.

Aquí surge una larga serie de cuestiones de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo, que merecerían un seminario particular al respecto, pero quisiera enunciar al menos algunas de las aristas más relevantes de estos distintos tipos de intervención.

Con respecto a la regulación, hay un costo-beneficio evidente que debe ser sopesado al establecer más o menos normativas. Tanto es así, que existen distintos tipos de normas según el sector o el tamaño de la empresa de que se trate. Por ejemplo, la regulación sobre una entidad financiera, cotice o no sus acciones o emita Obligaciones Negociables, por el hecho de apelar al ahorro público, es muy distinta de la que se ejerce sobre una PYME que también se fondea a través del Mercado de Capitales.

La respuesta a esta dicotomía es que la primera sería susceptible de crear riesgo sistémico, y la segunda probablemente no.

Por su parte, el riesgo sistémico implica la posibilidad de necesitar salvatajes generalizados, con costos y consecuencias que son generalmente de imposible evaluación previa.

De todas formas, resulta llamativo la diferencia de criterios adoptados para empresas que cotizan, sean grandes o sean PYMES (en este caso con un nivel de control mucho menor), y de grandes empresas no cotizantes, bajo la órbita de la IGJ, como por ejemplo las incluidas en el artículo 299 de la Ley de Sociedades Comerciales, las que por recibir un trato más benigno, en un mercado de capitales que presenta pocas expectativas de crecimiento, están siendo de alguna manera alentadas a no cotizar.

Con respecto a la promoción o el desaliento del Estado a determinadas actividades, los incentivos o desincentivos deberían estar formalmente establecidos, para conocimiento de todos los actores económicos, y por lo tanto deberían constituir lo que se denomina políticas de estado de largo plazo, anunciadas y mantenidas a través del tiempo y por las sucesivas Administraciones.

Pero a veces dichas políticas pueden esconder sin proponérselo verdaderos arbitrajes regulatorios, contrarios a la Transparencia y las Buenas Prácticas, como los que se producen entre las mutuales y cooperativas de crédito y los Bancos, para dar sólo un ejemplo.

La actividad empresarial que encara directamente el Estado, si es monopólica o de influencia preponderante en el mercado, ya sea por su esencia, por una cuestión de decisión de oportunidad o por estrategia política, debería cumplir con la principal obligación de las Buenas Prácticas, que es brindar información transparente, actualizada y confiable a la ciudadanía, ya que ésta es indudablemente el principal stakeholder (tercero interesado) en el buen resultado político y económico de la acción emprendida.

Todavía falta recorrer un largo camino para que esto sea así, cuestión no menor si la tendencia a un mayor rol del Estado en la economía sigue su camino actual ascendente.

Finalmente, la participación del Estado en actividades cubiertas por la actividad privada, ya sea por vía de la competencia directa o por la complementación del Estado en el capital o la dirección de emprendimientos mixtos, presenta dilemas de difícil respuesta. Por ejemplo:

¿Es factible alinear los intereses últimos del Estado, como es la búsqueda del bien común sobre todas las cosas, con los intereses de la empresa privada, que debe velar por el éxito económico de su negocio?

¿En el caso de que surjan conflictos de interés dentro de una misma empresa, deberían prevalecer los intereses públicos por sobre los privados, aunque esto condicione la supervivencia presente o futura de la compañía?

Quisiera cerrar mi exposición con algunos comentarios sobre el Código de Gobierno Societario de nuestro país.

En primer lugar, déjenme decirles que hay más de un Código. Y no me refiero solamente al proyecto de actualización minuciosamente desarrollado por la Comisión Nacional de Valores a partir de la Resolución 516 y su reforma en curso, y al Código de Protección al Inversor que fue establecido por las Resoluciones 529 y su modificatoria la 542, (anteriormente denominado Código de Ética) sino también a la Comunicación A-5201 del Banco Central de la República Argentina, donde establece los llamados “Lineamientos para el Gobierno Societario en entidades financieras” y la Comunicación A-5203 referida a la gestión de riesgo. Comparando los textos, se puede ver que la diferencia entre los trabajos de ambos Reguladores es conceptualmente importante.

Si bien ambos mencionan la necesidad de evaluar y acotar el riesgo, en el proyecto de la CNV, la información a brindar por las empresas es periódica en la mayoría de los casos, ya que deben acompañar a la presentación de los Estados Financieros de las entidades, y además éstas cuentan con la posibilidad de comunicar si cumplen en forma total, en forma parcial o directamente no cumplen con las previsiones del Código.

El Banco Central, por su parte, establece que las Entidades Financieras deberán cumplir efectivamente con sus disposiciones a partir del 2 de enero próximo. Además la A-5201 menciona no menos de 25 veces la palabra “riesgo”, a lo que sigue el concepto de “control”, mientras que la A-5203 directamente se centra sobre el concepto de gestión de riesgo, agregándole obligaciones de transparencia y pruebas de estrés, que hacen a las Buenas Prácticas de Gobierno Societario, lo que indica a las claras la preocupación predominante en uno y otro caso, a saber:

En el caso de la CNV, la de alinear la información brindada en forma periódica por las emisoras argentinas, con las mejores prácticas internacionales en la materia, dándoles el tiempo necesario para que su adecuación no sea traumática para un mercado tan chico como es el Mercado de Capitales argentino.

En comparación, el Banco Central muestra una clara preocupación por el riesgo sistémico inmediato al que pueden llevar las malas o insuficientes prácticas en la materia, dentro del Mercado Financiero de nuestro país.

A mi juicio aún falta analizar profundamente el Comité de Auditoría instituido por el Artículo 15 del Decreto 677, y que incluye los conceptos de independencia de los directores, conflicto de intereses, control interno, y transacciones con partes relacionadas. ¿Ha sido eficiente, después de 10 años, la incorporación de figuras rescatadas de otros marcos jurídicos, como el Derecho Sajón, para incorporarlas a nuestra normativa?

A tal punto estaría cuestionado este Comité, que el Banco Central modifica esa figura: si bien instituye un Comité de Auditoría, el mismo se refiere exclusivamente a las Normas Mínimas de Control Interno de las Entidades.

El Comité de Auditoría de las normas de la CNV tiene otras atribuciones, pero en la actualidad y por imperio de lo establecido en la ley ha quedado acotado a las emisoras que realicen Oferta Pública de sus acciones, sin que aparentemente exista la intención de ampliarlo a otros agentes del mercado de capitales.

Una pregunta: ¿Cómo puede asegurarse la real independencia de los miembros del Directorio de una emisora argentina, considerando el bajo “free float” que presentan la mayoría de las empresas que cotizan?

Reconozco que ambos reguladores hacen una defensa de la participación de directores independientes en el control de las empresas, posición que por mi parte también debería revisarse para lograr su validación definitiva. Definamos y defendamos una auténtica independencia, bajo cualquier circunstancia, si realmente creemos que eso es posible. Yo tengo mis dudas al respecto.

Para finalizar, va una sugerencia con respecto a la reforma de la Resolución 516 que está encarando la CNV.

Mi propuesta sería implementar paquetes normativos con muchos menos requisitos, de una o dos obligaciones por caso, pero exigibles rigurosamente, y complementados luego con nuevos paquetes de complejidad creciente y sucesiva, dictados en forma periódica y preanunciada, pero acompañando el esperado crecimiento y mayor complejidad de los mercados y las empresas en el futuro, y por lo tanto abandonando el camino burocrático del “Comply or Explain” que llevamos recorrido hasta la fecha. Un buen ejemplo de esta propuesta es la Resolución 559 sobre Normativa Ambiental de la propia CNV.

NARCISO MUÑOZ Buenos Aires, 29 de noviembre de 2011