

La llamada "Ley de Transparencia", bajo la lupa de los analistas. Por qué es una buena noticia para los accionistas minoritarios. Las asignaturas pendientes.

# LOS MERCADOS TIENEN CUSTODIA PERMANENTE

Cuando Daniel Marx anunció el inicio de un nuevo período para el mercado de capitales local con la firma del decreto denominado "Ley de Transparencia", la pregunta del inversor pasaba por saber si era insuficiente lo que había o, directamente, no había. En la Argentina pasaron muchas inundaciones bajo distintos puentes, y una lo hizo por el mercado bursátil local. Los precios de los activos se deterioraron e, incluso, la acción del MerVal vieron cómo su valor se destruyó año tras año. Luego de los US\$ 2,1 millones pagados por Provincia Bursátil, el precio de un asiento para operar profundizó su caída y, con picos operados en los US\$ 1,35 millón en marzo de 1994, descendió a US\$ 285.000 en 1999. Desde fines de 1998 hasta hoy, el mismo Mercado de Valores recompró de-

cenos de ellas, incluso por debajo del valor de libros, para poder dar salida del sistema a varios agentes que quedaron atrapados. El volumen negociado es otra muestra de que la problemática acumuló una década sin soluciones hasta llegar a este intento. Las cifras así lo reflejan: en agosto de 1996, se operaban US\$ 15.307 millones al mes. En 2001, se transa apenas un 15 por ciento de esa cifra. Las empresas más relevantes que retiraron su operatoria fueron Disco, Sevel, Bagley, Ipako, Banco Supervielle, Terrabusi y BGH. Otras —Rep-sol, Río, Telefónica o Francés—, sin retirarse del panel, se fusionaron con sus matrices del exterior y perdieron volumen. El tiempo dirá el resultado para el accionista de los controvertidos canjes de Perez Compac, por PC Holdings, y Banco Galicia, por el Grupo Financiero Galicia. In-

cluso aún flotan en el ambiente situaciones dudosas, como la venta de acciones de Quickfood, cuyo valor no llega a la mitad de la IPO realizada en diciembre del 2000 a US\$ 3, y nadie cree que eso haya sucedido sólo por problemas de aftosa o "mal de la vaca loca". Algo influyó la deuda de la compañía y quiénes fueron los principales vendedores de los papeles en la oferta primaria. Caso curioso: desde 1990 hasta la fecha entraron más de 40 nuevas empresas a cotizar. Sólo tres de ellas —las telefónicas e YPF— están en niveles superiores a sus IPOs.

Para Augusto Darget, flamante gerente de Brokerage de Capital Markets Argentina, para que "hayamos llegado a este punto de descreimiento, los cuatro participantes fallaron". A saber: • Las empresas: los emisores castigaron al que creyó en sus

## EN EL MUNDO

• La Bolsa de Madrid buscó facilitar al inversor particular un mejor acercamiento al mercado. Creó la figura del "Protector del Inversor".

• La Bolsa de Valores de San Pablo mostró su creatividad al crear la figura del "Ombudsman".

• En Chile, un juez sometió a proceso al contador-auditor y ex corredor de bolsa Iván Morales Medina, en una causa por una supuesta falsificación de un documento público enviado por LQ Inversiones, filial financiera e industrial del grupo Luksic.



proyectos, y éstos no fueron cumplidos y perjudicaron al accionista minoritario con los retiros de cotización; • Los inversores: se observaron cuestiones de utilización de información privilegiada; • Los intermediarios: no les dieron la importancia que debían a las reglas de “compliance”, o sea todo lo que puede beneficiar a la firma intermediaria en detrimento de los clientes; • Las autoridades del mercado de capitales: sabían que para ser mandatario hay que dar un pre-examen y un examen exigente, y no así para operar en el Sinac o el mercado continuo. Créase o no, los mandatarios operan menos del 10 por ciento del volumen general y son los que dan el examen.

**DIME COMO TE MUEVES Y...** Las transacciones bursátiles con datos confidenciales ocasionaron escándalos financieros. Toda información secreta puede tener efectos devastadores si no es bien manejada por quienes la controlan. Durante la Segunda Guerra Mundial, los aliados decodificaron las claves de comunicación de los alemanes y descubrieron secretos de gran valor militar que facilitaron su triunfo. En el mundo financiero rigen los mismos principios, pero la Securities & Exchange Commission —SEC— intenta controlar la filtración de datos para evitar que algunos pocos saquen ventajas desleales. Muchas personas fueron procesadas por proveer información privilegiada a individuos que posteriormente lucraron con sus inversiones, pero no en el caso de datos aportados a analistas o grandes inversores. Con el tiempo, se observa la aparición de los anticuerpos. Unas 14 grandes firmas de Wall Street acordaron seguir nuevas directivas para regular la actividad de sus analistas, entre las que figuran desvincular sus operaciones de las divisiones de banca de inversión. El acuerdo es voluntario y fue suscripto por Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley Dean Witter, Robertson Stephens, Salomon Smith Barney, UBS Warburg, entre otras grandes firmas de Wall Street.

Las 13 sugerencias hechas por la Securities Industry Association, un grupo que reúne a las principales compañías de inversiones, incluyen la recomendación de que los analistas no informen a miembros

de la división de inversiones de su compañía, ni que presenten para aprobación sus análisis a estos ejecutivos. Asimismo, recomienda que los sueldos de los analistas no estén vinculados a algunas inversiones específicas. También piden que las recomendaciones sean claras, transparentes y

rante los últimos años, y casi todos los meses se escuchaban propuestas destinadas a revertir esta tendencia. Ni la tecnología ni la situación económica fueron los responsables del éxodo bursátil de las empresas. Las autoridades se distrajeron en peleas entre los bancos de inversión y las casas de bolsa tradicionales, y trabajaron sobre propuestas que no pueden catalogarse más que por tener buenas intenciones pero que transitan por la vía equivocada. Los principales damnificados fueron los inversores.

El nuevo decreto posiciona a la Argentina a la vanguardia en materia de prácticas de transparencia e incentiva la reducción del costo de capital para aquellas empresas que están en el régimen de oferta pública. Rafael Ber, socio de Argentine Research, considera que la economía requiere del incremento del financiamiento de riesgo para apoyar a las empresas locales en la reestructuración de sus niveles de endeudamiento, incorporando nuevos capitales accionarios para potenciar su desarrollo. “Sin reglas claras y aggiornadas, es imposible que eso suceda”, sostiene. Pablo Sacheri, gerente de Inversión de Futura AFJP, asegura que el decreto 677/2001, “si bien no soluciona en sí misma la problemática que representa el manejo societario por parte de las mayorías y como ellas se imponen a las minorías, marca el inicio de un

marco normativo y legal tendiente a dar un mayor resguardo a los derechos de los accionistas minoritarios y de los gobiernos corporativos, con herramientas referentes a la transparencia de la oferta pública que hoy se utilizan con efectividad en mercados de capitales más desarrollados que el nuestro”.

Como elementos relevantes introducidos por el decreto de ley se pueden remarcar el tratamiento de la OPA, introduciendo el capítulo de “régimen de participaciones residuales”, y establece un marco legal para el “retiro de la oferta pública”, cuya falta en el pasado dio lugar a situaciones pocas claras al respecto.

Para Luis Álvarez, secretario del Mercado de Valores de Buenos Aires —MerVal—, con la llamada “ley de transparencia”, el mercado de capitales perfecciona su marco regulatorio y lo asemeja a los que rigen



## CUESTIONAMIENTO

“Para que haya este descreimiento, fallaron los cuatro participantes básicos.”

**AUGUSTO DARGET**

consistentes, y que el ranking utilizado por las empresas sea de fácil comprensión. Las nuevas directivas exigen que los análisis de una compañía se hagan sobre la base de todos los datos que pueda recolectar el analista, y no sólo a partir de la información entregada.

**¿Y POR CASA?** La decadencia del mercado de capitales local fue una de las principales preocupaciones de los operadores du-



en los principales mercados del mundo. Álvarez pone como ejemplo el sistema informático, a través del cual los inversores pueden consultar, vía Internet, el saldo y los movimientos de sus tenencias en la Caja de Valores y así estar informados sobre el estado de sus inversiones. Julián Cohen, director de Cohen Sociedad de Bolsa, explica que uno de los problemas que existen en la Argentina para lograr un mercado transparente es que deben acelerarse los tiempos de resolución en la Justicia. "Sería un avance que existiera en la Justicia gente idónea para tratar los temas referentes a los mercados financieros. La CNV debe contratar personal con amplia experiencia en el mercado", se exclama Cohen.

Para Guillermo Corzo, economista de la Fundación Capital, uno de los principales logros es fijar normas para poder realizar retiros de las empresas cotizantes de la oferta pública y ampliar el universo de control de la CNV a los mercados a término y de futuros. Según Fernando Muñoz de Toro, socio del estudio Muñoz de Toro & Muñoz de Toro, el decreto de transparencia es "positivo", pues eleva el nivel de control sobre las empresas. Quizás una de las principales contribuciones del decreto sea que la libertad para la emisión de títulos

valores permite a los bancos y empresas crear distintos instrumentos, lo que hasta ahora era más complicado. También resulta importante que se haya incluido el concepto de la regla 10b5 de los Estados Unidos, en el que las compañías, accionistas, directores, bancos y otros intervinientes



## VOTO FAVORABLE

**"Es positivo, porque eleva el control de las empresas."**

**FERNANDO MUÑOZ DE TORO**

en la redacción de un prospecto de oferta de títulos son responsables por las omisiones o errores significativos que contenga. El "pero..." que especifica Muñoz de Toro está centrado en los seminarios realizados para debatir conceptos "teóricos", aunque nada concreto, al estilo americano. Por ello, dice el abogado, "el decreto es muy generalista y omite regular temas importantes que requieren más casuística basada en la experiencia, lo que no ocurre en el derecho americano que fue la fuente de algunas de las nuevas normas". Entre algunos de los temas que no se entienden está la reducción de multas —de US\$ 5 a US\$ 1,5 millón—. Tampoco la omisión de aclarar al regular los títulos escriturales que las ONs escriturales dan vía ejecutiva. Este es un punto cuestionado, luego del calvario que pasan los acreedores de Alpargatas para cobrar sus créditos o la experiencia de los concursos de Superca-

nal y SCP. "Tampoco se entiende la figura del nuevo 'Comité de Auditoría'. Hubiese sido mejor unificar funciones con el Consejo de Vigilancia o Comisión Fiscalizadora", agrega Muñoz de Toro. Y sentencia: "El balance es positivo. Pero se olvida del inversor en 'private equity', el inversor en acciones de empresas que no están en la oferta pública". ■

## COMPETITIVIDAD EN EL MERCADO DE CAPITALES



**POR BONNIE SANTIAGO**

*Miembro de la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía y responsable de la Coordinación de Mercado de Capitales.*

**C**ompetitividad, confiabilidad y modernización del régimen de oferta pública son los pilares que fundamentan la ley de Transparencia y mejores prácticas para el mercado de capitales —decreto

677/2001—. El nuevo marco legal posiciona a la Argentina en la vanguardia regional en materia de transparencia y prácticas de buen gobierno corporativo, a través de un marco legal que contempla las particularidades de las empresas que operan en el sistema de oferta pública y moderniza aspectos de funcionamiento del sector. Para entender la necesidad de los cambios, hay que reconocer las tendencias mundiales de los mercados. En los últimos años, hemos sido testigos de un fenómeno de concentración de los participantes del mercado. En este contexto, el segmento de inversores institucionales adquirió gran relevancia en la orientación del ahorro hacia la inversión. Las crisis mundiales que el mercado debió superar desde 1997 dejaron varias lecciones, como, por ejemplo, la importancia de evaluar las prácticas de gobierno

corporativo de las empresas y el marco legal del país receptor de las inversiones. Una ventaja competitiva de la Argentina es la calidad de su ley de sociedades, superior a la de otros países que compiten por idénticos inversores. Sin embargo, existían cuestiones de mercado y de aplicabilidad de la ley para las empresas cotizantes en el mercado bursátil que debían ser solucionados. La ley de transparencia y mejores prácticas para el mercado de capitales es una iniciativa impulsada por la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía.

Esta ley es una de las etapas de un proyecto integral que contempla el rediseño del mercado de capitales local. Una etapa posterior será encarada en el segundo semestre del año, y trabajará los temas no comprendidos en esta ley. Una forma de reacción posible es la de defensa y conservación de los modelos conocidos. La otra es la del análisis profundo de nuestras debilidades y de los medios de adaptación a los requerimientos del mercado actual. Hoy, los emisores pueden, para la búsqueda de inversores, mencionar como ventaja competitiva el marco legal en el que se desenvuelven las empresas con oferta pública en nuestro país.

Si con el fortalecimiento normativo e institucional del mercado de capitales y una mayor protección al inversor logramos posicionarnos competitivamente y reducir el costo de capital de nuestras empresas, habremos logrado el objetivo.