



***Organisation for Economic Co-operation and Development***

***In co-operation with the World Bank Group***

***The Third Meeting of the  
Latin American Corporate Governance Roundtable***

***8-10 April, 2002***

***Bolsa Mexicana de Valores, Mexico City, Mexico***

***“DISCLOSURE AND TRANSPARENCY  
NON FINANCIAL DISCLOSURE”***

***(Session 8 )***

***BY***

***Emilio M. Ferré  
Comisión Nacional de Valores  
Argentina***

Hace un año en el marco de la segunda mesa redonda en “Corporate Governance” de la OECD y Banco Mundial me referí a los últimos avances en esta materia en América Latina. Y con el fin de delimitar el tiempo desde el cuál contar esos últimos avances me referí a la crisis asiática, a la creación del Financial Stability Forum y a la publicación de los principios de Corporate Governance de la OECD.

Hoy , para referirme a la “Revelación de la Información y Transparencia y a la Revelación de la Información No-financiera” voy a remontarme aproximadamente al mismo período de tiempo, esto es el año 1998, pero haciendo hincapié en los cambios producidos luego de los hechos terroristas del 11 de septiembre de 2001 que impactaron en Nueva York, Washington D.C. y en el mundo entero; y el caso de la empresa Enron.

Por cuanto ambos temas –Revelación de la Información y Transparencia-, a pesar de estar íntimamente ligados, abarcan un espectro amplísimo trataré de ajustarme a tres preguntas fundamentalmente:

- 1) Cuales son las áreas de Revelación de la Información No-Financiera que dan las empresas emisoras y a la que más atención deben prestar los responsables de diseñar políticas, las mismas empresas emisoras, los inversores y los intermediarios? Hay deficiencias importantes en los actuales marcos regulatorios y en las prácticas en materia como Discusión y Análisis Gerencial de Condiciones Financieras y Resultados de Operaciones (MD&A), eventos extraordinarios de la compañía, fusiones, adquisiciones, cambios en los mercados, etc?
- 2) Bajo que circunstancias, si las hay, puede una empresa solicitar eximirse de revelar información; y que debería disparar una obligación absoluta de revelarla?
- 3) Existe un patrón de convergencia dentro de la región; y entre la región y los principales de mercados financieros ( Estados Unidos de América y Europa), en los regímenes regulatorios y prácticas societarias (corporate practices) con relación a la revelación de la información no financiera?

Para contestar a estas las preguntas me voy a referir a distintos documentos que son fundamentales. Asimismo debo hacer referencia a que la Revelación de la Información Financiera y No-Financiera y la Transparencia son conceptos que aparecen íntimamente ligados.

Sin embargo debo aclarar que no pretendo contestar las preguntas mencionadas de acuerdo al orden en el cual las formulé ya que contestando alguna de ellas daré también parte de la respuesta de las otras.

### **Estándares Internacionales de Revelación de la Información No-Financiera**

En el año 1998 la Organización Internacional de Comisiones de Valores OICV/IOSCO, aprobó un documento comunmente conocido como “IDS” (**“International Disclosure Standards”**) cuya elaboración y acuerdo, -particularmente entre los Estados Unidos y los países Europeos- tomó mucho tiempo y esfuerzo. El nombre completo de ese documento es “Estándares Internacionales de Revelación de la Información No-Financiera para Cotización Inicial de Emisores Extranjeros” (International Non-Financial Disclosure Standards for Initial Transnational Foreign Issuers).

Este documento fue adoptado fundamentalmente para simplificar y hacer más económica la posibilidad de que empresas de terceros países vayan a cotizar a mercados más desarrollados. La aprobación de este documento constituyó un paso significativo en la adopción de información requerida en forma uniforme por los países más desarrollados. En la medida en que empresas de un país ajustaran la información contenida en su prospecto a la requerida en este documento no necesitarían modificar o ampliar su prospecto para poder ir a cotizar en otro país.

Tal como dije, la información no financiera que es requerida por los “IDS” es la que debe contener el “Prospecto” de una empresa que desee ir a otra jurisdicción a hacer oferta pública. Constituye una aproximación muy importante a cual debe ser la información a ser revelada por parte de las empresas que hacen oferta pública en general.

No voy a detallar toda la información contenida en ese documento por cuanto todos pueden acceder a ella en página Web de la IOSCO: <http://www.iosco.org/> Pero sí me referiré a los cambios acaecidos desde entonces. Igualmente deseo reiterar la importancia de ese documento por el grado de detalle que establece como información “material” no financiera a ser incluida en el prospecto.

En honor a nuestros anfitriones, voy a hacer referencia a que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México adoptó estos estándares antes de que fueran adoptados por la propia IOSCO. En ello tuvo mucho que ver mi colega Jorge Familiar Calderón con

quien tuvo el gusto de participar durante varios años del Grupo de Trabajo de la IOSCO que redactó esos estándares. En cuanto a la Comisión Nacional de Valores de Argentina, deseo señalar que adoptó dichos estándares poco tiempo después. Como ellos eran muy similares a la información que la CNV ya requería en el prospecto a las empresas argentinas –aunque los “IDS” con un mayor grado de detalle- se adoptaron directamente como la información que debe contener el prospecto de toda empresa que desee obtener autorización para hacer oferta pública en Argentina. Sea ella argentina o extranjera. No solo muchos países de la región ya han adoptado estos estándares, sino que casi todos los reguladores de valores de mercados desarrollados receptores de empresas extranjeras los han adoptado, al menos para emisoras extranjeras que quieran cotizar en sus mercados.

Sin pretender entrar en profundidad en todos los capítulos contenidos en el documento conocido como “IDS”, me permito recomendar que quien esté interesado en lo que hoy ya está vigente, que entre en la página de Internet señalada y lea detenidamente el documento. Otra alternativa, para quien quiera leerlos en Español, es ir a la página Web. de la CNV de Argentina: <http://www.cnv.org.ar> , y buscar en Regulaciones, Texto Ordenado 2001, el Capítulo I: “Prospecto” sigue casi textualmente los “IDS”, asimismo el capítulo XXI, “Transparencia en el ámbito de la oferta pública” contiene la mayoría de los principios aceptados internacionalmente, que como veremos están en permanente evolución. Asimismo, reitero que a nivel hemisférico existe una tendencia a ir adoptando rápidamente estos “IDS” como estándares nacionales.

### **Información Relevante**

Respecto a la información relevante en el capítulo XXI.2. de las Normas de la CNV de Argentina figuran las “Obligaciones impuestas a participantes en el ámbito de la oferta pública; en el artículo 2° establece: “Los administradores e integrantes del órgano de fiscalización de entidades que se encuentren en el régimen de la oferta pública **deberán informar a la Comisión todo hecho o situación que por su importancia sea apto para afectar en forma sustancial:**

- a) **La colocación de valores negociables de la emisora o**
- b) **El curso de su negociación –en su precio o volumen- en los mercados.** La información debe ser comunicada por escrito a la Comisión, en forma directa, veraz y suficiente, inmediatamente después de producido el hecho o situación mencionados, o de haber tomado conocimiento de ellos si el hecho o situación se hubiera originado

en terceros”.....Luego, el inciso 3ro. enumera 30 incisos de casos “ejemplificativos” en los cuales existe la obligación de dar inmediato aviso a la Comisión.

### **Información Reservada**

El último párrafo del art. 3° del Capítulo XXI.2 determina que: “La Comisión, a pedido de parte, por decisión fundada y por un período determinado, **podrá suspender el cumplimiento de la obligación de informar al público sobre ciertos hechos y antecedentes que no sean de conocimiento público y cuya divulgación pudiera afectar seriamente el interés social**”. Aquí la Comisión, el regulador deberá contraponer cual es el interés social que podría afectarse contra –fundamentalmente- “el curso de negociación –su precio o volumen- en los mercados”, de acuerdo a lo expuesto en el párrafo anterior. Aquí, a título de ejemplo podemos mencionar –como veremos más adelante- que en los Estados Unidos de América existe la intención de obligar a informar los acuerdos de adquisición o fusión una vez que ellos hayan sido realizados, pero no mientras se están negociando. En lo que sí el regulador deberá prestar atención, es en el volumen y oscilaciones de precio de las acciones de esa empresa en un período razonable anterior a la celebración del acuerdo, **para detectar cualquier abuso que pueda haberse realizado utilizando información privilegiada.**

### **Informe sobre prácticas de Gobierno Corporativo**

La elaboración y publicación de un informe anual de la empresa sobre las prácticas y estructuras internas de gobierno corporativo utilizadas por la misma empresa, pueden resultar de mucha utilidad para sus accionistas o para inversores institucionales.

### **Accionistas significativos – Remuneraciones – Conflictos de Intereses**

En el documento señalado como “IDS” queda evidenciada la importancia de revelar la identidad de aquellos que se constituyen en “accionistas significativos” (significant shareholders). En las normas de la CNV, se establece el deber de informar cambios que impliquen paquetes accionarios mayores al 5% o sus múltiplos. Asimismo los “IDS” imponen la obligación de informar los acuerdos de accionistas para ejercitar derechos de

voto, u otros acuerdos y también los posibles conflictos de interés entre los funcionarios ejecutivos o directores de una empresa y dicha empresa.

Es un requisito que también se ha establecido en los “IDS” la obligación de informar las remuneraciones de los miembros del Directorio y altos funcionarios de la empresa. Aunque aquí cabe aclarar que deja librado a cada jurisdicción la posibilidad de que esa información sea global, respecto al total de todas las remuneraciones pagadas; o en forma individual, respecto de cada director o alto funcionario ejecutivo.

Se establece asimismo la obligatoriedad de informar la identidad de todas las partes que tengan una relación material con los controlantes de la empresa de todas las transacciones con personas relacionadas.

### **Servicios de Auditoría**

Como algo nuevo a ser adicionado como obligatorio a ser informado sería de suma utilidad para los accionistas que todos los servicios prestados por los auditores externos fueran informados, detallando que porcentaje de los honorarios representan servicios de auditoría y que porcentaje representa otros servicios, como ser consultoría, asesoramiento informático, etc.

Si bien se podría profundizar mucho en este tema tan actual, prefiero no dejar de mencionar el discurso dado por Alan Greenspan, Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, ante la Escuela de Negocios Stern de la Universidad de Nueva York el 26 de Marzo de 2002. En dicho discurso el Sr. Greenspan dijo: “Los CEO’s, bajo una presión creciente por parte de la comunidad de inversores de alcanzar elevadas expectativas de corto plazo, en demasiadas ocasiones han sido conducidos a utilizar mecanismos contables cuyo único propósito es obscurecer potenciales resultados adversos. Los auditores externos, en muchas bien publicitadas ocasiones, han permitido esos mecanismos, por miedo a perder valiosos clientes corporativos. Por ello, no es sorprendente que desde 1998 las revaluaciones de ganancias hayan proliferado. Esta situación está muy lejos de décadas más tempranas cuando, si mi memoria no me engaña, las firmas de auditoría competían sobre la base de cual de ellas tenía los manuales mas conservadores. “ (Esta traducción no es oficial pero si conceptual). Lo dicho por el Sr. Greenspan me releva de hacer mayores comentarios al respecto, pero si ratifica la importancia de que dentro de los hechos relevantes se informe cualquier cambio

en los auditores, sus remuneraciones discriminadas por servicios de auditoría y por otros servicios prestados a las empresas cotizantes, etc.

### **Nuevas Tendencias en Materia de Revelación de la Información**

El 13 de Febrero de 2002 la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de América emitieron un comunicado de prensa en el cual anunciaron que intenta proponer cambios en las reglas de revelación de la información de la empresas como un primer paso de una serie de cambios diseñados para mejorar la información financiera y los requisitos del sistema de revelación de la información. Dicho anuncio asimismo incluye futuros cambios en normas de contabilidad, en la regulación de la profesión y procesos de auditoría y en “gobierno corporativo”.

La US SEC intenta expandir la información que las compañías deben informar en el Formulario 8-K y está evaluando incluir la siguiente información:

- Cambios en las decisiones de las calificadoras de riesgo (rating agencies) u otros contratos con las calificadoras de riesgo;
- Transacciones en los valores (securities) de la empresa con funcionarios ejecutivos y directores de la misma;
- Incumplimientos y otros eventos que puedan acelerar el cumplimiento de obligaciones directas o contingentes;
- Transacciones que resultan en obligaciones materiales –directas o contingentes- no incluidas en el prospecto presentado ante la Comisión;
- Dispensas a las reglas de ética y conducta empresaria para funcionarios, directores y empleados clave;
- Modificaciones materiales a los derechos de los accionistas;
- Anuncios de cambio del CEO, del Director Financiero, del Presidente, u otros funcionarios clave;
- Acuerdos definitivos que sean materialmente relevantes para la compañía (las negociaciones de estos acuerdos estarían excluidos de la obligación de ser revelados hasta que el acuerdo definitivo sea alcanzado) (Aquí tendríamos un ejemplos de respuesta a la segunda pregunta referida a: en que circunstancias podría la compañía abstenerse de revelar información material al mercado).
- Cualquier pérdida o ganancia de un cliente o contrato;
- Cualquier cambio material en la política contable o estimaciones;
- Cambios de mercado en el cual cotizan;

- Cualquier evento material, incluyendo el comienzo y el fin de períodos de bloqueo, respecto de los beneficios para los empleados, planes de retiro y de distribución de acciones.

Dada la significación de la revelación de estos eventos a los participantes en los mercados secundarios la US SEC intenta proponer que las empresas informen estos hechos no mas tarde que el segundo día hábil posterior a que ocurran. Asimismo está considerando si alguno de estos hechos deberá ser informados a primera hora del siguiente día hábil al que ocurran.

La US SEC está considerando también introducir cambios en sus reglas de Discusión y Análisis Gerencial (MD&A) de Condiciones Financieras y Resultados de Operaciones y requerir la revelación de información de las “políticas contables críticas”. De acuerdo a un Comunicado de Aviso de Precaución de la US SEC (Cautionary Advise Release) del 12 de diciembre de 2001, “las políticas contables críticas” son aquellas que son más importantes para describir la condición y resultados financieros de una empresa y requieren el juicio más difícil, subjetivo o complejo por parte del gerenciamiento de la empresa, generalmente como resultado de la necesidad de hacer estimaciones respecto del efecto de temas o materias que son inherentemente inciertas.

Esta propuesta requeriría de las empresas cotizantes que incluyeran sus explicaciones completas respecto de Discusión y Análisis Gerencial de Condiciones Financieras y Resultados de Operaciones (MD&A) en un lenguaje claro y comprensible, los juicios e incertidumbres que afecten la aplicación de esas políticas y la explicación de otros posibles escenarios bajo diferentes condiciones. Esta revelación de información ayudaría a los inversores a entender la condición financiera de una empresa, los cambios en su condición financiera y los resultados de sus operaciones y ejercicios.

Otros cambios relevantes que la US SEC pretendería introducir sería la obligación de que las empresas informen en forma inmediata cualquier transacción que involucre valores (securities) de la empresa con sus funcionarios ejecutivos o directores. Esta obligación ya existe hoy en día pero existe un plazo de 45 días luego de cerrado el ejercicio fiscal para informarlo, razón la cual permite una demora de muchos meses en la revelación de esa información.



Para no desvincular el tema de la revelación de la información –financiera y de hechos materiales- que una empresa debe, o deberá efectuar, con el tema de la transparencia que también nos ocupa, el comunicado de prensa de la US SEC del 13 de Febrero de 2002 menciona que solicitará comentarios públicos con la intención de adoptar estas nuevas reglas lo más rápido posible. Todo lo comentado respecto a estas nuevas propuestas de la US SEC que intentan ampliar la revelación de más hechos relevantes puede ser profundizado en [http:// www.sec.gov/news/press/2002-22.txt](http://www.sec.gov/news/press/2002-22.txt).

### **Estándares Internacionales de Contabilidad**

Volviendo al tema general de la “Revelación de la Información” (Disclosure) no puedo dejar de referirme a los Estándares de Contabilidad Internacional y su relación con los reguladores de valores. En los países Americanos los reguladores de valores, mayoritariamente, no son quienes establecen los estándares o normas de contabilidad. Por lo general dicha tarea está delegada por la ley en los Consejos Profesionales. La experiencia ha demostrado que la falta de homogeneidad en dichas normas en los distintos países ha llevado a muchos inversores a tomar decisiones equivocadas, ya sea por falta de información acertada o por falta de aclaraciones, por parte de los auditores de un país, respecto a los estados contables de ese país en comparación con los principios internacionales de contabilidad IASC.

En el mes de Junio del año 2000, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (“OICV/IOSCO”) adoptó como válidos treinta estándares internacionales de contabilidad del International Accounting Standards Committee (“IASC”). Este paso fue trascendental. Ocurrió luego de más de seis años de discusiones entre los Estados Unidos, Canada, Australia, Mexico, Hong Kong ; Japón; y los países europeos. La CNV de Argentina asistió –sin voto- en dichas discusiones como presidente del Grupo de Trabajo N° 1, sobre Disclosure & International Accounting del Comité de Mercados Emergentes de la IOSCO.

Los Estándares Internacionales de Contabilidad –IASC- se encuentran entre los doce (12) estándares que el Financial Stability Forum ha identificado para ser armonizados internacionalmente.

### **Transparencia**

Tanto los estándares de la OECD de Corporate Governance que nos convocan, como los Stándares Internacionales de Contabilidad que acabo de señalar se encuentran dentro de los 12 estándares que propone armonizar el Financial Stability Forum.

Asimismo, de esos 12 estándares hay dos más que hacen referencia a la “transparencia” . Ellos son el “Código de Buenas Prácticas en Transparencia en Políticas Monetarias y Financieras” y el otro es el “Código de Buenas Prácticas en Transparencia Fiscal” ; ambos códigos del Fondo Monetario Internacional.

En lo que respecta a Valores (Securities), la transparencia siempre ha sido un objetivo perseguido. Así, históricamente la función de los reguladores era velar por la existencia de mercados “Justos, eficientes y transparentes”. Hoy día el primero de los objetivos de la regulación de valores es “la protección del inversor”, en segundo lugar el ya descrito de “velar por la justicia, eficiencia y transparencia de los mercados”; y por último “evitar el riesgo sistémico”.

Pero cuando nos referimos a “transparencia” a lo que nos referimos es a la “predictibilidad” en la que serán valuados los activos que un accionista puede tener. Nos referimos al establecimiento de legislaciones, regulaciones, o normas que establezcan “reglas de juego claras y equitativas para todos los participantes” y que aquellas reglas que ya existen no serán cambiadas arbitrariamente, de un día para otro, sin tener en cuenta los derechos que puedan estarse afectando con ese cambio. Esto es “Transparencia regulatoria”.

En la reunión anual de la IOSCO del año 2001 el último de los paneles estuvo dedicado a este tema. Una de las presentaciones fue hecha por Emily Altman, presidente de la Securities Industries Association. Otra fue hecha por Alan Cameron, ex presidente de la Comisión de Valores de Australia y ex presidente del Comité Ejecutivo de la IOSCO. Fue enriquecedor escuchar esas presentaciones por cuanto si bien el fin era idéntico, las perspectivas eran diferentes.

Alan Cameron comenzó su presentación diciendo que para agregar credibilidad a su presentación había decidido buscar antecedentes en Internet. Que había elegido el sitio de la OECD y buscado la palabra “transparencia” , encontrando 1733 documentos de los cuales los primeros 7 tenían una nota que decía: “El acceso a este documento es

reservado”. Entre otros conceptos agregó: “Teniendo en mira ensanchar la comprensión, aceptación y observaciones a los estándares regulatorios y procesales por parte de los oferentes de servicios financieros, y por consiguiente **haciendo la regulación más efectiva**, los miembros deben mantener altos niveles de transparencia y seguir esos principios en sus procesos de regulación domésticos”. Luego Cameron agrega: “Efectividad es la medida en la que los objetivos son alcanzados, y eficiencia es la medida del uso de los recursos para obtener los logros. Me aventuro a sugerir que **la transparencia tiende a mejorar la efectividad**, liderando logros más relevantes y útiles. **Pero tiende a impedir la eficacia**, haciendo más lenta la toma de decisiones.”

Lo dicho por Alan Cameron es de particular relevancia en nuestros países por cuanto no existe la práctica de la observación previa al dictado de una norma. Puesto en otras palabras, existe la práctica del lobby ex –post, o sea cuando una norma o regulación ya ha sido aprobada. Pero no existe la práctica de ejercitar el derecho de “criticar” los proyectos de regulaciones con anterioridad, aunque sí existe esta práctica a nivel legislativo.

### **ALAN GREENSPAN DIXIT**

En lugar de decir “conclusión”, o “para concluir”, me pareció que a esta altura iba a resultar más curioso concluir con algunas frases de Alan Greenspan aplicables a los temas de Corporate Governance, a los emisores, a los intermediarios, por cuanto a los auditores ya lo he referido.

**Su primer párrafo comienza diciendo: Las prácticas de “Corporate Governance han evolucionado durante el siglo pasado en promover eficientemente la asignación de los ahorros nacionales para su utilización más productiva”.**

“Pero, como podemos ver en la historia reciente, los pronósticos de ganancias a largo plazo de intermediarios /analistas de valores, en promedio, han sido persistentemente optimistas”. “...Esta conducta ha sido aparentemente mayor cuando las firmas intermediarias que han hecho estos pronósticos también han servido como colocadoras (underwriters) de los valores de la empresa.”

Luego de analizar mejoras en las prácticas merced a un acuerdo entre la NASD y el NYSE, dice que con el tiempo estas prácticas mejorarán :”porque las firmas de inversión están bien al tanto que análisis seguros sin credibilidad no tienen valor de mercado”

“...la economía de mercado requiere una estructura de reglas formales -una ley de contratos, estatutos de quiebras, un código de derechos de los accionistas- para nombrar unas pocas. Pero las reglas no pueden substituir la conducta. En virtualmente todas las transacciones, ya sea con clientes o colegas, nosotros confiamos en la palabra de aquel con quien hacemos negocios.”

**“Puede haber un solo conjunto de reglas de corporate governance, y debe aplicarse a todo. Armar esas reglas para proveer la mezcla apropiada de incentivos regulatorios y basados en el mercado por un lado y de penalidades por el otro nunca ha sido facil. Y yo sospecho que aún después de que pasemos la debacle de Enron, armar y mantener actualizadas esas reglas continuará siendo un desafío.”**

**(Remarks by Alan Greenspan, Chairman, Board of Governors of the Federal System, before the New York University Stern School of Business, New York, New York, March 26, 2002.)**