

Construir el mercado de capitales que necesita la Argentina

Pintos, María Teresa

Un país que debe financiar obras de infraestructura e inversiones sustentables en el sector privado con la mira en el largo plazo no puede financiarse con recursos de corto ni de mediano plazo, si bien estos coadyuvan en el mantenimiento de cierto flujo de fondos. La necesidad de capital de riesgo o de la emisión de deuda a largo plazo es notoria si pensamos en los requerimientos de nuestro país, no sólo para reconstruir sino también para introducir tecnología de punta y cerrar brechas para poder competir en el mercado mundial.

El mercado de capitales argentino, considerando las empresas que cotizan en bolsa es un mercado chico, poco profundo, y casi carente de inversores institucionales, que son aquellos que proveen el capital de más largo plazo.

Durante el último tiempo ANSES fue una tomadora de obligaciones negociables, y como heredero de las AFJP, accionista en numerosas empresas. Pero la industria de fondos de inversión privados no tiene el vigor que supo tener.

La capitalización bursátil de las empresas cotizantes locales se mantiene al nivel de 2014 (1). Durante el año 2015 el mercado secundario de acciones y Obligaciones Negociables sumó en efectivo \$ 749.829 millones, escaso volumen total si se compara con las necesidades de financiamiento. El sistema capto fondos del mercado dirigidos a las grandes y pequeñas empresas (un total de 7.841 millones de dólares de las cuales casi el 99% fue a las grandes empresas y el resto a las PYMES).

Este panorama se completa con una regulación en materia de Mercado de Capitales pesada, con excesiva preponderancia de la intervención del Estado en las empresas privadas (2). La ley debe ser revisada, si bien hay temas que pueden abordarse sin necesidad de una reforma de la ley.

Sin embargo el artículo 20, incisos I y II) -a nuestro entender inconstitucionales- debe ser uno de los obstáculos a remover, si queremos un sistema de mercado libre, sujeto a normas de contralor, sin que el Estado intervenga directamente en el ámbito privado.

En general, la intervención cautelar de empresas por parte del Estado no ha sido objeto de un tratamiento profundo por parte de la doctrina nacional, y en los trabajos existentes no se advierte un acuerdo acerca de su validez constitucional. Se suele observar, no obstante, en tales casos una violación del principio de separación de poderes, ya que la coacción sobre bienes del dominio privado de los particulares debe ser dispuesta, como regla, por el Poder Judicial.

En este sentido, MARIENHOFF ha dicho que "la intervención a entidades o empresas privadas escapa a la competencia constitucional del Poder Ejecutivo (...) pues ello constituye actividad funcional del Poder Judicial, bajo cuyo amparo y salvaguardia hállase la propiedad privada de los habitantes" (MARIENHOFF, Miguel S., "Intervenciones administrativas dispuestas por el Estado", LA LEY, 1984-D, Sección Doctrina, p. 884 y ss., y en su "Tratado de Derecho Administrativo", t. I, 1990, p. 664 ss.).

Las Normas de la Comisión de Valores -texto Ordenado del 2013- también deben ser sujetas a revisión. En principio están desordenadas, no constituyen un todo orgánico y contienen disposiciones aisladas que deben ser incluidas en capítulos coherentes con su denominación y contenido.

Es de esperar que un reordenamiento del texto vigente reemplace con ventaja al actual cuerpo normativo.

En este sentido la Comisión Nacional de Valores ha comenzado a dictar resoluciones que tienden a solucionar aquellos obstáculos que puedan impedir la concreción de inversiones a través del mercado de capitales, y equiparar la normativa a la de los países con mercados desarrollados.

I. Oferta pública primaria

Un primer paso en este sentido es la Resolución 662 del 5 de mayo de 2016 por la cual se reinstauró con modificaciones la posibilidad de realizar colocaciones primarias (del emisor al mercado) a través del sistema de book building, (denominada "formación de libro") es decir a través de la recepción de manifestaciones de interés mediante la utilización de los sistemas informáticos de colocación primaria, además de bajo el sistema

de licitación o subasta. Las manifestaciones de interés son vinculantes y se comunican al formador del precio que puede ser un agente extranjero, aunque debe designar a un agente local a los efectos de recibir ofertas en el país.

Este sistema complementa la licitación o subasta pública, también a realizarse a través de medios informáticos y en el caso de la subasta es interesante destacar que admite la posibilidad de subastas ciegas.

Otro tema que abarca la Resolución es el de la estabilización de precios una vez colocada la emisión y en el mercado secundario, operatoria habilitada para los agentes que participan en la colocación u organización de la emisión, que provocaba dudas acerca de su legitimidad.

También resulta destacable la posibilidad de realizar ofertas no vinculantes hasta un plazo predeterminado por el emisor previo al cierre de la licitación y la posibilidad abierta para el emisor -siempre con la adecuada publicidad- de no adjudicar ofertas.

La recepción normativa de la "formación de libro" que había sido dejada de lado por la CNV (Resolución 597 de la CNV) supone la aceptación de una modalidad de colocación de uso común en mercados desarrollados especialmente en Estados Unidos.

Por otra parte es importante resaltar que aunque la oferta sea dirigida a inversores calificados según una legislación extranjera- la misma se considera oferta pública a los fines de la ley argentina, tema que resulta relevante a los fines del beneficio impositivo para las Obligaciones Negociables, dado que a menos que medie autorización del órgano de contralor del país extranjero en donde también se realiza la oferta, la misma está reservada a inversores que por sus calificaciones tienen un grado de conocimiento y sofisticación que los habilita para recibir el trato de "inversor calificado", es decir se trata de una oferta pública restringida.

La Resolución significa un avance que favorece la elección de emisiones de empresas locales en mercados del exterior o mediante la utilización de medios adecuados para ponderar y medir la recepción del mercado a la oferta que se realiza.

II. Normas de Auditoría

Un pilar fundamental en materia de oferta pública que presupone la evaluación por el inversor del destino de sus ahorros, que solamente están garantizados en su rendimiento por el patrimonio y la evolución de los negocios del emisor, es la información veraz y oportuna acerca de la evolución y estado de la compañía desde el punto de vista patrimonial, financiero y de sus ingresos por ventas.

A diferencia de los ahorros canalizados a través de una entidad financiera que responde en primer término frente al ahorrista, aunque claro está que sobre la base de operaciones activas que generen rentabilidad y que se encuentran por tal razón controladas y reguladas por la autoridad monetaria, en nuestro país el Banco Central de la República Argentina, el contacto entre el inversor y la compañía es directo, sin intermediación, lo cual acentúa la necesidad de publicidad de información en tiempo y forma oportuno.

El requisito de la información veraz reviste pues la mayor de las importancias y de ahí las normas sobre el contenido de la información y además sobre la modificación que la información brindada en un momento pueda sufrir. Por ello quienes recurren al mercado de capitales deben brindar información periódica, que es aquella que muestra la evolución del negocio de la emisora.

Además de ello si ocurre un hecho tal que por su relevancia pueda modificar la información sobre la marcha de los negocios y en consecuencia influir sobre ella en forma negativa o positiva, tal circunstancia debe ser puesta en conocimiento del inversor. Esta es la información ocasional y relevante que debe ser liberada al público en forma inmediata a su conocimiento por parte de los obligados a proporcionarla.

La información ocasional no está sujeta a ningún control de verosimilitud e importa la responsabilidad de los órganos de administración de la sociedad. Pero la información periódica que se materializa en los Estados contables tanto anuales como trimestrales o especiales en su caso (fusión, escisión) además de comprometer la responsabilidad de los órganos de administración que los aprueban y suscriben supone en el régimen de oferta pública la labor de auditores independientes.

En materia de mercado de capitales la ley 26.831 en su artículo 104 establece que las sociedades que hacen oferta pública sólo pueden ser auditadas por contadores que cumplan requisitos de registro y ausencia

de sanciones tanto administrativas como penales y que revistan la calidad de independientes.

Centrándonos en la función de los auditores, la misma debe ser brindada por contadores públicos (artículo 13 ley 20.488) (3) exclusivamente, ya sea organizados como firmas que los nuclean o individualmente. Para aquellas sociedades que realizan oferta pública de sus valores la Comisión Nacional de Valores estableció por Resolución N° 504 estableciendo los requisitos de inscripción de los auditores así como su mantenimiento durante su desempeño como tales. Deben tener una antigüedad en la matrícula de cinco años al menos y acreditar experiencia de al menos tres años en el ejercicio de sus funciones de auditoría, no encontrarse inhabilitado ni por el consejo Profesional de Ciencias Económicas ni por la Comisión Nacional de Valores, cumplir con los criterios de independencia aplicables a los contadores públicos ni integrar una firma contable excluida del Registro por la CNV.

La exigencia de título profesional habilitante, y los requisitos especiales refuerzan el control sobre la información periódica que llega al público inversor actual o futuro bajo la forma de la presentación de Estados Contables Anuales o Trimestrales.

Los auditores independientes, actuando sobre un sistema de muestro sobre aspectos significativos de la contabilidad emiten su opinión, que puede manifestarse a través de un dictamen limpio es decir sin observaciones o un dictamen con salvedades, en donde los auditores señalan falencias o incumplimientos.

Es decir que la función de los auditores resulta de suma importancia para el control de la veracidad de la información brindada al público.

Todo ello importa estar sujetos a un régimen en el que el contralor del ejercicio profesional resulta más estricto y en general se desprende del mismo que requieren organización, medios tecnológicos adecuados, personal capacitado y una infraestructura necesaria para realizar acabadamente su tarea. Ello resulta de las disposiciones de la CNV. A título de ejemplo citamos la Resolución N° 505/2007 (Control de calidad de las auditoría externas) que habla de personal competente para realizad el trabajo, y la disponibilidad de tiempo, los recursos humanos, la exigencia de equipo de trabajo, las discusiones entre miembros del equipo de trabajo, entre otros temas, que revelan la imposibilidad de auditar una sociedad con oferta pública en una organización unipersonal.

A su vez y hallándose extendida en el mundo occidental la exigencia de la auditoría de estados contables, las asociaciones de profesionales del ramo de las cuales forma parte las Asociaciones profesionales locales dictan normas sobre contabilidad, auditoría, independencia y en general aquellas que hacen al ejercicio de la profesión en su función de auditores de forma tal de homogeneizar las normas (al igual que las normas de contabilidad) de forma tal de permitir un fluido análisis de información en un mundo globalizado.

Las Asociaciones de Profesionales Internacionales han dictado normas sobre la función de la auditoría, sus criterios de independencia, y la exigencia de controles de calidad de la tarea, indicando las funciones a cumplir y aquellos aspectos que deben ser tenidos en cuenta para garantizar su independencia y adecuación de la tarea a normas de calidad.

Siguiendo esos lineamientos internacionales la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas adoptó en 2012 mediante la emisión de las Resoluciones Técnicas N° 32, 33 y 34, normas emitidas por la IAASB. La primera de ellas recepta y adopta las Normas internacionales de auditoría emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Auditoría y Aseguramiento (IAASB) incorporando a nuestro país mediante estas normas de auditoría a las prácticas internacionales. La segunda adopta las normas internacionales emitidas por la IAASB respecto de prácticas de Encargos de Revisión Estas normas han sido emitidas por la IAASB y la Resolución N° 34 adopta las normas sobre control de calidad emitidas por la IAASB y también las normas de independencia emitidas por la IESBA.

Luego de haber adoptado como norma local para las auditorías las normas internacionales, la Comisión Nacional de Valores dicto un nuevo Texto Ordenado de las Normas en el año 2013 que respecto de los auditores comienza estableciendo: "A los fines previstos en los artículos 104 y concordantes de la Ley 26.831 los contadores públicos matriculados que actúen como auditores externos a) Deberán reunir las condiciones de independencia establecidas por las Resoluciones Técnicas Profesionales dictadas por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas..."

Hasta aquí se siguen los lineamientos internacionales que como señalamos fueron adoptados por la FACPCE. Sin embargo la norma avanza introduciendo causales limitantes para la calificación de independencia, algunas de las cuales están vinculadas con la asunción de funciones cuasi ejecutivas de los auditores, otras vinculadas a incompatibilidades que surgen de la propia ley y su reglamentación (colocación primaria de títulos o underwriting de los mismos o la prestación de servicios legales que exceden la incumbencia de los auditores. Más aún se considera que los servicios prestados fuera de las funciones de auditor, deben tener al menos una antigüedad de tres años contados desde el ejercicio en que se realizarán las funciones de auditor.

Este plazo torna imposible la prestación de servicios, aun aquellos permitidos (vgr. Inciso e) del mismo artículo 21 Sección VI del Capítulo III que comentamos.

Por otra parte la CNV, tal vez basándose en criterios como el de que la independencia podría estar amenazada por relaciones de familiaridad con cliente (punto 100.12 de la RT N° 34), tema específicamente tratado y ejemplificado en la RT 34, que no contempla rotación alguna, consideró que los auditores debían rotar cada tres años, pero no el socio a cargo de la auditoría sino la firma de auditores debía ser reemplazada por otra.

Esta disposición resulta incongruente con otras disposiciones de la misma normativa, dado que si para ser auditor se requiere al menos tres años de práctica en trabajos de auditoría, el lapso establecido para la rotación no puede compararse con esa exigencia, ya que el conocimiento del negocio y las áreas sensibles de la empresa de que se trate, requieren una labor continua que sin duda se trasunta en mejores resultados en la labor del auditor que puede identificar más fácilmente aquellos rubros del balance que presentan mayores posibilidades de contener información incompleta o sesgada.

En realidad el tema de la rotación soslaya otras posibilidades como la de la competencia entre auditores por obtener nuevos clientes, que pueden redundar en menores honorarios y menor calidad del servicio, o en la ausencia de estructuras administrativas y técnicas que permitan cumplir con las obligaciones impuestas por las normas en especial el artículo 28 del Capítulo III, Sección Sexta, en cuanto a capacitación del personal, controles de calidad, los Recursos humanos y la asignación de equipos de trabajo, el control continuo de la calidad de los trabajos y la existencia de políticas y procedimientos para quien desempeñe la función de auditor, ya sea organizado como único socio o integrando una asociación profesional. En este último caso la CNV ha previsto- lo mantiene ahora con la nueva Resolución- que en aquellos caso en que no exista la posibilidad de rotar al socio, debe integrarse con un contador público independiente asociado a tal fin . Esta disposición no resulta consistente con la calidad exigida a los auditores, pero el tiempo determinará seguramente su falta de aplicación en la práctica.

En realidad el control de calidad debe hacerse sobre las auditorías, y de conformidad con la naturaleza de sus clientes cuando son sociedades que recurren al ahorro público.

Luego de diversas presentaciones efectuadas por las asociaciones profesionales, la Cámara de Sociedades Anónimas, el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad de Buenos Aires se comenzó a discutir el tema de la rotación de auditores, recurriendo a la experiencia internacional en esta materia y culminó actualmente con el dictado de la Resolución N° 663 que luego comentaremos.

III. La legislación internacional en materia de rotación

En un estudio realizado por ICAS (el Instituto de contadores Públicos de Escocia) en el año 2012 con el objeto de determinar bases sustentables para una política y normativa en materia de rotación (4) se advirtió que no podía aseverarse la existencia de un impacto positivo en la calidad de los servicios de auditoría en aquellos países en donde la rotación era mandatoria, dado que la rotación crea una apariencia de independencia que no se traduce en una independencia de hecho, y si se han observado efectos adversos por la aplicación de la medida.

La advertencia siempre ha sido de verificar resultados antes de adoptar medidas tales como la rotación que representan un alto costo no solamente para la firma que pierde clientes sino para la empresa que debe encarar nuevos auditores con el obligado período de familiarización.

Los países como Alemania, Bélgica, Reino Unido y Holanda, han establecido un régimen de rotación del socio a cargo de la auditoría pero no de la firma y en Estados Unidos no hay exigencia alguna de rotación.

En realidad, el verdadero control de calidad debe ejercerse por la autoridad de contralor sobre las auditorías, determinando su calidad y adecuación a las normas internacionales, en lugar de adoptar normas sin resultados positivos probados y que no permiten integración con las normas de los mercados más desarrollados.

IV. La nueva Resolución de la CNV

El 5 de mayo de 2016 la CNV emitió la Resolución N° 663. Esta nueva Resolución se alinea con la práctica de los mercados regulados del exterior, al admitir adoptar en materia de independencia y control de calidad, las normas de las Resoluciones Técnicas 32, 33 y 34 de la FACPCE, quedando así sujeta a normas internacionales.

Se avanza así hacia un ordenamiento más acorde con la normativa vigente en los principales mercados del mundo.

Abandona la obligatoriedad de la rotación de la firma de auditores reemplazándola por una rotación del socio a cargo tal como lo establece la RT N° 34 y en el caso que se recurra a un tercero contratado ad-hoc por no existir la posibilidad de rotación de socios, dicho tercero no puede permanecer ejerciendo funciones de auditor por más de siete años

En cuanto a la rotación del socio clave es de destacar que la norma dice que a los efectos de la determinación de la necesidad de rotación del socio clave debe tenerse en cuenta el tiempo que dicho profesional se ha desempeñado como socio clave en la auditoría de la empresa, es decir que si no fue socio clave en la auditoría recién al comenzar a realizar esa función comienza el período a contar para fijar el límite de la rotación.

La rotación es pues cada siete años con un período de espera de dos años entre un período y otro.

Es decir que se adoptan las Resoluciones vigentes en materia internacional y además se elimina la posibilidad de que una minoría de accionistas se oponga a la rotación por cuanto dicha posibilidad deviene abstracta al no imponerse rotación alguna.

V. Conclusión

Las normas someramente comentadas, van cimentando bases de integración que son las necesarias para que nuestro mercado crezca y se coloque al servicio del desarrollo del país.

(1) Fuente Instituto Argentino de Mercado de Capitales- Anuario 2015.

(2) Artículo 20 Ley de Mercado de Capitales...."I) Designar veedores con facultad de veto de las resoluciones adoptadas por los órganos de administración de la entidad, cuyas disposiciones serán recurribles en única instancia ante el presidente de la Comisión II) Separar a los órganos de administración por un plazo máximo de ciento ochenta días hasta regularizar las deficiencias encontradas. Esta última medida será recurrible en única instancia ante el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

(3) Ley 20.488 Profesionales Normas referentes al ejercicio de las profesiones relacionadas a las Ciencias Económicas Bs. As. 23/5/73 Artículo 13.-Se requerirá título de Contador Público o equivalente: a) En materia económica y contable cuando los dictámenes sirvan a fines judiciales, administrativos o estén destinados a hacer fe pública en relación con las cuestiones siguientes: 1. Preparación, análisis y proyección de estados contables, presupuestarios, de costos y de impuestos en empresas y otros entes. 2. Revisión de contabilidades y su documentación.3. Disposiciones del Capítulo III, Título II, Libro I del Código de Comercio. 4. Organización contable de todo tipo de entes.5. Elaboración e implantación de políticas, sistemas, métodos y procedimientos de trabajo administrativo-contable.6. Aplicación e implantación de sistemas de procesamiento de datos y otros métodos en los aspectos contables y financieros del proceso de información gerencial.7. Liquidación de averías.8. Dirección del relevamiento de inventarios que sirvan de base para la transferencia de negocios, para la constitución, fusión, escisión, disolución y liquidación de cualquier clase de entes y cesiones de cuotas sociales.9. Intervención en las operaciones de transferencia de fondos de comercio, de acuerdo con las disposiciones de la Ley 11.867, a cuyo fin deberán realizar todas las gestiones que fueren

menester para su objeto, inclusive hacer publicar los edictos pertinentes en el Boletín Oficial, sin perjuicio de las funciones y facultades reservadas a otros profesionales en la mencionada norma legal.10. Intervención conjuntamente con letrados en los contratos y estatutos de toda clase de sociedades civiles y comerciales cuando se planteen cuestiones de carácter financiero, económico, impositivo y contable.11. Presentación con su firma de estados contables de bancos nacionales, provinciales, municipales, mixtos y particulares, de toda empresa, sociedad o institución pública, mixta o privada y de todo tipo de ente con patrimonio diferenciado. En especial para las entidades financieras comprendidas en la Ley 18.061, cada Contador público no podrá suscribir el balance de más de una entidad cumplimentándose asimismo el requisito expresado en el artículo 17 de esta Ley. 12. Toda otra cuestión en materia económica, financiera y contable con referencia a las funciones que le son propias de acuerdo con el presente artículo....

(4) "What do we know about mandatory audit firm rotation?" Corinna Ewtt-Knauer, Anna Gold, Christiane Pott- ICAS CA House 21 Haymarket Yards Edinburgh EH12 5BH.

© Thomson Reuters