

Escaneado por Biblioteca Judicial "Fernando Coto Albán"



REFLEXIONES SOBRE EL MERCADO DE VALORES COSTARRICENSE (III) EL PRINCIPIO DE TRANSPARENCIA O "DISCLOSURE"

PROF. DR. GASTÓN CERTAD M.
Catedrático de la Universidad de Costa Rica y de la
Universidad Autónoma de Centro América.

En nuestras anteriores incursiones sobre este tema en esta misma Revista esperamos haber dejado sentada, en forma muy clara, la importancia que reviste para nuestro país la existencia de un sólido Mercado de Valores y creemos haber indicado también algunas de las medidas que, en nuestra opinión, se hace necesario dictar para lograr su cabal desarrollo. Todo ello supone la existencia de un concepto de empresa no sólo entendida como una forma de llevar adelante una actividad económica, sino también como una alternativa de inversión accesible al público inversionista (de la cual, obviamente, también podrá valerse la propia empresa para lograr su autofinanciamiento). Así concebida la empresa, podríamos enunciar la premisa de que el principio de transparencia, entendido como la información veraz que obtengan los inversionistas sobre la situación y actuaciones de la empresa en que han invertido,¹ constituye un elemento indesligable de la negociabilidad de los valores en el mercado.

Desgraciadamente, en nuestro medio no se le ha prestado al principio de transparencia y sus efectos en el desarrollo del mercado de valores la debida atención, ni por parte del legislador, ni por

parte de la doctrina. De ahí que afirmemos con insistencia que nuestro mercado de valores necesita imperiosamente un cuerpo normativo que venga a establecer un flujo de información fidedigna de las empresas cotizantes hacia la Bolsa, que le permita al inversionista contar permanentemente con una información fluida, ágil y veraz y poder tener así los elementos de juicio necesarios para la toma de decisiones en materia financiera.

Se hace necesario puntualizar que por transparencia no sólo debemos entender la información que la sociedad proporciona a sus socios en su condición de tales,² sino también y sobre todo aquella que ésta proporciona al mercado en general; de donde, en síntesis, por transparencia debe entenderse la información que reciben los inversionistas —socios y acreedores sociales— sobre la situación de la empresa.

El derecho de información del socio en las sociedades anónimas apenas se dibuja en nuestro Código de Comercio; veamos: a) pueden examinar los libros, la correspondencia y demás documentos que comprueban el estado de la administración de la sociedad, aun judicialmente si se estorbare injustificadamente el ejercicio de ese derecho (artículo

1. La filosofía de la "disclosure" inglesa se desarrolla en torno al principio de que la mejor protección del público está en la publicidad; y corresponde al inversionista apreciar la conveniencia o inconveniencia del título ofrecido. Frente a los sistemas anglosajones tenemos el sistema franco-italiano de la "supervisión", que exige al órgano controlante una intervención burocrática dirigida a evitar que se coticen títulos de sociedades que, no obstante la veracidad de las completas y leales informaciones ofrecidas, por su no del todo tranquilizante solidez patrimonial y perspectiva crediticia, puedan inducir a engaño al inversionista. Sobre el particular véase BERSANO, Silvia, "Filtro e trasparenza nell'ommissione alla quotazione in Borsa", en *Banca, Borsa e Titoli di credito*, Giuffrè Editore, Milano, 1985, fascicolo IV, pág. 479.

2. Información que, como se verá, está más o menos "enunciada" en nuestro Código de Comercio.

los 25 y 265); b) desde la publicación de la convocatoria y hasta la celebración de la asamblea, los libros y documentos relacionados con los fines de la junta deberán estar en las oficinas de la sociedad, a disposición de los accionistas (artículo 164, párrafo 2); c) a petición de quienes acumulen el 25% del capital social representado en una asamblea, se aplazará la votación de cualquier asunto sobre el que no se consideren suficientemente informados los gestionantes, por un término no mayor de tres días y sin necesidad de nueva convocatoria (artículo 172); y ch) los asambleístas tienen derecho a solicitar informes relacionados con los puntos en discusión (artículo 173). Estos derechos apenas se mencionan, pues lo cierto es que no se le confieren al socio remedios rápidos y eficaces ante los obstáculos que la administración constantemente le pone a su libre ejercicio.

Nuestro Código no se preocupa —craso error— en establecer normas tendientes a regular la elaboración del balance anual que exijan, cuando menos, que el estado de situación sea un documento claro y continuado, muy explícito, tendiente a procurar una información que refleje la situación real del estado patrimonial de la compañía.

Tampoco se legisla sobre la memoria anual que los administradores deben presentar a los accionistas; informe que debe demostrar con exactitud la marcha de la empresa y que debería ponerse a disposición de los socios con suficiente antelación a la celebración de la junta para su examen detenido y concienzudo.

Todo esto nos hace pensar que lo que parece regir en nuestro país es el "principio de turbulencia y no el de transparencia".

En lo que respecta a la información empresa-Bolsa, nuestro Código de Comercio establece, aunque en forma bastante resumida, las noticias que aquella debe darle a ésta, en los incisos b) y c) del artículo 405.³ El sustento de semejante norma lo encontramos en la permanencia en Bolsa de un valor, la que se logra al través del análisis de la información que a su vez se refleja profundamente en la cotización del mismo.

El mecanismo para la preparación de información financiera auditada también se encuentra encuadrado dentro del principio de transparencia: deben fijarse las normas en las que debe sustentarse el dictamen de la auditoría de la empresa con emi-

siones inscritas en Bolsa, a fin de que los estados financieros de las compañías emisoras se preparen de conformidad con reglas uniformes de contabilidad; se pretende con esto lograr una homogeneidad en las prácticas contables. Los estados financieros constituyen elementos básicos para el análisis de la situación financiera de la empresa y su leal divulgación algo definitivo para la decisión del inversionista, constituyéndose en una de las garantías fundamentales que la transparencia confiere al inversionista para que éste, en todo momento, conozca el estado y el rendimiento de su inversión.

Otro punto de suyo importante dentro de la transparencia es la regulación de la oferta pública: un ente público supremo debe conferir el permiso respectivo para que las sociedades puedan hacer oferta pública de sus valores y la solicitud debe ir acompañada de un prospecto que contenga información mínima de la emisión y de la emisora.

Nótese bien que la transparencia no sólo beneficia al inversionista sino también a la propia sociedad emisora, asegurándole a los títulos por ella emitidos un amplio mercado, merced a la confianza que genera en el inversionista una información suficiente, periódica y veraz sobre su situación financiera.

El reglamento general de la Bolsa Nacional de Valores, S.A. establece, en el párrafo segundo del párrafo VIII del artículo 6 que: "La violación de cualquiera de los deberes que este artículo impone, autorizará al consejo de administración de la Bolsa, a cancelar automáticamente la inscripción de los títulos registrados por la emisora". Se trata ésta de la sanción a la violación de la transparencia, norma que, dicho sea de paso, es bastante generalizada en las leyes que regulan los mercados de valores en otros países. Ahora bien, una sanción que signifique la suspensión de la cotización o el retiro de la misma es un castigo que va dirigido no sólo a la empresa transgresora, sino sobre todo al inversionista, a quien se le priva del mercado; de donde es nuestro criterio que la suspensión o el retiro de la cotización no deben ser utilizados como sanciones a la empresa transgresora de la transparencia, porque se termina castigando al inversionista también.

De todo lo anterior se desprende conclusivamente la necesidad de que exista en nuestro país

3. Una sociedad anónima inscrita en Bolsa no sólo debe dar la lista de sus accionistas, sino también de sus directores, debiendo indicar además de qué otras sociedades son administradores; pues en nuestro medio, ante la estrechez del mercado, estos datos indican la vinculación económica de una sociedad con otra, lo que es determinante para efectuar la inversión.

un mercado de valores operante y activo, un mercado de valores que contribuya al desarrollo empresarial, un mercado de valores que sirva de fuente de autofinanciamiento, un mercado de valores al que las empresas recurran para captar recursos y poder desarrollar programas de inversión y ampliación. Nuestro país carece de tradición

bursátil y se ha caracterizado (y aún se caracteriza) por tener un mercado de valores estrecho; por eso lo que debe procurarse es un conjunto normativo que venga a establecer mecanismos de apertura del mercado de valores que le permitan aspirar una bocanada de aire puro a nuestra casi asfixiada economía.
