

Comité de auditoría o consejo de vigilancia (Análisis crítico al decreto 677/01)

Por:
Pablo Augusto Van Thienen
Director

Colaboradores

Iván Di Chiazza

Florencia Paolini de Vidal

Miguel La Vista

INDICE

I. Algunas precisiones sobre la noción: "gobierno corporativo"	3
II. Los fraudes de ayer y de hoy (del voto acumulativo al moderno "corporate governance")	5
III. Las normas de transparencia como conductoras de valor (Los "value drivers")	7
IV. El director (auditor) ¿independiente de quien?	8
V. El comité de auditoría:	10
A) funciones	11
B) elección del director (auditor)	12
VI. El consejo de vigilancia	12
A) funciones	13
B) elección del consejero	14
C) el consejero (auditor) independiente	15
VII. El consejo de vigilancia y el decreto 677	15
VIII. Una recomendación.	16
IX. Reflexiones preliminares.	17

I. Algunas precisiones sobre la noción: "gobierno corporativo"

En la década del 90 del siglo pasado se dictaron en el mundo desarrollado una serie de códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo cuyo objetivo principal fue recomendar ciertas pautas mínimas de transparencia en la gestión empresarial, en particular, en sede de las sociedades anónimas cotizadas donde la separación entre propiedad y gobierno se manifiesta con mayor ímpetu, especialmente, en aquellos mercados de valores con una alta dispersión del capital.

En términos generales se observa en estos códigos un común denominador: el comité de auditoría integrado por directores no ejecutivos e independientes. La función de este comité es la de fiscalizar y controlar a los máximos ejecutivos de la sociedad.

Además de este comité suelen organizarse otros de similar rango e importancia como son el comité de nombramiento, el comité de remuneración y el de cumplimiento. Éstos tienen funciones y competencias bien determinadas aunque complementarias del primero.

En los países donde se dieron estos códigos incorporando al comité de auditoría dentro del seno del consejo de administración, se observa como dato característico la absoluta carencia de órganos societarios de fiscalización de la gestión similares a nuestro consejo de vigilancia; o de fiscalización administrativa como es, en nuestro medio, el síndico societario. Ante la falta de órganos societarios protectores del interés social se observa que el consejo de administración - órgano natural responsable de la gestión corporativa - termina asumiendo además la responsabilidad de fiscalizar sus propios actos (!!).

Con miras a dotar al consejo de administración de una mayor independencia de juicio en esa peligrosa tarea de fiscalizar sus propios actos de gestión es que surge la necesidad de alejar esa función de los directores ejecutivos formándose así un *comité de auditoría* integrado total o mayoritariamente con directores "externos" (o sea no ejecutivos) y por sobre todo "independientes".

Este comité se forma con el objetivo de servir como apoyo al directorio, fiscalizando y controlando a los máximos ejecutivos, siendo una de sus principales misiones detectar situaciones donde puedan presentarse conflictos de intereses. A fin de garantizar la independencia de opinión de este comité se suele formar, además, un *comité de nombramiento* cuya responsabilidad principal y única es la de proponer a los directores que ocuparán cargos en el comité de auditoría. A fin de transparentar aún más la gestión empresarial se suele formar un *comité de remuneración* cuya responsabilidad esencial consiste en asegurar que los honorarios de los directores ejecutivos se ajusten a los valores de mercado.

La fiscalización del órgano de administración social, o si se quiere, el hoy conocido gobierno corporativo, tuvo su máximo exponente en el derecho de las "corporations" cotizadas estadounidenses donde la separación entre poder y propiedad se manifiesta con mayor fuerza y plenitud. Desde este país el paradigma del gobierno corporativo se propagó al resto del mundo civilizado, incluso, a países que, aún sin compartir las características jurídicas propias de la *corporation*, tienen en común que el órgano de administración cumple la doble función de gestión corporativa y fiscalización de la gestión. Un claro ejemplo de ello es el código de buenas prácticas de gobierno corporativo del Reino de España, conocido como Código Olivencia¹.

¹ "Con frecuencia se contempla al consejo de administración como un verdadero órgano de gestión, cuya misión principal es conducir los negocios ordinarios de la compañía" (...) "en este contexto, el consejo de administración debe configurarse

¿Qué significa para nosotros el "gobierno corporativo"? Un primer intento de respuesta podría encontrarla en la traducción a nuestra lengua castellana del término "*corporate governance*", hoy muy de moda entre nosotros. Intentaré una respuesta algo más distante de las modas pasajeras indagando nuestro Derecho vivo. Veamos:

Como dije antes, la preocupación por controlar el gobierno de las sociedades tiene su fuente principal e histórica en la estructura de gestión de la "*corporation*" estadounidense donde el "*board of directors*" cuenta con facultades de administración impensadas en estas latitudes. En efecto, el "*board*" - como órgano de gestión - puede realizar en dichas sociedades una serie de actos trascendentes para la vida social sin que para ello sea necesario la previa autorización de los "*shareholders*" (accionistas). Como ejemplo de esas amplísimas facultades podrían citarse, entre otras, el pago de dividendos y honorarios, la aprobación de los estados contables y la contratación de auditores externos, el rescate y enajenación de acciones propias (las "*treasury*

básicamente como un instrumento de supervisión y control, dirigido a alinear los planes de quienes gestionan la sociedad con los intereses de quienes aportan los recursos y soportan el riesgo empresario". (...) "el buen gobierno de la compañía debe comenzar con la toma de conciencia por parte del consejo de administración de que el núcleo de su cometido social radica en esa función general de supervisión". (...) "desde el punto de vista de la efectividad y credibilidad de la función general de supervisión se recomienda la designación de consejeros independientes y la creación de comisiones delegadas" (...) "La comisión estima que la función general de supervisión del consejo de administración depende en buena medida de la creación de ciertos órganos de apoyo a los que confiar el examen y seguimiento permanente de algunas áreas de especial relevancia para el buen gobierno de la compañía". Vid., informe presentado por la Comisión redactora del Código de Buenas Prácticas Corporativas del Reino de España. Código Olivencia. Puntos. 4.2.1.1., 4.2.1.2, 4.2.1.3., 4.2.2.1, 4.2.3.6., entre otros.

stocks") y la ejecución de planes de opciones sobre acciones ("*stock option plans*"), el aumento del capital social dentro de la cifra del "*authorised capital*" y la fijación del precio de suscripción, la celebración de contratos con partes relacionadas y por montos relevantes, etc., de donde se concluye que efectivamente el "*board of directors*" es un órgano de gestión con amplísimas facultades, diríamos, ... de gobierno.

Si bien este tipo de sociedades refleja el mayor exponente del gobierno soberano en manos del órgano de administración, en el derecho continental europeo dichas facultades se encuentran más diluidas aunque, con ciertos matices pues, aún dentro del tipo de la sociedad anónima de algunos países de la Unión Europea la ausencia de órganos societarios de fiscalización lleva a que el consejo de administración asuma la doble responsabilidad de gestionar la empresa y de proteger el interés social. En este sentido se produce un tímido acercamiento al modelo monista de gobierno de la *corporation*.

Ahora bien, cuando en estas Pampas decimos que la asamblea de accionistas es el máximo órgano de gobierno de la sociedad anónima queremos significar con ello que todo acto trascendente para la vida social sólo puede ser resuelto y decidido por dicho órgano (art. 234 y 235), quedando vedado al directorio ejecutarlos sin antes pasar por el tamiz de la asamblea. Este gobierno soberano de los accionistas alcanza incluso a los actos de gestión. Así lo enseña el inciso 1º de nuestro art. 234 cuando expresamente nos dice que corresponde a la asamblea de accionistas considerar y resolver ... "***toda otra medida relativa a la gestión de la sociedad que le compete resolver conforme a la ley y el estatuto o que sometan a su decisión el directorio, el consejo de vigilancia o los síndicos***".

Conforme nuestra ley de sociedades comerciales 19.550 ("LSC") parece claro que el directorio es el órgano de administración social (art. 59 y 234.1), la *sindicatura* el órgano de fiscalización administrativa (art. 294.1), el *consejo de vigilancia* el órgano de control de la gestión (art. 281.1) y la *asamblea de accionistas* el órgano de gobierno (arts. 234 y 235).

Así lo entiende en forma unánime nuestra doctrina patria y en forma pacífica la más añeja jurisprudencia de nuestro foro.

Mientras en los sistemas monistas el directorio asume el doble rol de gestión y fiscalización, en los sistemas dualistas, como el nuestro, dichas funciones están claramente diferenciadas.

Partiendo de este modelo creo prudente hacer aquí una distinción cuando nos referimos livianamente al "gobierno corporativo" de nuestra sociedad anónima cotizada. En efecto, el decreto 677/01 sobre "Régimen de Transparencia de la Oferta Pública" (el Decreto) viene a incorporar dentro del directorio la figura del comité de auditoría produciéndose un solapado desplazamiento hacia el órgano de administración de funciones fiscalizadoras absolutamente ajenas a nuestra LSC. No entraré aquí a cuestionar la validez de las reformas a la LSC introducidas por este Decreto, pues será materia de reflexión para otra oportunidad².

Cuando nos referimos al gobierno corporativo de la sociedad anónima nacional (cotizada o no) estamos significando simplemente: "control de la gestión corporativa".

² El decreto 677/01 fue dictado por el Poder Ejecutivo Nacional dentro de la delegación de facultades otorgada por la ley 25.414 inciso I, apartado d) e inciso II, apartado e). Mientras el apartado d) del inciso I autorizaba al Poder Ejecutivo a desregular y mejorar el funcionamiento y la transparencia del mercado de capitales, el apartado e) del inciso II veda al Poder Ejecutivo derogar o modificar normas de rango legislativo de orden nacional, entre ellas, el Código Civil, Penal, Minero y el Código de Comercio, entre otros. Sobre el particular puede consultarse el interesante trabajo del profesor JAIME, ANAYA "Los límites de la delegación legislativa (El caso del decreto 677/01)". ED, 196-775. El profesor ANAYA concluye que "en el decreto 677/01 se producen transgresiones inequívocas a la ley delegante y al régimen del art. 76 de la CN en cuanto incursiona en reformas a materias codificadas o inherentes a la codificación, vale decir ingresa en el marco del derecho común". Vid., además

Para ello, nuestro Derecho societario ofrece herramientas, si se quiere, más autóctonas que el híbrido y deslucido comité de auditoría importado de otros sistemas jurídicos.

A mi modo de ver, y como trataré de explicarme en párrafos siguientes, el comité de auditoría creado por el Decreto lejos de proteger los derechos del *consumidor financiero* (digamos a don Manolo) vino a distorsionar un poco las cosas siendo dudoso para mí su pomposo calificativo de ... "Régimen de Transparencia" (!!).

Propongo al lector concentrarnos en el comité de auditoría, analizándolo desde la perspectiva del consejo de vigilancia de nuestra LSC pues, como veremos más adelante, muchas de las funciones asignadas a aquel pueden ser perfectamente cumplidas por el consejo. Adelanto que el control de la gestión corporativa más eficaz en sede de la anónima cotizada nacional se encuentra en el consejero (auditor) independiente, órgano capaz de crear valor.

II. Los fraudes de ayer y de hoy (del voto acumulativo al moderno "corporate governance")

Arbitrar mecanismos que permitan echar mano a los directores infieles y desleales ha sido motivo de profundo desvelo y preocupación por los operadores de derecho desde hace ya mucho tiempo. A la luz de los últimos acontecimientos parece que el Derecho de sociedades no ha podido encontrar la solución adecuada a este flagelo universal. El siguiente texto resulta muy ilustrativo:

"... el modo como las sociedades están siendo manejadas hace absolutamente indispensable una reforma. Invertimos nuestro dinero en una sociedad anónima y apenas queremos darnos cuenta, la camarilla se ha apoderado de ella. Los individuos que se benefician con el poder votativo de la mayoría de las acciones por medio de la captación de poderes eligen a la totalidad de los miembros del directorio, y de allí en adelante actúan a su antojo. El resto de los accionistas permanecen en la

oscuridad. No tienen a nadie en el directorio que cuide sus intereses, que proteste contra el despilfarro, la prodigalidad, y la gestión abusiva, o que adopte medidas para protegerlos, hasta que es demasiado tarde".

"Esta mayoría luego de haber logrado el control absoluto de los cargos directivos de la compañía, procede a despojar a los accionistas a través de altos sueldos, la multiplicación de cargos rentados, la especulación y el abuso de autoridad en toda la línea".

"Que esta práctica es habitual, es un hecho demasiado conocido en toda la nación, así como en este estado, y cada día que pasa la situación empeora. La cláusula propuesta otorgará a todo accionista un mayor poder de autoprotección que el que actualmente posee. Su objetivo no es invalidar ni lesionar los derechos de la mayoría en ninguna forma. El poder de la mayoría para controlar los órganos de dirección permanece intacto, la norma pretende simplemente proteger a la minoría del pillaje y el robo, del latrocinio y la confiscación, que sucede sólo por falta de alguien que las represente y vele por sus intereses (...)".

"Esta norma aumentará el valor de todas las acciones de sociedades anónimas, al agregarle una seguridad adicional ...".

Estos párrafos no fueron extraídos de la comisión redactora de la "Sarbanes - Oxley Act" recientemente promulgada en los Estados Unidos de Norteamérica luego de los escándalos financieros de Enron y WorldCom, sino del escándalo financiero de la Compañía Ferroviaria de Erie sucedido en EEUU en el año 1869. Sí, hace más de 130 años !!.

Fue a partir de este escándalo que se instauró en algunos Estados de la Unión el sistema de elección de directores mediante voto acumulativo. La consigna por entonces fue dotar a los accionistas minoritarios (digamos el consumidor financiero de nuestro Decreto) de una herramienta legal que los pusiera a resguardo del abuso de los administradores inescrupulosos y desleales.

Tal fue la magnitud y gravedad del pillaje consumado en este caso, que dicho sistema de elección se estableció imperativamente como norma de rango constitucional en varios Estados. El primero en adoptarlo dentro de su Carta Magna fue el Estado de Illinois³.

Merece un párrafo aparte la encendida defensa del constituyente norteamericano de mediados del siglo XIX a la necesaria transparencia en la gestión empresarial como incuestionable conductor creador de valor. Debo reconocer que en este tema, aún en estos tiempos, nosotros, seguimos en mantillas.

Lo cierto es que el legislador norteamericano creyó ver en este sistema de elección de directores la solución al fraude corporativo. Sin embargo, el propio vigor y desarrollo del capitalismo estadounidense tornó en letra muerta aquellas disposiciones constitucionales pues, recurriendo la "corporation" al mercado de capitales para obtener recursos de miles de millones de inversores surgió un nuevo paradigma: la separación entre gobierno y propiedad.

Dicha separación trajo como consecuencia inevitable que unos pocos accionistas propietarios de ínfimas participaciones en el capital social quedaran de hecho convertidos en los dueños absolutos de la sociedad abusando así de su posición designándose ellos mismos como directores, aprobándose jugosos honorarios, contratando auditores no demasiado independientes, manipulando el mercado de acciones para obtener pingües beneficios mediante el ejercicio de opciones sobre las acciones de la propia sociedad administrada, escudándose detrás de los llamados "golden parachutes" o los "poison pills", etc., etc.

Así las cosas, el propio sistema capitalista encontró la droga mortal contra el "virus" del voto acumulativo transformando al accionista (inversor) en un socio apático, desinteresado, ausente de las

³ Vid., GERBER - SAVRANSKY. "Participación de las minorías en el gobierno de las sociedades por acciones". Ed., Abeledo Perrot. Bs. As., 1974.

asambleas, poco participativo y absolutamente ajeno a la gestión; y mucho más interesado y preocupado por el retorno financiero de su inversión que por el "interés social"⁴.

La existencia de un accionariado atomizado y desinteresado en la gestión creó el caldo de cultivo para el abuso y la falta de control corporativo lo que motivó el nacimiento de las hoy cuestionadas firmas de auditoría contable que a la postre, generaron nuevos conflictos por su relativa independencia de juicio.

A pesar del denodado esfuerzo del legislador y del mercado por controlar a los administradores desleales e infieles, los fraudes corporativos no cesaron siendo ejemplo de ello los resonados casos de RJR Nabisco en EEUU, Maxwell en Inglaterra, Banesto en España y hoy Enron y WorldCom. Aunque la diferencia entre unos y otros fue la magnitud económica del fraude, la raíz del problema sigue siendo la misma: el administrador desleal y el conflicto de interés.

Mientras escribía estas reflexiones salió a la luz en la prensa nacional e internacional el escándalo de Royal Ahold N.V. y el de su firma auditora: ¿cuál será el próximo?.

III.

⁴ Entre nosotros cito a ROIMSER, MÓNICA quien sostiene "Podría hablarse, tratando esquemáticamente de reducir a dos las mencionadas categorías, de los intereses de los accionistas empresarios y de los intereses de los accionistas inversores. Los de los primeros apuntan principalmente, a la valorización del capital y a la multiplicación de la riqueza y el ejercicio directo o indirecto del poder es el medio para la realización de sus fines. Los de los segundos tienen en mira, generalmente, la rentabilidad a corto y mediano plazo, gravitando esencialmente sus fines patrimoniales, sin que les resulte relevante acceder a la administración y al control". Vid., "El interés social en la sociedad anónima". Ed., Depalma. Bs. As. 1979., pag. 54 y sgtes.

Las normas de transparencia como conductoras de valor (los "Value Drivers")

Ya nadie cuestiona que la transparencia en la gestión empresarial (cuando es verdadera y efectiva) es un real conductor de valor que se plasma en el precio de las acciones de aquellas sociedades que muestran una decidida voluntad de acogerse a las recomendaciones de los códigos o a las normas de buenas prácticas. Se sostiene que la transparencia en la gestión crea valor para los accionistas⁵ y que el mercado está dispuesto a pagar una mayor prima por ello⁶.

El propio Decreto expresa entre sus considerandos que "desde la perspectiva de los mercados financieros globalizados, las buenas prácticas de gobierno son un valor reconocido que influye en la respectiva tasa de riesgo". Resumiendo: a un menor estándar de transparencia le deberá corresponder una tasa de interés mayor. Es decir, el inversor al

⁵ Para mayores referencias sobre el significado de "creación de valor" vid., VILLEGAS - VILLEGAS. "Aspectos legales de las finanzas corporativas". Ed., Dikynson, 1999, RAPPAPORT, ALFRED. "Creating Shareholder Value". Ed., Deusto S.A. 1998. VAN THIENEN, PABLO A. "Creación de valor, riesgo empresario y el régimen de remuneración de directores en la S.A.". Rev., ED, 10. 03.2003.

⁶ Ejemplo de esto lo traen VILLEGAS - VILLEGAS al reflejar las conclusiones de una encuesta realizada por la consultora Mc Kinsey publicado en junio de 2000. Las principales conclusiones que se extraen de esta encuesta son dos: 1) El gobierno corporativo es tan importante como los aspectos financieros. En Latinoamérica, casi el 50% de los encuestados consideran que las prácticas del directorio son más importantes que la performance financiera y 2) Las buenas prácticas de gobierno reducen el costo de capital de la firma. Más del 80% de los inversores dicen que pagarían más por acciones de una compañía que está bien gobernada que por aquella que no lo esté, en un escenario de rendimiento comparable. Por ejemplo, los inversores estarían dispuestos a pagar un sobreprecio (prima) del 21% en sociedades argentinas bien gobernadas, Japón un 20,5%, Chile entre el 20% y el 20,5%, Venezuela un 28% más; etc . Vid., ob. cit., pag., 337 y sgtes.

valuar la acción descontará los flujos de fondos a una tasa que incorporará una mayor prima por dicho riesgo.

Por lo tanto, aquellas sociedades que no cumplan con parámetros de transparencia adecuados y eficientes sufrirán inevitablemente un mayor costo de capital respecto de aquellas sociedades que sí apliquen prácticas de control de gestión verdaderamente transparentes. El resultado final de las sociedades poco transparentes será una menor renta para los accionistas; por lo tanto, una lesión al interés social.

El profesor y catedrático don Manuel Olivencia Ruiz, quien sabiamente planteó el código de buenas prácticas del Reino de España desde la perspectiva de la ética de los negocios, desechando de plano el modelo imperativo, expresó en el informe al proyectado código que lleva su nombre que *"el buen gobierno de las sociedades reclama una clara definición de los fines que debe perseguir la administración de la sociedad. Por ello, recomendamos establecer como objetivo último de la compañía y, consiguientemente como objetivo que debe presidir la actuación del consejo, la maximización del valor de la empresa o, para decirlo en una fórmula que ha arraigado en medios financieros, la creación de valor para el accionista. Frente a otras definiciones o interpretaciones más amplias - pero también más confusas - del llamado interés social"*⁷.

Lo paradójico de esto es que mientras nuestro Decreto boga por una mayor transparencia en la gestión de las sociedades cotizadas, y tal como está estructurado en la actualidad nuestro comité de auditoría, en particular, sus funciones y el sistema de elección de los directores (auditores) independientes, abrigó fundadas sospechas de que este comité sea un verdadero conductor de valor para la sociedad cotizada nacional. Me explico:

IV.

⁷ Vid., punto 4.2..1.3. del Informe Olivencia.

El director (auditor) ¿independiente de quien?

Explicué al principio de estas reflexiones que la idea fuerza de nombrar en el seno del consejo de administración a directores no ejecutivos e independientes consistía en garantizar, precisamente, la independencia de juicio del comité de auditoría como cuerpo de apoyo y fiscalización del órgano de administración. A efectos de garantizar esa independencia mencioné también que era común en los códigos de buenas prácticas prever la formación de comités de nombramiento. Sin embargo, algún escéptico muy descreído preguntó por allí: el director independiente, ¿independiente de quien?; y para colmo no se refería a nuestro sistema sino a otro que luce bastante más transparente que el nuestro: el Español.

En efecto, y por tomar como ejemplo el código de buenas prácticas español, que sigue en alguna medida los modelos voluntarios de los códigos *Cadbury*, *Greenbury* y *Hampel* de Inglaterra y el informe Viènot de Francia, aquel prevé dentro de sus "recomendaciones" de transparencia, entre otras, las siguientes: (1) que en la composición del consejo de administración los consejeros externos constituyan amplia mayoría sobre los ejecutivos, y (2) que la proporción entre los directores dominicales e independientes se establezca teniendo en cuenta la relación existente entre el capital integrado por paquetes significativos y el resto⁸.

A su vez sugiere que el consejo de administración se integre con un número razonable de consejeros independientes proponiendo además que el consejo de administración integre comités delegados de control, entre ellos, el de auditoría, el de nombramiento, el de retribución y el de cumplimiento⁹.

⁸ Vid., Recomendación nº 3 del Código Olivencia.

⁹ Vid., Recomendación nº 2 y nº 8 del citado Código. Se observa que sobre 24 empresas cotizadas del IBEX 12 cuentan con más del 50% de consejeros independientes

Basta repasar un poco nuestro Decreto para advertir con sorpresa que el comité de nombramiento y el de retribución brillan por su ausencia, y a mi modo de ver las cosas hubiera sido más sensato incorporar éstos, en vez de importar sin pagar tributo alguno el híbrido y poco transparente comité de auditoría. Frente a la completa ausencia de normas imperativas que obliguen a las sociedades nacionales a formar estos comités, me pregunto: ¿formarán las sociedades cotizadas nacionales comités de remuneración y de nombramiento?

No es necesario reiterar aquí una verdad de perogrullo de que para lograr una mayor transparencia en la gestión sería saludable que el directorio de la cotizada nacional se integre con un número razonable de directores no ejecutivos e "independientes". Así lo recomiendan casi todos los códigos de buenas prácticas del mundo civilizado. Sin embargo, nuestro cuestionado Decreto que dio a luz con bombos y platillos bajo la consigna de *Régimen de Transparencia en la Oferta Pública* está muy lejos de esta elemental noción de transparencia.

Es que nuestro director (auditor) sólo representará una insignificante minoría dentro del órgano de administración; salvo, la hipótesis bastante remota por cierto, de que el directorio de nuestra cotizada se integre con tan solo tres miembros¹⁰. Incluso puedo afirmar que los

donde empresas tales como Altadis, BBVA, Endesa y Dragados tiene más del 80% de los miembros del consejo de administración formado por directores "independientes" y otras como REPSOL, Meliá, Terra, Unión Fenosa, Iberdrola y otras superan el 50%. Información obtenida del "Análisis de los resultados del cuestionario sobre el Código de Buen Gobierno Corporativo relativo al ejercicio 1999". Dirección General de Mercados Primarios. Área de seguimiento. Barcelona. España.

¹⁰ Conf. la Res. CNV-400/02 el director auditor calificará como independiente cuando cumpla con los requisitos previstos en el artículo III.6 siendo destacable, entre los criterios de independencia, el que el directo auditor sea externo, o sea no sea un

directores ejecutivos superarán en número, y por varios cuerpos, a los directores (auditores) independientes. Además, el presidente del directorio de nuestra cotizada puede simultáneamente ejercer la función de director ejecutivo contradiciendo así el modelo seguido por los países más desarrollados.

La realidad empírica confirma esta sospecha pues, de la información recientemente publicada en el Boletín diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires se puede advertir en algunos casos que los directores (auditores) independientes serán designados "... a propuesta del presidente del directorio ..."¹¹. Sin ánimo de ser reiterativo: el director independiente ¿independiente de quien?

A continuación analizaré las funciones del comité de auditoría y la forma de elección de los directores (auditores). Luego analizaré las funciones del consejo de vigilancia y su forma de elección.

V. El comité de auditoría

(A) funciones.

director ejecutivo de la sociedad y además, no sea dependiente de los accionistas titulares de "participaciones significativas" de la emisora, o de otras sociedades donde estos accionistas cuenten en forma directa o indirecta "participaciones significativas"; o de manera directa o indirecta sea titular de una "participación significativa" en la emisora, entre otros requisitos de independencia. Se entiende por "participación significativa" una tenencia accionaria de por lo menos el 35% del capital social.

¹¹ Vid., sobre el particular la reforma de estatutos propuesta por "Telefónica Data Argentina S.A.", "Telefónica Holding de Argentina S.A." y "Telefónica de Argentina S.A." publicado en el Boletín diario de la BCBA del 03 y 27 de marzo de 2003, "Papel Prensa S.A." publicado en el Boletín diario de la BCBA del 03 de abril de 2003 y "Longvie S.A." publicado en el Boletín diario de la BCBA 27 de marzo de 2003. Sin duda la elección de directores - auditores a propuesta del presidente del directorio resulta una fórmula muy poco transparente.

La responsabilidad primaria de nuestro comité de auditoría consiste en opinar sobre ciertos actos jurídicos llevados a cabo por la sociedad cotizada; entre ellos, opinar sobre la designación o remoción de los auditores externos, opinar sobre la razonabilidad de los honorarios de los directores, opinar sobre la razonabilidad de las condiciones de emisión de acciones o valores convertibles en acciones, opinar sobre la exclusión del derecho de suscripción preferente; emitir opinión respecto de operaciones con partes relacionadas, opinar sobre la existencia de conflicto de interés y opinar sobre la adquisición de acciones propias ... entre otras opiniones.

Se aspira a que éstas sean las mínimas funciones que deberá cumplir este comité pudiendo las sociedades anexarle otras vía reglamento interno.

A esta altura me pregunto, ¿cuál será la razonabilidad de las condiciones de emisión de acciones?, ¿podrá el comité opinar que la suspensión del derecho de suscripción preferente luce irrazonable?, ¿acaso opinará que el honorario del directorio es irrazonable?, ¿opinará que es irrazonable que el director cobre honorarios debiendo éste asumir el riesgo empresario como lo sostiene la cuestionada doctrina del caso "Riviere"¹²?; frente a un aumento de capital ¿caeremos en la titánica tarea de probar la irrazonabilidad dañosa del juez Cuartero en el famoso caso "Pereda"¹³?; ¿qué es lo razonable o lo irrazonable?, ¿cuál es el límite entre lo uno y lo otro?, ¿existen parámetros objetivos?

Más confuso me resulta el Decreto cuando observo que el inciso (h) del mismo art. 15 exige la opinión "fundada" en caso de presentarse un conflicto de interés o para el supuesto de operaciones con partes relacionadas. Sin embargo, aquel omite dicho requisito para los

otros supuestos, ¿porqué?, ¿qué valor tiene una opinión no fundada, o fundada más o menos, o a la que te criaste?, ¿cuál será el impacto en el mercado?.

Tenemos sobrada experiencia respecto de las "opiniones" de los auditores contables externos como para darnos cuenta que lo que alguna vez estos profesionales independientes (¿?) consideraron razonable, después no lo fue tanto. Y a mi modo de ver las cosas, de lo que se trata aquí y hoy, es de crear un sistema de control de gestión preventivo que permita proteger el interés social evitando la expoliación de la riqueza corporativa.

Si analizamos el art. 281 y lo comparamos con el art. 15 del Decreto veremos que muchas de las tareas asignadas al comité de auditoría podrían ser perfectamente desempeñadas por el consejo de vigilancia, incluso muchas de esas funciones se tocan y en algunos casos coinciden.

No creo que las opiniones de este comité sean el medio adecuado para transparentar la gestión empresaria, máxime cuando el sistema de elección de los directores (auditores) pone un manto de sospecha respecto de su real, sincera y efectiva independencia; nudo gordiano de todo el sistema de transparencia. Veamos:

(B) elección

El decreto nos dice que salvo que los estatutos sociales dispongan lo contrario, el director auditor será elegido por el directorio¹⁴. Y yo agregaría: salvo que los estatutos dispongan un sistema de elección de directores (auditores) proporcional por clase de acciones, a los socios minoritarios no les

¹² CNCom., sala B. LL, 1997-A-135.

¹³ CNCom., sala D. ED, 136-389.

¹⁴ Vid., Art. III.8.1. de la Res. CNV. 400/02. De las reformas de estatutos informadas a la BCBA por algunas sociedades cotizadas, se advierte que los directores auditores serán designados por el directorio. De esta forma las sociedades cotizadas se ciñen estrictamente al Decreto. Vid., propuestas de modificación de los estatutos sociales de "Bansud S.A." y "Banco Macro S.A". publicados en el Boletín diario de la BCBA el 11 y 12 de marzo de 2003.

quedará otro camino que el tortuoso sistema de elección por voto acumulativo si desean aspirar a elegir un director (auditor). Tal como está estructurado en nuestro Decreto el sistema de elección de los miembros del comité de auditoría veremos que esta tarea será ... una misión imposible !!. Analicemos el siguiente caso:

Suponiendo el directorio de una cotizada integrado por un mínimo de tres y un máximo de cinco miembros, por citar un ejemplo, y una minoría "suficiente" lograra designar entre los candidatos de su lista a un director para ocupar el cargo de director (auditor) acumulando a tal efecto sus votos (art. 263), observaremos perplejos que esta minoría "suficiente" aún designando un director no podrá asegurarse que su candidato integre el comité de auditoría si el directorio por mayoría simple elige a otros directores de su propia lista, casualmente, designados por la propia mayoría accionaria, o en su caso, y lo que es más grave, propuestos por el presidente del directorio.

Me enfrento a similar paradoja si la elección de directores fuera por clase de acciones (art.262) donde aún cualquier minoría (suficiente o no) podrá ver burlada su expectativa si los estatutos no son reformados permitiendo el acceso de las minorías a este comité. Por lo tanto la mayoría del capital quedará bien atrincherada detrás de un comité de auditoría integrado con sus propios directores independientes. Sin ser escéptico me pregunto nuevamente: el director (auditor) ¿independiente de quien?.

*"Es evidente que el decreto no previó un sistema de elección de directores independientes que permita a las minorías acceder al comité de auditoría"*¹⁵.

Veremos cómo, si optamos por el consejo de vigilancia esta situación tiende a encontrar un equilibrio transparentando un poco más la gestión empresarial.

VI. El consejo de vigilancia

Que el consejo de vigilancia es el órgano de control de mérito de la gestión social no puede ponerse en tela de juicio. Así lo dispone en forma clara, precisa y contundente el art. 281 de la LSC.

Cierta corriente viene postulando la tesis de que esa función también le corresponde al síndico societario¹⁶. Fácil es advertir que la función, competencia y responsabilidad del síndico societario se limita exclusivamente a la fiscalización de la *administración del ente* y no a fiscalizar la *gestión del directorio* (ver respectivamente los arts. 294 y 281). La LSC excluye en forma tajante de la competencia del síndico societario el opinar o informar sobre el mérito, la oportunidad o conveniencia de los actos de gestión social y así lo entendió recientemente la jurisprudencia comercial¹⁷.

¹⁶ Vid., TRUFFAT, DANIEL. "El síndico societario: ¿control de legalidad o de gestión?". Rev. ED, 25.04.02.

¹⁷ El art. 294.6 expresamente dispone que el síndico deberá "suministrar a los accionistas que representen no menos del dos por ciento del capital, en cualquier momento que estos se lo requieran, información sobre materias que son de su competencia". Vid., al respecto el fallo de la C.N.Com., sala C "Farallon Telco Inversora LLC c. Nortel Inversora S.A." donde el Tribunal negó a la actora el derecho de información solicitado a la comisión fiscalizadora sobre actos de gestión de la sociedad demandada con los siguientes argumentos: "... resulta cuanto menos dudoso que la información requerida a los miembros del directorio pueda ser incluida dentro de las previstas en el art. 55 de la LSC pues se vincula con la gestión empresarial y es preciso advertir que el acceso directo del accionista a la información social - aún en los casos que resulta procedente - queda restringido como principio, al examen de los estados contables del ejercicio y la documentación complementaria relativa a sus resultados, pero no habilita para obtener datos sobre la gestión empresarial que la ley a sustraído de su conocimiento ..." citando el Tribunal al Dr. Jaime Anaya, en "El derecho de información del accionista y sus límites". ED, 132-367.

¹⁵ Vid., BAQUÉ, JORGE. "La calidad del director independiente". LL, 2002-A-1217.

Tal es la importancia del consejo de vigilancia como órgano de fiscalización de la gestión que el propio art. 281.g admite que aquel asuma además las funciones del síndico, pero nunca a la inversa. O sea, estando el consejo de vigilancia autorizado por ley a realizar los actos del art. 294 la misma ley, a cartón seguido, veda al síndico societario cumplir las funciones del art. 281. Queda por lo tanto bien delimitado el radio de acción del síndico societario.

Incluso, el art. 283 dispone que si la sociedad optara por formar un consejo de vigilancia aquella podrá prescindir de síndico. Si bien el art. 284 dispone que en sede de las cotizadas no se puede prescindir de comisión fiscalizadora entiendo que el art. 283 se impone por sobre el art. 284. Me llama poderosamente la atención que la LSC exija a las sociedades del art. 299 la formación de comisión fiscalizadora omitiendo igual obligación respecto del consejo de vigilancia cuando en rigor de verdad, éste es el órgano adecuado para lograr un mayor control de la gestión en sede de las cotizadas.

Lo interesante del caso es que para el supuesto de prescindirse de síndico el art. 283 exige que éste sea reemplazado por una auditoría anual (léase auditoría externa) reforzando así el argumento de que sólo compete al síndico societario fiscalizar la legalidad de los actos de gestión y no la de opinar sobre el mérito, la oportunidad o conveniencia de los mismos. El síndico sólo podría inmiscuirse en cuestiones de gestión social sólo cuando a tal efecto convoque a una asamblea de accionistas como lo autoriza el art. 234.1.

Quedando por lo tanto precisado el ámbito de actuación del síndico societario analizaremos a continuación las funciones del consejo, en especial, aquellas vinculadas con el nombramiento de los auditores externos y la aprobación de ciertos contratos, en particular, aquellos celebrados con partes relacionadas y por montos relevantes. Veamos:

(A) funciones

Resulta muy interesante analizar las funciones indelegables del consejo de vigilancia y su potencial impacto en sede de las cotizadas. Entre las funciones pueden mencionarse a modo de ejemplo las siguientes: 1) **fiscalizar la gestión del directorio**, 2) examinar la contabilidad, bienes sociales, realizar arqueos de caja, 3) recabar información sobre contratos, 4) convocar a asamblea cuando lo estime conveniente, 5) presentar a la asamblea sus observaciones a la memoria y a los estados contables, 6) nombrar comisiones de investigación, 7) examinar denuncias de los accionistas, 7) fiscalizar la administración de la sociedad, 8) ejecutar todas las demás funciones previstas en el art. 294.

Es llamativo que en el supuesto de que la cotizada omitiera formar comisión fiscalizadora, tal como se dijo antes, debe ser el propio consejo de vigilancia el encargado de contratar al auditor externo, y no, el directorio como sutilmente lo propone nuestro cuestionado Decreto¹⁸.

Siguiendo las pautas de transparencia que nos propone el art. 281.c el estatuto de la cotizada podría incluso disponer que determinados contratos no podrán celebrarse sin la previa aprobación del consejo; p.ej., los contratos con partes "relacionadas" o por montos "relevantes". En cambio, en estos casos nuestro comité de auditoría emitirá una opinión y, quizás, a la que te criaste o de manera no muy fundada¹⁹ !!.

¹⁸ El art. 13 del decreto 677/01 dispone que corresponde a la asamblea de accionistas, en ocasión de la aprobación de los estados contables designar a los auditores externos. Para el caso de que la propuesta sea hecha por el directorio éste deberá contar con la previa opinión del comité de auditoría. Similar opinión se exige para el supuesto de revocación. Resulta desalentador el tortuoso camino que deberán seguir los minoritarios tenedores de más del 5% del capital si quisieran proponer una auditoría en la cotizada. Sobre el particular Vid., art. III.9.5 de la RG-CNV 400/02.

¹⁹ Vale la pena señalar a esta altura que la opinión de los directores auditores no está sujeta a normas imperativas de auditoría tal como sucede con los auditores de estados

Así las cosas repasando las funciones y competencias de este órgano societario comprendo porqué éste cayó en desgracia. Se dice que el consejo de vigilancia pasó al olvido en nuestra práctica mercantil a raíz de cierta jurisprudencia del foro que cuestionó su formación por considerarlo un obstáculo a las minorías que querían acceder a nombrar directores mediante el sistema de voto acumulativo²⁰. A pesar de esta jurisprudencia y sin desconocer que la misma sancionó supuestos de evidente abuso de derecho, tengo para mí la fuerte sensación de que el consejo de vigilancia cayó en el olvido por una razón muy simple: representa una seria amenaza para las mayorías atrincheradas²¹.

El sistema de elección de consejeros de la LSC presenta respecto de la elección de los miembros del comité de auditoría de nuestro cuestionado Decreto una de las notas más distintivas, sea la elección por clase de acciones (art. 262) o por voto acumulativo (art. 263). Veamos:

(B) elección

Salvo que los estatutos dispongan lo contrario, el director(auditor) es elegido por el directorio. Así reza el Decreto. En cambio, de acuerdo con la LSC el consejero (auditor) será elegido por los accionistas (art. 234). Como podemos observar esta diferencia no es un dato menor.

contables donde el Consejo Profesional establece criterios uniformes sobre procedimientos, técnicas y forma de emitir una opinión.

²⁰ Vid., "Godoy Achar c. La Casa de las Juntas S.A.". C.N.Com., sala D. ED, 101-356.

²¹ Es llamativo ver estatutos de sociedades cotizadas donde la fiscalización de ciertos contratos prevista en el art. 281.c de la LSC queda expresamente excluida. Sobre el particular puede consultarse los estatutos sociales de Alpargatas S.A.I.C., Carlos Cazado S.A., entre otros. Es ilustrativo además que de 120 sociedades cotizadas tan solo 13 cuentan con consejo de vigilancia.

Siguiendo con el ejemplo que vimos anteriormente, suponiendo un consejo formado entre un mínimo de tres y un máximo de cinco miembros aquella minoría suficiente designará su consejero accediendo por lo tanto al órgano de fiscalización de la gestión, situación claramente opuesta a la del comité de auditoría donde como vimos antes esa misma minoría aún designando un director, éste podría quedar excluido del comité si el resto de los directores por simple mayoría cubren todos las vacantes para integrar el comité con los candidatos de su propia lista²².

Aquí observo la principal diferencia entre optar por el consejo de vigilancia o por el comité de auditoría, pues, mientras en el caso del comité de auditoría el director (independiente o no) elegido por la minoría terminará integrando el órgano de administración social; aquel quedará inexorablemente excluido del comité. En cambio, de optarse por el consejo de vigilancia podrían presentarse dos variantes bien claras, aunque no por ello menos satisfactorias: (1) que el consejo asuma el doble rol de vigilancia y auditoría o, (2) que el consejo integre dentro de su seno un comité de auditoría como lo propone el modelo Alemán. En éste último supuesto si bien la mayoría podrá cubrir todos los cargos para integrar el comité (si el comité fuere integrado con el voto mayoritario de los consejeros), la minoría al menos podrá nombrar consejeros ejerciendo las funciones propias e indelegables del art. 281. Las diferencias y ventajas saltan a la vista y me eximen de mayores comentarios.

Dentro de la aritmética del voto acumulativo cuanto mayor sea la cantidad de vacantes a cubrir en el consejo (3 a 15 accionistas) menor será la cantidad de votos necesarios para poder acceder a un cargo. Por lo tanto, sería muy deseable que en aquellas cotizadas cuyo capital estuviere representado con acciones de voto plural y de voto simple, los estatutos previeran la solución que nos trae el art. 284 tercer párrafo de la LSC. No vaya a ser que con el artificio de poseer los tenedores de

²² Resulta ilustrativo el modelo Alemán donde el comité de auditoría es un subórgano del consejo de vigilancia.

participaciones significativas acciones de voto plural nuestro consumidor financiero vea frustrada indefinidamente la posibilidad de acceder al consejo.

Adquiere por lo tanto especial relevancia para estas reflexiones (1) la formación del consejo de vigilancia con las facultades del art. 281 de la LSC y del art 15 del Decreto, y (2) la designación de consejeros (auditores) independientes debiendo éstos representar la mayoría dentro del órgano.

(C) el consejero (auditor) independiente

Integrándose el consejo de vigilancia con accionistas según lo ordena el art. 280 de la LSC queda claro que para calificar como consejero (auditor) independiente quien desee acceder al cargo deberá cumplir con los criterios de independencia de la RG-CNV 400; siendo entre otras, no ser titular en forma directa o indirecta de una "participación significativa" en la sociedad cotizada o en una sociedad que tenga en ella en forma directa o indirecta "participaciones significativas".

O sea, para ser consejero independiente el accionista deberá poseer acciones de la sociedad cotizada que representen como máximo una participación inferior al 35% del capital social.

No descuido que en las cotizadas los paquetes de control suelen estar en manos de sociedades (generalmente "Holding" y especialmente "Off-shore"), pudiendo burlarse este criterio de independencia mediante la división de paquetes al momento de elegir a los consejeros. Empero, recuerdo que el propio art. 263 veda expresamente este proceder.

Por lo tanto, mediante la designación de consejeros (auditores) independientes podría lograrse un sano equilibrio de poderes ya que los accionistas poseedores de participaciones significativas sólo podrán elegir consejeros "no independientes" y aquí no importa que la elección sea mediante clase de acciones o por

sistema de voto acumulativo, pues los criterios de independencia fijados por la CNV y la proporción entre independientes y no independientes del Decreto fuerzan esta conclusión.

De esta forma lograríamos un razonable equilibrio: la mayoría del capital controlando el órgano de gestión y la minoría participando del órgano de fiscalización de la gestión transparentando un poco más ... el control de la gestión de nuestra cotizada.

VII.

El consejo de vigilancia y el decreto 677

No se me escapa que estas reflexiones puedan ser criticadas por ser excesivamente académica y poco práctica pues nuestro Decreto exige imperativamente la creación del comité de auditoría dentro del seno del directorio. Es por esta razón que sostengo que el Decreto es un valladar para esta propuesta. Incluso puede observarse que sociedades cotizadas con consejo de vigilancia como órgano de fiscalización se ven injustificadamente obligadas a formar un comité de auditoría dentro del directorio incrementando innecesariamente los costes de agencia y por lo tanto destruyendo valor para los accionistas²³.

A fin de sortear ese escollo imperativo se sugiere una recomendación siguiendo en este sentido el modelo voluntario de los códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo de España, Francia, Australia, Canadá, Inglaterra y Bélgica.

Lo cierto es que el consejo de vigilancia integrado por consejeros (auditores) independientes ofrece desde la óptica de nuestro Derecho una salida más autóctona y transparente que el híbrido y deslucido comité de auditoría

²³ Vid., propuesta de reforma a los estatutos sociales de Alpargatas SAIC informado a la BCBA según Boletín diario del 9 de abril de 2003.

importado de modelos foráneos; y a esta altura no creo estar comparando peras con manzanas.

VIII.

Una recomendación

El Decreto adoptó un sistema "mixto" imponiendo a las sociedades cotizadas algunos parámetros mínimos de transparencia confiando que las propias sociedades superarán dichos parámetros como si estuviéramos frente a una carrera de postas donde las sociedades cotizadas competirán por ser más transparentes. Los ejemplos mencionados aquí me inclinan a pensar que dicha competencia no se dará.

Resulta evidente que si en ocasiones es muy complicado ajustarse al Derecho imperativo, más remoto parece que una sociedad asuma voluntariamente unas pautas de funcionamiento que le supongan obligaciones añadidas incrementando sus costes de agencia. Frente a este orden natural de las cosas podría afirmarse que el piso de transparencia fijado por el Decreto pronto se convertirá en su propio techo. Y la realidad empírica lo está demostrando.

Como hemos visto muchas de las funciones del comité de auditoría pueden ser perfectamente cumplidas por el consejo de vigilancia. Frente a esta situación ¿qué sentido tendrá que una cotizada tenga un comité de auditoría y además un consejo de vigilancia?, ¿acaso no sería más eficiente delegar en el consejo la funciones del comité?

Por lo tanto sería provechoso alentar a la sociedades cotizadas a la formación de consejos de vigilancia bajo las siguientes recomendaciones que debería impartir la Comisión Nacional de Valores: (1) las sociedades que optaren por formar consejos de vigilancia con las funciones propias del art. 281 de la LSC más las del art. 15 del Decreto podrán omitir la formación del comité de auditoría dentro del seno del directorio, (2) la mayoría de los consejeros (auditores) deberán cumplir con

los criterios de independencia previstos en la RG-CNV 400/02, (3) el consejo de vigilancia podrá formar dentro de su seno un comité de auditoría debiendo éste integrarse con mayoría de consejeros independientes, (4) el consejo de vigilancia podrá formar dentro de su seno un comité de remuneración a los efectos del art. 281.d de la LSC, y (5) el consejo de vigilancia o la asamblea de accionistas podrá formar dentro de su seno un comité de nombramiento.

IX.

Reflexiones preliminares

Por todo lo expuesto deseo compartir con el lector las siguientes reflexiones preliminares:

1. Tal como está estructurado el comité de auditoría, los inversores individuales o institucionales (AFJP, FCI, Bancos de Inversión depositarios de ADR's, etc.) tienen un panorama sombrío si quieren aspirar a colocar un director (auditor). El decreto 677 promueve el atrincheramiento de los accionistas de control.
2. El consejo de vigilancia integrado con consejeros (auditores) "externos" e "independientes" aparece como más transparente y verdadero órgano societario conductor de valor.
3. El modelo imperativo del Decreto desalienta la formación del consejo de vigilancia por implicar una duplicación en los costes de agencia lesionando el interés social.
4. Paradójicamente las cotizadas con consejos de vigilancia ya constituidos se ven forzadas a formar comité de auditoría duplicando los costes de agencia y por lo tanto destruyendo valor para los accionistas²⁴.

²⁴ Vid., al respecto los estatutos sociales de Siderar S.A., Siderca S.A., Carlos Cazado S.A., Alpargatas S.A., Celulosa Argentina S.A.; Ferrum S.A., Cía Introdutora de Buenos Aires S.A.; Ledesma S.A., Frigorífico La

5. Siguiendo el modelo voluntario se recomienda (1) la formación de consejos de vigilancia formado por consejeros (auditores), "externos" e "independientes" y además (2) la formación de comités de nombramiento y de remuneración.
6. La CNV debería eliminar las sanciones previstas en el Decreto para aquellas sociedades que omitan constituir comités de auditoría dentro del directorio si optan por formar consejos de vigilancia con las funciones del art. 281 de la LSC y art. 15 del Decreto, o la formación de un comité de auditoría dentro del seno del consejo de vigilancia.
7. El consejero (auditor) "externo" e "independiente" ofrece una alternativa de transparencia en la gestión empresaria que debe invitarnos a una serena reflexión si aspiramos a un mercado de valores vigoroso, transparente y globalizado.

CEDEF

Law & Business