

**Requisitos de divulgación de información ambiental
en la normativa sobre valores bursátiles y normas de
contabilidad financiera de Canadá, Estados Unidos y México**

**Elaborado por Dr. Robert Repetto, Andrew MacSkimming
y Gustavo Carvajal Isunza**

para la

Comisión para la Cooperación Ambiental

para la reunión

Financiamiento y medio ambiente: transparencia y divulgación
en los informes ambientales

25 de marzo de 2002
Nueva York

La Comisión para la Cooperación Ambiental (CCA) se creó al amparo del Acuerdo de Cooperación Ambiental de América del Norte (ACAAN) para tratar asuntos ambientales de los tres países desde una perspectiva regional, con énfasis en los derivados del ámbito de la liberación comercial.

Esta publicación fue preparada para el Secretariado de la CCA y no refleja necesariamente las opiniones de la CCA o de los gobiernos de Canadá, Estados Unidos y México.

Se permite la reproducción de este documento en cualquier formato, todo o en partes, para fines educativos o no lucrativos sin permiso expreso del Secretariado de la CCA siempre y cuando se cite la fuente. La CCA agradecería recibir una copia de cualquier publicación o material que use como fuente este documento.

Comisión para la Cooperación Ambiental
393, rue Saint-Jacques Ouest, Bureau 200
Montreal (Quebec) Canadá H2Y 1N9
Correo-e: info@ccemtl.org
<http://www.cec.org>

Índice

Resumen ejecutivo	v
I. Introducción	1
<i>A. Mayor importancia de la divulgación de información financiera</i>	<i>1</i>
<i>B. La creciente importancia de la divulgación de información ambiental</i>	<i>3</i>
<i>C. Propósitos y estructura del presente documento</i>	<i>5</i>
II. Requisitos sobre divulgación de información ambiental en la ley y reglamentación sobre valores bursátiles de México.....	6
<i>A. Disposiciones generales sobre divulgación que pueden aplicarse a las cuestiones ambientales</i>	<i>7</i>
1. Ley del Mercado de Valores	7
2. Normas de contabilidad financiera.....	9
III. Divulgación de información ambiental en las principales jurisdicciones sobre valores bursátiles de Canadá	10
<i>A. Legislación y administración en materia de valores en Canadá.....</i>	<i>11</i>
1. Jurisdicción en materia de valores bursátiles en Canadá.....	11
2. Fuentes de la legislación bursátil en las provincias de Canadá	12
3. Características principales de la legislación y administración bursátiles en Canadá.....	12
<i>B. Requisitos generales de divulgación en Ontario, Alberta y Columbia Británica</i>	<i>13</i>
1. Hechos relevantes	13
2. Cambios relevantes	13
3. Divulgación oportuna y continua	14
4. Información relevante	14
5. Documentos financieros.....	14
<i>C. Requisitos de divulgación de información ambiental.....</i>	<i>15</i>
1. Requisitos de divulgación de información de aplicación generalizada	15
2. Requisitos de divulgación de información para la industria petrolífera y del gas.....	16
3. Requisitos de divulgación de información en Columbia Británica para empresas que dependen de recursos naturales	16
4. Requisitos de divulgación para la industria minera.....	17
IV. Normas de contabilidad de Canadá	17
<i>A. El Handbook del CICA y las investigaciones de ésta sobre los aspectos ambientales de la contabilidad.....</i>	<i>17</i>
<i>B. Tratamiento de la responsabilidad ambiental en los GAAP de Canadá</i>	<i>17</i>
V. Jurisprudencia relativa a la divulgación de información ambiental	19
VI. La protección del interés público en la legislación sobre valores bursátiles de Canadá	22
VII. Requisitos de divulgación de información ambiental en la normativa sobre valores bursátiles de estados unidos	25
<i>A. La protección del interés público en la legislación sobre valores bursátiles de Estados Unidos</i>	<i>25</i>

<i>B. El requisito fundamental de que todos los hechos relevantes sean divulgados.....</i>	<i>27</i>
<i>C. Sistema de divulgación de información de la SEC</i>	<i>28</i>
<i>D. Normas de contabilidad generalmente aceptadas.....</i>	<i>32</i>
<i>E. Aplicación de los requisitos de divulgación de información ambiental</i>	<i>33</i>
V. Resumen y conclusiones	34

Resumen ejecutivo

La divulgación de información financiera objetiva es básica tanto para proteger a los inversionistas contra fraudes como para el funcionamiento eficiente de los mercados financieros. Es bien sabido que un principio fundamental de la buena conducción del mercado de capitales es que los inversionistas tengan acceso a toda información pertinente para poder tomar decisiones razonadas en cuanto a compra, venta y tenencia de valores. Si el acceso a la información sustancial es incompleto o desigual es fácil que haya errores en la formación de precios de los valores en los mercados financieros. Además, la falta de información puede encubrir manipulaciones financieras y conductas poco éticas.

La idea de que los mercados de capitales incorporen correctamente toda la información pertinente y de dominio público ha quedado consagrada en la teoría de los “mercados eficientes”, teoría que ha recibido el apoyo de amplios y reconocidos sectores (Fama 1970). Su justificación fundamental radica en la probada dificultad de los inversionistas de lograr siempre dividendos extraordinarios, sea cual fuere su estrategia de compra-venta. La formulación opuesta, de que los mercados de capitales *no* incorporarán correctamente la información que *no* sea de dominio público, es fundamental para los requisitos sobre información que figuran en las legislaciones de Canadá, Estados Unidos y México en materia de valores bursátiles. La divulgación de información es vital para que los mercados de capitales funcionen con normalidad.

En Estados Unidos, por ejemplo, la divulgación es el principal mecanismo regulatorio en la Ley sobre el mercado de valores (*Securities Act*) para promover la eficiencia del mercado de capitales. “La corrección de asimetrías en el acceso a la información es un elemento medular de la política de base de la legislación federal sobre valores” (Seligman 1995; p. 604). “En las últimas dos décadas hemos sido testigos de una gran expansión de la información que todo corredor debe divulgar ... Esta expansión puede denominarse la “revolución de la información blanda” en el sistema de divulgación obligatoria” (Ibíd., p.610). Estas disposiciones abarcan no sólo información sobre las condiciones actuales que afectan a la empresa y que los inversionistas considerarían importante, sino también cualquier riesgo e incertidumbre conocidos que puedan tener efectos financieros sustanciales a futuro.

El argumento en favor de una mayor divulgación de la información es cada vez más fuerte porque los mercados de capitales nacionales e internacionales ejercen cada vez más influencia en las decisiones de los directivos de las empresas. En Estados Unidos, la mitad de todas las acciones registradas pertenecen a inversionistas institucionales que compiten en desempeño y cuyas carteras de valores tienen una rápida rotación (Conference Board 1998). Las empresas que dejan de tener interés para los profesionales de la inversión debido a noticias adversas pueden sufrir pérdidas rápidas en valor de mercado. Los grandes inversionistas institucionales también ejercen cada vez más influencia en la conducción y la política empresariales debido a que están en comunicación directa con los directivos de las empresas (Carleton, Nelson y Weibach 1998; Smith 1996; Karpoff 1998).

En lo esencial los requisitos de divulgación de información de Canadá, Estados Unidos y México son similares pues estipulan que se presente de manera expedita toda información esencial referente a los valores que se ofrecen en venta al público. En general, se entiende por

información esencial toda aquella que los inversionistas juzguen importante para sus decisiones de compra o venta de valores. Esta característica es una noción general, no sujeta a umbrales numéricos. En EU está explícito que la información que tenga que ver con la competencia o integridad de los directivos de la compañía, incluso la referente a incumplimiento de leyes y reglamentos vigentes, puede ser esencial aunque carezca de importancia financiera. Los tres países reconocen que la información ambiental puede considerarse esencial en este sentido amplio y, siendo así, debe ser divulgada.

Las disposiciones sobre valores en Estados Unidos y Canadá tienen por igual la misión de promover el interés público, aspecto que no figura en la legislación de México, que se centra exclusivamente en la protección del inversionista. En Canadá, esta misión sobre el interés público se limita a las acciones que promuevan los propósitos de base de la ley sobre valores: proteger a los inversionistas y promover mercados de capitales justos y eficientes. Sólo en Estados Unidos, en la Ley de Política Ambiental Nacional (*National Environmental Policy Act*), el interés público está definido de tal forma que incluye la protección ambiental, y se amplían las responsabilidades de la Comisión del Mercado de Valores (*Securities and Exchange Commission*) para tomar en cuenta los objetivos ambientales cuando se formulan leyes y reglamentos. Sin embargo, puede que esta distinción sea más bien teórica. Considerando su actuación, hay pocos indicios de que esta Comisión haya aceptado una responsabilidad mayor que la de Canadá en la protección de los inversionistas y la promoción de mercados de capitales eficientes.

En lo que respecta a requisitos explícitos y específicos para la divulgación de información ambiental, los tres países se sitúan a lo ancho de un espectro en el que México es el que menos prescripciones tiene en su normatividad y EU el que más. En la legislación federal sobre valores de México no existen disposiciones específicas que establezcan requisitos explícitos de divulgación de responsabilidades y costos ambientales, y demás información relacionada. En el otro extremo, la normatividad en EU estipula explícitamente que las empresas registradas deben divulgar lo siguiente:

- Costos reales derivados del cumplimiento de la normatividad ambiental en años futuros
- costos de rehabilitación de sitios contaminados en caso de probable atribución de responsabilidad y de que se pueda calcular aproximadamente su magnitud
- otras responsabilidades eventuales derivadas de la exposición ambiental
- su implicación en calidad de parte en algún procedimiento judicial en materia ambiental, en especial ante alguna dependencia gubernamental
- cualquier tendencia o incertidumbre conocidas en relación con cuestiones ambientales, incluida la reglamentación pendiente, que pudiese tener un efecto sustancial en las actividades de la empresa.

Si bien las disposiciones difieren en detalle, casi todos estos requisitos se encuentran en la normatividad sobre valores de Canadá y sus respectivas normas de contabilidad. Las empresas canadienses registradas también deben divulgar los impactos financieros por cumplimiento de los requisitos de protección ambiental y factores de riesgo ambiental que incidan de manera significativa en sus actividades. Es preciso que los empresarios discutan y analicen los gastos ambientales inusuales así como las incertidumbres ambientales sustanciales. Además, las Prácticas de contabilidad generalmente aceptadas (*Generally Accepted Accounting Practices*) de

Canadá contienen obligaciones sobre divulgación y acumulación en cuanto a responsabilidades que surjan de la necesidad de rehabilitar sitios contaminados.

En estos requisitos de divulgación de las tres Partes del TLCAN hay dos oportunidades claras de armonización. La primera es la elaboración de requisitos específicos de divulgación ambiental en la normatividad mexicana sobre valores para que se acerque más a las disposiciones de Canadá y Estados Unidos. Como las disposiciones generales que exigen la divulgación de toda información esencial son básicamente las mismas en los tres países, la armonización de requisitos específicos puede parecer más bien una aclaración que un cambio en la política de reglamentación.

La segunda oportunidad de armonización se sitúa en el campo de la aplicación y ejecución de la legislación. Como no consta que haya habido en México ningún caso referente a ejecución de la normatividad en materia de divulgación ambiental, y en Canadá sólo ha habido uno, cabría pensar en una aplicación más intensa de los requisitos vigentes en esos países. Además, como el registro de casos en EU, aunque más completo, es asimismo relativamente limitado, también cabría pensar en una aplicación más intensa de los requisitos actuales en ese país. La armonización e intensificación de las actividades de ejecución de las leyes concordaría con los objetivos de inversión y desarrollo sustentable del TLCAN.

I. Introducción

A. Mayor importancia de la divulgación de información financiera

La divulgación de la información financiera esencial es básica tanto para proteger a los inversionistas contra fraudes como para el funcionamiento eficiente de los mercados financieros. Es bien sabido que un principio fundamental de la buena conducción del mercado de capitales es que los inversionistas tengan acceso a toda información pertinente para poder tomar decisiones razonadas en cuanto a compra, venta y tenencia de valores. Si el acceso a la información sustancial es incompleto o desigual es fácil que haya errores en la formación de precios de los valores en los mercados financieros. Además, la falta de información puede encubrir manipulaciones financieras y conductas poco éticas.

La idea de que los mercados de capitales incorporen correctamente toda la información pertinente y de dominio público ha quedado consagrada en la teoría de los “mercados eficientes”, teoría que ha recibido el apoyo de amplios y reconocidos sectores (Fama 1970). Su justificación fundamental radica en la probada dificultad de los inversionistas de lograr siempre dividendos extraordinarios, sea cual fuere su estrategia de compra-venta. La formulación opuesta, de que los mercados de capitales *no* incorporarán correctamente la información que *no* sea de dominio público, es fundamental para los requisitos sobre información que figuran en las legislaciones de Canadá, Estados Unidos y México en materia de valores bursátiles. La divulgación de información es vital para que los mercados de capitales funcionen con normalidad.

En Estados Unidos, por ejemplo, la divulgación es el principal mecanismo regulatorio en la Ley sobre el mercado de valores (*Securities Act*) para promover la eficiencia del mercado de capitales. “La corrección de asimetrías en el acceso a la información es un elemento medular de la política de base de la legislación federal sobre valores” (Seligman 1995; p. 604). “En las últimas dos décadas hemos sido testigos de una gran expansión de la información que todo corredor debe divulgar ... Esta expansión puede denominarse la “revolución de la información blanda” en el sistema de divulgación obligatoria” (Ibíd., p.610). Estas disposiciones abarcan no sólo información sobre las condiciones actuales que afectan a la empresa y que los inversionistas considerarían importante, sino también cualquier riesgo e incertidumbre conocidos que puedan tener efectos financieros sustanciales a futuro.

El argumento en favor de una mayor divulgación de la información es cada vez más fuerte porque los mercados de capitales nacionales e internacionales ejercen cada vez más influencia en las decisiones de los directivos de las empresas. En Estados Unidos, la mitad de todas las acciones registradas pertenecen a inversionistas institucionales que compiten en desempeño y cuyas carteras de valores tienen una rápida rotación (Conference Board 1998). Las empresas que dejan de tener interés para los profesionales de la inversión debido a noticias adversas pueden sufrir pérdidas rápidas en valor de mercado. Los grandes inversionistas institucionales también ejercen cada vez más influencia en la conducción y la política empresariales debido a que están en comunicación directa con los directivos de las empresas (Carleton, Nelson y Weibach 1998; Smith 1996; Karpoff 1998).

La influencia de los mercados financieros en las decisiones empresariales se intensifica por el uso cada vez mayor de opciones de compra de acciones y premios en derechos de propiedad para recompensar a los directivos. De hecho, en EU la adquisición de derechos de propiedad por parte de los directivos empresariales en las empresas que cotizan en bolsa pasó de 13% en 1935 a 21% en 1995 (Holderness, Kroszner, y Sheehan 1999), revirtiéndose así una tendencia desacreditada por Berle y Means a principios de los años 1930 (Berle y Means 1932). Las opciones de compra de acciones y otras formas similares de compensación son los tipos de recompensa que más han crecido. Si bien en la década de los 1990 creció mucho en general la tendencia a premiar a los altos directivos, las opciones de compra de acciones, que en los años 1980 representaban 36% del paquete de general de recompensas entre las empresas del S&P500 pasaron a constituir el 46% en 1997 (Murphy 1997). Estas participaciones en la propiedad constituyen incentivos directos para que los directivos se interesen en las decisiones del mercado financiero ya que la compensación de directivos se realiza cada vez más en función del desempeño de sus empresas en el mercado de valores (Hall y Liebman 1997). Aun si la remuneración no está explícitamente vinculada al precio en bolsa, el valor de mercado de la empresa se considera cada vez más como demostración de los esfuerzos de la directiva.

Además de estas importantes tendencias, la liberalización de los mercados de capitales durante los últimos 25 años ha incrementado el flujo de capital a través de las fronteras nacionales. El valor anual de los flujos de capital internacionales es ahora mayor al valor del comercio internacional a razón aproximadamente de diez a uno. Asimismo, en la etapa posterior a la crisis de la deuda de los años 1980, la inversión internacional directa y la inversión de cartera en valores comerciables se han incrementado en relación con el volumen del préstamo bancario internacional. La práctica cada vez más común de compra y venta directas de valores comerciables en los mercados financieros internacionales, que reemplaza la relación banquero-cliente, hace más importante la transparencia y divulgación en cuestión de cálculo de riesgos.

Una de las enseñanzas que dejaron las crisis financieras de México y el sudeste asiático en la década de los 1990 fue que la falta de transparencia contribuía a la inestabilidad financiera. Viéndolo ahora a distancia, resultó que muchos inversionistas internacionales no estaban bien informados de los riesgos inherentes a los títulos que tenían, en parte por deficiencias en las normas de contabilidad y en el aspecto de divulgación. Además, la falta de transparencia contribuyó al contagio que caracterizó esas crisis financieras, pues los inversionistas no podían discernir debidamente los riesgos de inversión entre países y en monedas diferentes. La facilidad con que la cartera de valores puede movilizarse dentro y fuera de los países cuando se presentan “sorpresas” otorga a la divulgación de información esencial un papel preponderante. Por eso, todas las recomendaciones de reforzar la “arquitectura” del sistema financiero implican el mejoramiento de las normas sobre contabilidad y una mayor transparencia.

Uno de los objetivos principales del Tratado de Libre Comercio de América del Norte consiste en “aumentar sustancialmente las oportunidades de inversión en los territorios de las partes”. Por eso, el TLCAN contiene numerosas disposiciones para trato nacional, eliminación de restricciones en inversiones tranfronterizas y otras medidas para impulsar la inversión tranfronteriza. Aunque no está especificado en el acuerdo, la armonización de las normas de contabilidad y notificación pueden constituir un gran estímulo de inversión. La armonización puede garantizar que un inversionista transfronterizo potencial no esté en desventaja por no contar con la misma información esencial que en su mercado nacional. La tendencia a favor de

las “inversiones de casa” que acusa la mayoría de los inversionistas se puede atribuir en gran medida a la impresión de que se tiene más información sobre el mercado interno. La armonización de normativas y prácticas de divulgación de información con miras a generar mayor transparencia puede reducir estas disparidades de información, fomentando así la inversión internacional. Además, la armonización de reglamentos y normas de contabilidad puede ayudar a asegurar a los inversionistas que el sentido de la información en los informes financieros es comparable en los tres países.

B. La creciente importancia de la divulgación de información ambiental

Otra meta del TLCAN consiste en promover el desarrollo sustentable y fortalecer el desarrollo y mejoramiento de leyes y reglamentos ambientales. Una mayor transparencia para que los inversionistas conozcan los riesgos y las ventajas financieras que pueden derivarse de las decisiones de gestión ambiental puede representar un gran incentivo de mercado para el desarrollo sustentable y el cumplimiento de la normatividad ambiental. La divulgación financiera de información ambiental esencial elimina una posible brecha entre los intereses de los directivos, los propietarios y las entidades crediticias. También representa un poderoso incentivo de carácter voluntario y mercantil, en favor de una gestión ambiental prudente.

Aunque sus respectivas disposiciones sobre divulgación de información difieren, el principio básico común en los tres países miembros del TLC es que las empresas deben divulgar toda la información que sea necesaria para que los inversionistas tomen decisiones racionales y fundamentadas. Este principio general de “relevancia” abarca no sólo las condiciones financieras y resultados de operaciones recientes y actuales, detalles sobre gestión y propiedad, y usos previstos del capital, sino también a la gama de riesgos y otros factores empresariales, jurídicos y de reglamentación. Basándose en esta noción general de relevancia de la información, no cabe duda de que el desempeño y las disposiciones ambientales de una empresa pueden constituir información esencial. Según un artículo sobre revisión de la legislación del nuevo Presidente de la *Securities and Exchange Commission* de EU, “... el concepto de lo relevante puede variar según el contexto en el que se efectúe la divulgación de información, pero en cualquier contexto habrá cierta divulgación de materia ecológica que será siempre relevante y, por consiguiente, obligatoria conforme a la normativa existente” (Sonde y Pitt 1971). Es necesaria la adecuada divulgación de la información relevante, sea o no de carácter ecológico, no sólo para el funcionamiento eficiente de los mercados de capitales sino también para evitar una crisis en los incentivos para la gestión de empresas industriales. Si no hay una adecuada divulgación de la información se romperá un vínculo importante entre propietarios y directivos de empresas. Si las estimaciones de riesgo y rendimiento que hacen los mercados financieros no reflejan debidamente los riesgos financieros a los que se exponen las empresas por sus decisiones de gestión ambiental, se perderá un importante incentivo de mercado para el ejercicio de una gestión ambiental prudente. Se pueden subestimar y, por ende, desalentar en los mercados de capital las inversiones racionales destinadas a reducir costos, riesgos de responsabilidad, o riesgos ambientales futuros. La disparidad en la información sobre la exposición ambiental de la empresa genera problemas entre la empresa y sus representantes. El hecho de que los inversionistas externos no puedan estimar adecuadamente las inversiones de la empresa para control de la contaminación puede hacer que los directivos descuiden estas inversiones a fin de inflar los ingresos para mostrar ganancias de corto plazo (Milgrom y Roberts 1992). Asimismo, es

posible que los directivos que posicionan a sus empresas para que obtengan una ventaja competitiva por su capacidad sobresaliente de resolver las cuestiones ambientales no reciban ningún reconocimiento de parte de los inversionistas y con ello se desalienten estas estrategias. Alinear los intereses de los directivos con los de los propietarios es una función determinante de los mercados financieros. Es imposible lograrlo a menos que los inversionistas estén debidamente informados de las implicaciones financieras de las decisiones gerenciales. Mientras mayor sea la influencia de los inversionistas extranjeros sobre las decisiones gerenciales, en especial las relativas a riesgo ambiental, más importante es que los inversionistas externos estén bien informados de las implicaciones financieras de esos riesgos.

Hay bastantes pruebas de que la información ambiental relevante ha aumentado considerablemente durante los últimos 25 años. Por ejemplo:

- (i) El cumplimiento de la normativa ambiental implica un gasto cada vez mayor. Entre 1972 y 1994, los gastos de las empresas estadounidenses en eliminación y control de la contaminación subieron a más del doble en términos reales (Vogan 1996). En Canadá y México se observaron tendencias similares.

(ii) Hace 25 años sólo una mínima fracción de activos administrados por las instituciones financieras estaban en fondos o carteras socialmente preseleccionados, que consideraban explícitamente el desempeño ambiental como criterio de inversión. Hoy en día, se estima que más de un billón y medio de dólares se encuentra en fondos o carteras de este tipo, mientras que el número de fondos mutuos preseleccionados ha pasado a ser de 175, en comparación con los 55 de hace cinco años (Social Investment Forum 1999). Ya no se puede seguir considerando las inversiones de responsabilidad social como un fenómeno desdeñable.

(iii) Se ha demostrado reiteradamente que la divulgación de información sobre emisiones, aunque sean legales, o sobre casos de inobservancia de la normatividad, o sobre la posibilidad de intervención legal para obligar a rehabilitar el medio ambiente han incidido en el precio de mercado de la empresa. Los llamados “estudios de eventos” indican que hay reacciones de mercado claras cuando se difunden noticias de este tipo, relacionadas con el medio ambiente, lo que confirma que los inversionistas del mercado de valores consideran que esta clase de información es relevante (Barth y McNicholls 1994; Hamilton 1995; Campbell, Sefcik, y Soderstrom 1998).

(iv) En EU y Canadá han aparecido servicios de investigación financiera que venden información sobre desempeño ambiental a los inversionistas. Kinder, Lydenburg y Domini, el Investors' Responsibility Research Service e Innovest son algunos de ellos. La mayoría de las grandes casas de inversión también emplean directivos ambientales y realizan investigaciones internas sobre cuestiones ambientales que afectan a las empresas. El hecho de que la generación y venta de información ambiental haya aparecido en el mundo de la inversión como actividad económica indica que los inversionistas profesionales consideran que esta información es importante para sus decisiones y, por consiguiente, es financieramente relevante.

Con todo, la disponibilidad de información en materia ambiental no ha aumentado al mismo ritmo que su creciente relevancia. A decir de las agencias de investigación que venden

información a directivos de fondos preseleccionados, la información ambiental es de las más difíciles de obtener. Aun en EU, que ofrece el acceso público a la información oficial quizás más completo que exista, muchas bases de datos de la EPA y los gobiernos estatales, incluidas las que en teoría son del dominio público, no son de fácil acceso, tampoco son siempre correctas, ni uniformes, o no están actualizadas, y su formato no es útil para llevar a cabo análisis financieros o por empresa. Además, los informes ambientales presentados por las propias empresas son por lo general selectivos, no siguen un patrón fijo, y no guardan relación con las declaraciones financieras (Williams 1999; Birchard 1996). Por lo tanto, la información que se puede obtener de de informes ambientales sueltos, de dependencias gubernamentales o de los servicios de investigación ambiental no puede sustituir eficazmente a la divulgación de información financiera o ambientalmente relevante que haga la empresa en sus declaraciones.

La divulgación de la información ha resultado ser una herramienta de reglamentación indispensable no sólo para los mercados financieros sino también para el control de la contaminación ambiental. Está demostrado que la divulgación de información sobre el mal comportamiento ambiental de las empresas ha deteriorado su reputación lo bastante para que se sientan apremiadas a cambiar. La publicación del Inventario de Emisiones Tóxicas (*Toxics Release Inventory*) de la EPA de EU instó a muchos de los grandes emisores de sustancias tóxicas que se comprometieran públicamente y adoptaran medidas para reducir sus emisiones (Konar y Cohen 1994; Khanna, Quimio, y Bojilova 1998). La experiencia en otros países también ha demostrado que la divulgación de información sobre contaminación es efectiva para inducir un mejor desempeño ambiental (Teitenberg y Wheeler 1998; World Bank 1999). La caída en los costos de la publicación de información en Internet hacen de la divulgación de información una herramienta de política cada vez más potente.

La información que las propias empresas publican en los informes financieros anuales y trimestrales así como la que procede de fuentes externas tienen impacto en los mercados de capitales. Sin embargo, como es de esperar, las empresas que proporcionan espontáneamente información más completa sufren menos efectos adversos de mercado cuando se da a conocer la información externa (Blacconiere y Northcutt 1997; Blacconiere y Patten 1994; Patten y Nance 1998).

Por lo tanto, puede convenirle mucho a la empresa practicar una mayor divulgación de la información, ya que así se puede reducir la incertidumbre y volatilidad del mercado. Así, pues, son cada vez más las empresas que publican informes ambientales por separado aunque raras veces, si no es que nunca, se integran éstos a los informes financieros (KPMG 2000). Las investigaciones en Canadá, donde las empresas tienen mayor discrecionalidad en la adopción de normas de divulgación ambiental, han indicado que las empresas de gran capitalización, que dependen más de los mercados de capitales externos y cuyos títulos se transan más tienden más a divulgar información ambiental; las empresas con pocos accionistas y las que se encuentran en condiciones financieras precarias son menos susceptibles de hacerlo (Cormier y Magnan 1999; Li y McConomoy 1999).

C. Propósitos y estructura del presente documento

Para alcanzar el doble objetivo de ampliar las oportunidades de inversión y promover el desarrollo sustentable, la Comisión para la Cooperación Ambiental ha emprendido una revisión

comparativa de la normativa de divulgación aplicable a la información ambiental que figura en las leyes y reglamentos sobre valores bursátiles de Canadá, Estados Unidos y México. El propósito principal de dicha revisión es señalar las similitudes y diferencias en los requisitos de divulgación en los tres países. Esta comparación puede ofrecer una base fáctica para estudiar las áreas de posible armonización, en caso de que se determine su conveniencia.

La revisión abarca los reglamentos generales de divulgación que pueden aplicarse a información ambiental, como son, por ejemplo, las disposiciones generales de que toda información relevante debe darse a conocer. En la medida en que hay casos en que los hechos ambientales son esenciales en términos financieros, estos hechos quedarían cubiertos en los requisitos generales de divulgación. La revisión también abarca ciertos requisitos de divulgación que tienen relación directa con la información ambiental, como los costos del cumplimiento de la normatividad ambiental o los costos por rehabilitación de sitios de trabajo contaminados. Además, la revisión analiza las facultades, la autoridad o la obligación que tienen las entidades reguladoras en materia de valores en los tres países para exigir que se dé a conocer información “de interés público” que puede no ser esencial en términos financieros, como la información sobre el desempeño ambiental de una compañía cuyas acciones se cotizan en bolsa. Por último, esta revisión investiga la aplicación de las normas de divulgación para cuestiones ambientales analizando actividades de ejecución de la ley, intervenciones administrativas y casos judiciales pertinentes en los tres países.

Por la intención con la que se ha realizado, esta revisión se restringe a información ambiental que debe divulgarse en los informes financieros dirigidos al público inversionista. No analiza las obligaciones de las empresas de declarar información ambiental a las dependencias gubernamentales para fines de reglamentación ambiental. Tampoco analiza los requisitos de notificación pública incluidos en la normatividad ambiental, por ejemplo las obligaciones sobre derecho a la información de la comunidad. El único objetivo del presente informe son los requisitos de divulgación de información ambiental contenidos en las leyes y normas sobre valores en los tres países del TLC.

II. Requisitos sobre divulgación de información ambiental en la ley y reglamentación sobre valores bursátiles de México

Esta sección presenta las disposiciones de divulgación generales aplicables a cuestiones ambientales contenidas en la siguiente normativa en vigor:

- Ley del Mercado de Valores
- Lineamientos interpretativos publicados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores
- Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de México.

Presenta también información sobre la forma en que se han aplicado estas leyes, reglamentos y normas.

A. Disposiciones generales sobre divulgación que pueden aplicarse a las cuestiones ambientales

1. Ley del Mercado de Valores

El régimen federal de divulgación de información obligatoria se aplica sólo a empresas cuyos valores se intercambian en el mercado de México. Estas empresas se sujetan a una gran variedad de reglamentos pero sólo entre 60 y 70% de las corporaciones mexicanas están registradas en el mercado de valores. Actualmente, tan sólo una empresa –Telmex– tiene una capitalización que constituye casi el 30% del valor total del mercado de valores.

1.1. Leyes y normas aplicadas a emisoras

Las emisoras son sociedades públicas o dependencias gubernamentales que emiten valores con el único fin de obtener financiamiento. Si una emisora desea hacer una oferta pública, los valores deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (en adelante CNBV).¹

En virtud de la Ley del Mercado de Valores, (en adelante LMV), si una emisora quiere registrar y tener valores en el Registro Nacional de Valores debe proporcionar cierta información a la CNBV, la Bolsa Mexicana de Valores y a la ciudadanía en general. La emisora debe entregar a la correduría que está a cargo de la oferta de los valores toda la información presentada a la CNBV. La información que ha de divulgarse se especifica en varias circulares y en otros reglamentos generales emitidos por la CNBV.² El objetivo de la divulgación de información financiera es proteger la inversión pública proporcionando la información que los inversionistas requieren para determinar los posibles riesgos y beneficios que presentan los valores inscritos. Fuera de la protección de los inversionistas, en la ley sobre valores de México no se dispone que se deba dar más información a fin de promover únicamente el interés público.

En junio de 2001 fueron enmendadas la LMV y la ley de la CNBV. Antes de la enmienda, toda divulgación de información sobre valores, incluido el prospecto inicial y los informes financieros anuales, debía tener la autorización previa de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Ahora, sólo la información destinada a promover y publicitar valores precisa la autorización previa de la CNBV. Sin embargo, en el prospecto debe incluirse toda la información referente a los valores que se ofrezcan de manera pública.

Las nuevas disposiciones también estipulan que, para poder conservar la inscripción de sus valores en el Registro Nacional de Valores, las emisoras deben proporcionar constantemente información a las autoridades y a la ciudadanía mediante informes financieros, administrativos,

1. ¹ Artículo 11 de la Ley del Mercado de Valores

2. ² Artículo 14, fracción IV de la Ley del Mercado de Valores

económicos y jurídicos periódicos. Se exigen además informes anuales y trimestrales. Las emisoras también deben divulgar oportunamente toda información esencial nueva que pueda tener un efecto en el precio de los valores. Dicho de otro modo, toda eventualidad de consideración debe notificarse a los inversionistas en el momento en que ocurra.

Las reglas generales incluidas en las circulares 11-28, 11-33 y 11-18 de la CNBV estipulan los contenidos, procedimientos y términos de la información que las emisoras deben notificar a la CNBV, las corredurías de bolsa y la ciudadanía en general. Dentro de estas reglas se encuentran los requisitos de divulgación general aplicables a información ambiental esencial. Además de los elementos fundamentales como los artículos del acta constitutiva, estatutos, actas de reuniones de accionistas, listas de accionistas con el correspondiente número de acciones, todo aumento o disminución del capital accionario y el balance general auditado, las emisoras deben hacer público un prospecto que describa la actividad económica y los factores de riesgo que pudiesen incidir en su desarrollo y rentabilidad. Un ejemplo de factor de riesgo es el impacto de la normatividad, en particular la ambiental, sobre la empresa, y una lista de los procedimientos jurídicos y administrativos, así como de arbitraje, en que esté implicada la sociedad. En esta lista figurarían los litigios en materia ambiental.

La Circular 11-28 establece el principio fundamental para las tres Partes del TLCAN: debe divulgarse toda información esencial. Obliga a las emisoras a comunicar a la CNBV, corredurías de bolsa, y la ciudadanía en general todo hecho o información relevante que pueda afectar o incidir en el precio de los valores. Así, pues, cuando la información ambiental sea esencial en términos financieros deberá divulgarse conforme a la ley de valores de México.

La Circular 11-33 impone como obligación jurídica presentar a la CNBV un documento anual y exhaustivo de divulgación que contenga sobre todo declaraciones financieras actualizadas, incluido el balance general del año y, cada 30 de junio, los resultados operativos del año fiscal. El informe anual debe incluir otras informaciones relativas a la sociedad, como las decisiones tomadas en las reuniones de accionistas.

La Circular 11-18 prescribe qué información financiera debe proporcionar la sociedad y especifica el procedimiento para el avalúo de activos. La sociedad tiene la obligación de proporcionar al valuador, entre otras cosas, la documentación referente a la prevención y control de la contaminación del aire, agua y suelo, así como a los efectos de los desechos industriales. Ello implica proporcionar información sobre licencias, permisos y autorizaciones emitidas por las autoridades ambientales.

Aparte de estas disposiciones generales de divulgación relacionadas con la información ambiental que los inversionistas necesitan para entender la naturaleza, condición y riesgos de los valores de oferta pública, no existen disposiciones particulares en los valores federales que establezcan requisitos específicos para la divulgación de responsabilidades ambientales, costos o cualquier otro aspecto de la misma índole.

Con el objeto de proteger a los inversionistas en general contra una divulgación selectiva, la LMV estipula que la información esencial privilegiada, que se refiere al conocimiento de cualquier hecho que pueda incidir en el precio de los valores en el mercado, no debe divulgarse cuando esa

información no se haya hecho pública.³ Están prohibidas las transacciones bursátiles que hagan uso de información privilegiada. Ninguna persona que tenga acceso a información privilegiada podrá utilizar esa información para beneficio propio o de terceros hasta que la información se haga pública.⁴ Las enmiendas de junio de 2001 establecen una prohibición más general de divulgación de información privilegiada, independientemente de si se pueda obtener beneficio o ganancia con la divulgación de esa información.

2. Normas de contabilidad financiera

2.1. Normas generales de contabilidad en la legislación mexicana

El Instituto Mexicano de Contadores Públicos⁵ publica los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (en adelante PCGAM). Toda sociedad que participe en el mercado de valores de México debe apegarse a estos principios, so pena de ser sancionado severamente, o incluso de perder el registro dado por la CNBV.

Desde la firma del TLC se ha dado ya una armonización considerable de las normas de contabilidad mexicanas con las de otras partes. El propósito ha sido enmendar y adaptar las PCGAM para que sean compatibles con las normas de contabilidad reconocidas internacionalmente, en lugar de realizar una simple sustitución. En este proceso, las PCGAM se han acercado de las del Consejo sobre Normas de Contabilidad Financiera (*Financial Accounting Standards Board*) de EU. También ha influido el reglamento del Consejo sobre Normas Internacionales de Contabilidad, así como ha influido la evolución de los principios de contabilidad generalmente aceptados de EU y Canadá. De hecho, en ausencia de disposición de parte de las PCGAM se aplican los principios de la Comisión sobre Normas Internacionales de Contabilidad; y si tampoco estos principios contienen disposición al respecto, se aplican principios de contabilidad que sean muy reconocidos, como los Principios Generales de Contabilidad de EU.

2.2. Cumplimiento y ejecución legal de los requisitos de divulgación de información

Las disposiciones generales de divulgación contenidas en la Ley del Mercado de Valores de México, las directrices interpretativas de la Comisión Mexicana de Valores así como en las normas de contabilidad financiera se suelen cumplir. Sin embargo, cabe señalar que en algunos casos la información proporcionada a las autoridades está distorsionada, de tal forma que,

3. ³ Artículo 16-bis de la Ley del Mercado de Valores de México

4. ⁴ Artículos 16 y 16 bis de la Ley del Mercado de Valores de México

5. ⁵ El IMCP es una organización privada sin fines de lucro que acredita contadores públicos. En México, existen muchas asociaciones de contadores públicos acreditados y todas pertenecen a una federación: el IMCP. El IMCP tiene la responsabilidad de establecer reglamentos a los que deben apegarse todos sus miembros. La CNBV es la autoridad encargada de la emisión de los reglamentos sobre contabilidad, pero en la práctica sigue los reglamentos del IMCP.

aunque en teoría se respetan los requisitos de divulgación, es posible que la información presentada no sea totalmente fidedigna. No se han registrado casos en que la CNBV ni ninguna otra dependencia reguladora de valores de México hayan actuado penalmente contra compañías que no hayan divulgado debidamente la información ambiental esencial.

III. Divulgación de información ambiental en las principales jurisdicciones sobre valores bursátiles de Canadá

Siglas

AIF - Annual Information Form (*Formulario de Información Anual*)
ASB - Accounting Standards Board (*Junta sobre Normas de Contabilidad*)
ASE - Alberta Securities Commission (*Comisión de Valores de Alberta*)
BCSE - British Columbia Securities Commission (*Comisión de Valores de Columbia Británica*)
CGA - Certified General Accountants (*Contadores Generales Certificados*)
CSA - Canadian Securities Administrators (*Administradores de Valores Bursátiles de Canada*)
CICA - Canadian Institute of Chartered Accountants (*Instituto Canadiense de Contadores Colegiados*)
FASB - Financial Accounting Standards Board (*Junta sobre Normas de Contabilidad Financiera*)
FCA - Full Cost Accounting (*Contabilidad de Costo Total*)
GAAP - Generally Accepted Accounting Principles (*Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados*)
GAEAS - Generally Accepted Environmental Auditing Standards (*Normas de Auditoría Ambiental Generalmente Aceptadas*)
MD&A - Management Discussion & Analysis (*Análisis y Discusión de la Dirección*)
MOE - Minister of Environment [*Ministerio de Medio Ambiente*] (Ontario)
OSA - *Securities Act* [*Ley sobre valores bursátiles*] (Ontario)
OSC - Ontario Securities Commission (*Comisión de Valores de Ontario*)
OWRA - *Ontario Water Resources Act* [*Ley sobre Recursos Hidrológicos de Ontario*]
SEC - Securities and Exchange Commission [*Comisión del Mercado de Valores*] (Estados Unidos)
TSE - Toronto Stock Exchange (*Mercado de Valores de Toronto*)

En la presente sección se describe la normatividad sobre valores de Ontario, Alberta y Columbia Británica que prevé la divulgación de información ambiental de parte de las compañías [registradas](#) en estas provincias. Trataremos la legislación y administración en materia de valores en Canadá, los principios de contabilidad ambiental elaborados por el Instituto Canadiense de Contadores Colegiados (*Canadian Institute of Chartered Accountants*), los regímenes básicos de divulgación para las compañías de Ontario, Alberta y Columbia Británica y los requisitos de divulgación aplicables a información ambiental.

A. Legislación y administración en materia de valores en Canadá

1. Jurisdicción en materia de valores bursátiles en Canadá

Aparte de las disposiciones penales aplicables, los valores bursátiles en Canadá están regulados por las provincias en virtud de la amplia jurisdicción de éstas sobre los “derechos civiles y de propiedad” que le otorga la s. 92(13) de la *Constitution Act, 1867*.⁶ Incluso las transacciones de valores de las empresas incorporadas por ley federal son de competencia provincial, siempre y cuando la intervención provincial no impida por completo que esas empresas emitan valores.⁷

Los gobiernos provinciales delegan gran parte de su autoridad a las comisiones de valores. Asimismo, las entidades autoreguladas, como las bolsas, y toda una variedad de entidades profesionales desempeñan un papel importante en el buen gobierno y la fijación de normas. Los Administradores de Valores Bursátiles de Canadá (*Canadian Securities Administrators, CSA*), grupo integrado por miembros de comisiones provinciales de valores, ha logrado establecer una coordinación importante entre estas comisiones. De esta *forma*, se han creado instrumentos nacionales que las provincias suelen adoptar, y se han desechado propuestas de que el gobierno federal desempeñe un papel más importante en las transacciones bursátiles.

La Comisión de Valores de Ontario (*Ontario Securities Commission, OSC*) ejerce competencia sobre el mayor volumen de valores transados en Canadá. En la Bolsa de Valores de Toronto (*Toronto Stock Exchange, TSE*) se transan actualmente todas las acciones preferentes de Canadá. Por consiguiente, aunque existan diferencias entre las leyes sobre valores de cada provincia y territorio, si una emisora pública cumple con las normas de divulgación aplicables en Ontario, en la mayoría de los casos también estará cumpliendo con las de las otras provincias.⁸ Sin embargo, fuera de Ontario, los mercados de valores de Canadá han crecido considerablemente, sobre todo en Alberta y Columbia Británica. Estas dos provincias imponen requisitos de divulgación específicos a las empresas que dependen de recursos naturales.

⁶(U.K.), 30 & 31 Vict., c. 3, reimpreso en R.S.C. 1985, App. II, No. 5.

⁷Véase *A.-G. Man. v. A.-G. Can.* (Manitoba Securities) [1929] A.C. 260 (la capacidad de obtener capital mediante la emisión de valores es un elemento necesario del régimen corporativo de las empresas federales); *Multiple Access v. McCutcheon* [1982] 2 S.C.R. 161 (incluso las transacciones realizadas a base de información privilegiada, asunto que se aborda en las disposiciones del Código Penal sobre el tráfico de información privilegiada, podría ser objeto de legislación provincial concurrente); *Lymburn v. Mayland* [1932] A.C. 318 (aunque las provincias no pueden negar a las empresas federales el derecho a obtener capital, pueden insistir en que la transacción de los valores sólo pueda realizarse a través de un agente con licencia de la provincia).

⁸Joan C. Smart, Vice-Chair Ontario Securities Commission, Patricia L. Olasker, Partner McMillan Bull Casgrain, “Disclosure Standards in Canada” (elaborado para los comités de la Ley Internacional sobre Litigio y Valores, Sección sobre Legislación Empresarial, de la Asociación Internacional de Abogados. Septiembre de 1995), en línea: QL (OSC).

2. Fuentes de la legislación bursátil en las provincias de Canadá

Además de las leyes, normas y decretos de gobiernos provinciales, las comisiones provinciales sobre valores desempeñan sólidas funciones en la legislación sobre asuntos bursátiles y su buen gobierno. Las comisiones sobre valores emiten decisiones y dictámenes vinculantes sobre las controversias que se plantean ante ellas (decisiones a las que los tribunales superiores dan mucha deferencia en caso de apelación⁹). Cuando la ley o norma lo permiten, también emiten órdenes particulares u órdenes generales que se aplican a un conjunto de casos similares presentados ante la comisión. Lo más importante es que emiten declaraciones de política que establecen lineamientos sobre la forma en que los administradores deben ejercer discrecionalidad, entre las cuales las declaraciones de política nacionales coordinadas por la CSA. En la práctica, las declaraciones de política y avisos son vitales y pueden adoptarse como normas con fuerza jurídica, cuando esté previsto por alguna ley. La legislación provincial sobre valores concede a las comisiones provinciales de valores gran discrecionalidad y margen de acción para crear instrumentos obligatorios.

Además, las entidades autoreguladas, como la *Investment Dealers Association*, o el *Canadian Institute of Chartered Accountants* establecen estatutos, reglas, principios y normas que dirigen el ejercicio de la reglamentación bursátil. En caso de no haber instrumento vinculante que resulte aplicable, se aplicarán las normas del Manual (*Handbook*) del CICA u otras fuentes de principios de contabilidad en las que un instrumento jurídico incluya los principios de contabilidad generalmente aceptados como referencia o, en algunos casos, en ausencia de las disposiciones pertinentes en el instrumento jurídico.^{10, 11}

3. Características principales de la legislación y administración bursátiles en Canadá

En general, los regímenes provinciales sobre valores estipulan (1) el registro de las personas que participan en transacciones bursátiles y la renovación periódica del mismo, una vez verificada la buena conducta del registrohabiente, (2) la presentación de prospectos preliminares y finales que expongan los aspectos financieros y operativos de la compañías emisoras de valores, (3) la divulgación constante y oportuna de información financiera y toda información relacionada con el precio de valores en el mercado, así como la notificación periódica posterior a la distribución de valores y (4) mecanismos para evitar el fraude. El sistema cerrado de transacción estipulado en las normatividades provinciales de Ontario, Alberta, Columbia Británica, Terranova, Nueva Escocia, Saskatchewan y (hasta cierto grado) Manitoba garantiza que los valores que no hayan sido respaldados con un prospecto debidamente presentado o de los que no haya habido

⁹Véase esp. *Pezim v. British Columbia (Superintendent of Brokers)*, [1994] S.C.J. No. 58 en párrafo 71ff, en línea: QL (SCJ) [en adelante *Pezim*].

¹⁰Canadian Institute of Chartered Accountants, *CICA Handbook*, en línea: <http://www.cica.ca> (consultado en mayo de 2001). En muchos aspectos de la ley habrá que basarse en los GAAP cuando se trata de cuestiones financieras, comerciales o actuariales, y la legislación correspondiente no prevé el caso, como por ejemplo, en lo relativo a tratamiento de ingresos y egresos en la ley federal del impuesto sobre la renta. Véase, por ej., *Daley v. M.N.R.*, [1950] C.T.C. 254 en 260, o *Dom. Tax Cab Assn. v. M.N.R.*, [1954] C.T.C. 34 en 37.

¹¹Vern Krishna, *The Fundamentals of Canadian Income Tax*, 6a ed. (Scarborough, ON: Carswell, 2000) en 128.

suficiente divulgación pública no puedan ser transados libremente en mercados públicos de capital.

B. Requisitos generales de divulgación en Ontario, Alberta y Columbia Británica

1. Hechos relevantes

El régimen de divulgación de información sobre valores comienza con la obligación de presentar de un prospecto preliminar y final.¹² El prospecto debe “exponer plena, llana y verazmente todo hecho relevante relacionado con las emisiones o los valores que se propone distribuir.”¹³ La s. 1 de la *Ontario Securities Act* define qué es un hecho relevante:

En cuestión de emisiones reales o propuestas, se refiere a un hecho que influye significativamente en el precio de mercado o el valor de esos títulos, o del que cabe razonablemente esperar tal influencia.¹⁴

La relevancia de los hechos depende de las circunstancias particulares de la empresa. Nuevamente, en *Agbi v. Geosimm Integrated Technologies Corp.*,¹⁵ la *Corte de Apelaciones* de Alberta citó, con aprobación, la definición de Marshall J. sobre hecho relevante para la Suprema Corte de EU en el caso *T.S.C. Industries Inc. v. Northway Inc.*:

... un hecho omitido es relevante si hay probabilidad sustancial de que un accionista razonable lo considere importante a la hora de votar.¹⁶

2. Cambios relevantes

Cambio relevante no es lo mismo que hecho relevante. En la s. 1 la *OSA* define cambio relevante:

“cambio relevante”, tratándose de las actividades de una emisora, significa un cambio en las actividades comerciales, operaciones o capital de la emisora razonablemente susceptibles de generar un impacto importante en el precio de mercado o el valor de algún título de la emisora, e incluye las decisiones de efectuar ese cambio de parte de la junta directiva de la emisora, o de la dirección general de la misma, quien considera probable la confirmación de la decisión de parte de la junta directiva.¹⁷

¹² *Securities Act*, R.S.O. 1990, c. S. 5., s. 53(1) [en adelante *OSA*]; *Securities Act*, S.A. 1981, c. S-6.1, s. 81(1) [en adelante *ASA*]; *Securities Act*, R.S.B.C. 1996, c. 418, s. 61(1) [en adelante *BCSA*].

¹³ *OSA*, s. 56; *ASA*, 84(1); *BCSA*, s. 61(2), 63(1).

¹⁴ *OSA*, s. 1.

¹⁵ [1998] A.J. No. 1290 en párrafo 53 (C.A.), en línea: QL (AJ).

¹⁶ (1976), 96 S. Ct. 2126, moción denegada 97 S. Ct. Co., 48 L. Ed. (2d) 757, C.C.H. Federal Securities Law Reports 90, 069.

¹⁷ *OSA*, s. 1.

Las empresas deben notificar los cambios relevantes adversos en el periodo comprendido entre la admisión del prospecto preliminar y la admisión del prospecto definitivo, así como después del acuse de recibo del prospecto definitivo, pero antes de que se concluya la transacción.¹⁸

3. Divulgación oportuna y continua

La sección 75 de la *OSA* estipula que es obligación de la empresa divulgar información una vez concluido el proceso del prospecto inicial. Todo cambio relevante en las actividades comerciales de una emisora debe ser notificado a las autoridades reguladoras del mercado de valores y al público por parte de un representante de la dirección de la compañía por medio de comunicados de prensa. Estos comunicados deben describir la naturaleza y grado de importancia del cambio.¹⁹ Si tiene la intención de efectuar transacciones, la directiva de la compañía tiene la obligación de averiguar si ha ocurrido algún cambio relevante, que deberá notificar antes de emprender cualquier transacción.²⁰

4. Información relevante

La legislación establece al parecer distintos requisitos de divulgación para hechos y para cambios relevantes. Sin embargo, los instrumentos desarrollados por las comisiones y bolsas de valores provinciales han eliminado en gran medida esta diferencia; ahora es obligatorio notificar continua y oportunamente toda *información* relevante que se derive de los negocios de la emisora declarante, concepto que abarca tanto los hechos como los cambios relevantes. Este requisito figura en el *Statement 40, Timely Disclosure*, de la Política Nacional (*National Policy, NP*) desarrollada por la *CSA*.²¹ “Información relevante” se refiere a

...toda información relacionada con los negocios y movimientos de una emisora que origine, o de quien haya razones suficientes para suponer que pueda originar, un cambio significativo en el precio de mercado o valor de algún título de la emisora.

La noción de información relevante no depende de que haya habido algún “cambio” como tal; por eso es un concepto más amplio. La *NP 40* estipula la divulgación inmediata de “información relevante” mediante comunicados de prensa, así como su notificación a las autoridades reguladoras pertinentes antes de la emisión del comunicado, de tal manera que se pueda tomar la decisión de suspender la transacción de los valores de la emisora.

5. Documentos financieros

Además de la divulgación periódica y continua de información relevante, también está previsto que se den a conocer diversos documentos financieros. En virtud de los *GAAP*, las

¹⁸ *OSA*, s. 57; *ASA*, s. 85(1), 89(1); *BCSA*, s. 66(1), 67(1), 67(3).

¹⁹ *OSA*, s. 75(1); *ASA*, s. 118(1)(a); *BCSA*, s. 85(1)(a).

²⁰ *Pezim* en párrafo 90.

²¹ Primera publicación (1987), 10 O.S.C.B. 6295; confirmada (1993), 16 O.S.C.B. 2722.

emisoras deben presentar declaraciones financieras anuales auditadas.²² Estos documentos: estimaciones comparativas del año anterior, declaración de ingresos, declaración de utilidades retenidas, declaración de cambios del estado financiero y balance general, deben presentarse a los titulares de los valores y a las autoridades correspondientes. Las emisoras declarantes también deben presentar declaraciones financieras provisionales cada tres meses.²³

La *Policy Statement 5.10, Annual Information Form and Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*, de la OSC amplía el régimen obligatorio de divulgación continua de información.²⁴ En la Parte III de esta normativa se estipula que las declaraciones financieras deben ir acompañadas de una discusión y análisis del estado financiero, resultados de operaciones y prospectos futuros de la emisora.

C. Requisitos de divulgación de información ambiental

1. Requisitos de divulgación de información de aplicación generalizada

En la medida en que cabe razonablemente suponer que la información ambiental puede incidir en las decisiones de los inversionistas o en el precio de los valores, deberá exponerse conforme a la normativa existente. Por otra parte, existen requisitos de divulgación que se refieren específicamente a la información ambiental. El apartado 6.1, (1), 4 (h) de la *OSC Form 41-501F1, Information Required in a Prospectus* [versión corta] exige una descripción narrativa de la actividad comercial de la emisora, tales como:

...los efectos financieros y operativos de los requisitos de protección ambiental en los gastos de capital, utilidades y posición competitiva de la emisora en el año financiero corriente, así como el impacto previsto para los años siguientes.²⁵

Sin embargo, el apartado 20.1 también estipula la enumeración de “factores de riesgo relevantes para la emisora que un inversionista razonable consideraría pertinentes para la decisión de invertir en los títulos ofrecidos”, como los “riesgos ambientales y para la salud”.

La *Policy Statement 5.10 Annual Information Form and Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations* de la OSC estipula que la emisora declarante

²² OSA, s. 78(1), (2); ASA, s. 121(1), (2); BCSA, s. 14, 15.

²³ OSA, s. 77; ASA, s. 120(1); Columbia Británica exige las declaraciones financieras provisionales en el *Reglamento*.

²⁴ Primera publicación en (1989) O.S.C.B. 4275, enmendada por (1990) 13 O.S.C.B. 943.

²⁵ Publicado en (2000) 23 O.S.C.B. (Supp.) 685. En los *Securities Commission Supplement General Prospectus Requirements* (2000) de Ontario, 23 OSCB (Supp.) 795 figura el mismo requisito, y los costos de cumplimiento ambiental se tratan en el inciso 6.1 (1), 4. (h), y los factores de riesgo en el 20.1(1)(h).

defina, en términos generales, en su *AIF* el impacto de estos requisitos ambientales en su compañía, y señale además los sectores afectados:

- (c) Efecto financiero u operativo de los requisitos de protección ambiental en los gastos de capital, utilidades y posición competitiva de la emisora durante el año fiscal corriente, así como los impactos previstos en los años siguientes.²⁶

Según el *CICA*, también se aplicarían las siguientes disposiciones generales de la *OSC Policy Statement 5.10*.²⁷

Con base en la Parte III, MD&A, inciso 1(4)(a), párrafo 124, deben notificarse los gastos ambientales poco comunes, sucesos o transacciones inhabituales o que impliquen un cambio económico significativo que afecte sustancialmente los ingresos de las operaciones, así como el grado en que éstos se ven afectados. Si para entender el estado financiero, los cambios en éste, o los resultados de una operación de la emisora se precisa de información sobre un riesgo o incertidumbre ambiental, entonces debe exponerse conforme a la Parte III, MD&A, inciso 1(1)(3), párrafo 108, haciendo hincapié en los riesgos a dos años vista.

2. Requisitos de divulgación de información para la industria petrolífera y del gas

Ni la *Notice 43-701 Oil and Gas Estimates and Reports* ni la *Staff Notice 44-701 - Oil and Gas Reserves Disclosure in NI 44-101 AIFs*²⁸ de la *ASC* contienen requisitos específicos de divulgación de información ambiental²⁹. No obstante, ambas regulan las demandas y quejas relativas al suministro de petróleo y gas. Independientemente, son aplicables los requisitos generales de divulgación de información relevante.

3. Requisitos de divulgación de información en Columbia Británica para empresas que dependen de recursos naturales

El formulario 14A *Information Required in Prospectus of a Natural Resource Issuer* estipula la divulgación sustancial del impacto financiero de las normas ambientales.³⁰ El inciso 6.4, (c), 5., referente a programas de exploración y desarrollo en proyecto, establece el requisito de divulgación de información cuando exista la posibilidad de que las restricciones ambientales tengan un efecto en las operaciones. El inciso 9, 1 también estipula que se enumeren las normas

²⁶ Primera publicación en (1989) O.S.C.B. 4275, conforme a la enmienda de (1990) 13 O.S.C.B. 943.

²⁷ Moore, David J. ed., *Accounting for Environmental Costs and Liabilities* (Toronto: CICA, 1993).

²⁸ Publicado en (2001), 10 A.S.C.S. 474.

²⁹ Publicado en (2000), 9 A.S.C.S. 4848.

³⁰ British Columbia Securities Commission, Chapter 1 - Notices Weekly Summary, Edition 95:15, p. 10 21 de abril de 1995 *Form 14A Information Required in Prospectus of a Natural Resource Issuer*.

ambientales en el apartado de “factores de riesgo”, cuando éstas puedan implicar un riesgo financiero relevante para un inversionista.

4. Requisitos de divulgación para la industria minera

El inciso 5 del Informe Técnico (*Technical Report*) se refiere al descargo de responsabilidades correspondiente a los conocimientos de los autores del informe en materia ambiental; el inciso 6 estipula la divulgación de

(h) todas las responsabilidades ambientales que recaigan en la propiedad, en la medida en que éstas puedan determinarse.

Además, el inciso 25 dispone que, si ha lugar, la emisora incluya en el *Technical Report* una discusión sobre depósito de fianzas ambientales y obligaciones de rehabilitación y recuperación.

IV. Normas de contabilidad de Canadá

A. El *Handbook* del CICA y las investigaciones de ésta sobre los aspectos ambientales de la contabilidad

En Canadá, las compañías deben presentar sus declaraciones financieras tal como lo estipulan los *GAAP*. El *CICA Handbook* es la fuente autorizada de los *GAAP* cuando éstos figuran como referencia en un instrumento jurídico o cuando una disposición vinculante estipula determinado tipo de divulgación financiera u operativa pero no especifica cómo opera o debe cumplirse esta obligación. Con todo, la necesidad de tal divulgación tendría que surgir como requisito lógico o como estipulación de obligación jurídica. Los *GAAP* no crean normas jurídicas de manera automática sólo porque no hay nada que lo impida o porque un instrumento jurídico no prevea determinada situación.

B. Tratamiento de la responsabilidad ambiental en los *GAAP* de Canadá

En la sección 3060 (“*Capital Assets*”) del *Handbook* del CICA, los párrafos 3060.39, 3060.40, 3060.41 y 3060.63 son los únicos que hacen referencia específica a la divulgación de responsabilidades ambientales (ver Anexo B). La sección 3060 del *Handbook* estipula “que se realice una previsión de los costos futuros de eliminación y rehabilitación de sitios mediante cargos a los ingresos” pero, tal como se estipula en la misma sección, al divulgar estos costos, no hace falta presentar el costo total sino una previsión. Además, la empresa sólo debe divulgar los costos de rehabilitación relacionados con la “política de rehabilitación de sitios” establecida por la misma. La sección 3060 también establece que sólo deberán notificarse estas responsabilidades ambientales futuras “cuando la probabilidad de su incidencia quede establecida como resultado una ley ambiental, de un contrato o porque la empresa se haya propuesto rehabilitar un sitio” (Párrafo 3060.41, ver Anexo B). Por último, esta sección sólo se refiere a bienes de capital.

En cuanto a responsabilidad jurídica en general, los párrafos 1000.32 y 1000.33 del *CICA Handbook* estipulan que:

Las responsabilidades son obligaciones de una entidad que se derivan de transacciones o eventos pasados, cuyo resarcimiento puede implicar la transferencia o uso de activos, prestación de servicios u otros beneficios económicos en el futuro. He aquí las tres características principales de las responsabilidades:

- a) implican una obligación o responsabilidad para con otros que implica resarcir por medio de transferencia o uso de activos futuros, prestación de servicios y otros beneficios económicos, en un fecha determinada o determinable, al momento de darse determinada situación o a solicitud.
- b) la obligación o responsabilidad obliga a la entidad, que goza de escasa o nula discrecionalidad para evitarla.
- c) la transacción o evento que obliga a la entidad ya ha ocurrido.

Si la transacción o evento ya ha ocurrido, los gastos futuros se indican en las declaraciones financieras. En respuesta a la pregunta de si el daño ambiental ocasionado por una empresa puede considerarse como transacción o evento pasado que exige un gasto futuro, el *Study Group* sostiene que el daño ambiental constituye un evento pasado que tarde o temprano constituirá un gasto, sobre todo si la legislación en vigor exige rehabilitación. La postura del *Study Group* sobre daño ambiental pasado es definitiva, habiendo legislación ambiental que disponga la rehabilitación pero, según el párrafo 1000.34 del *Handbook*, la responsabilidad subsiste aunque no haya obligación jurídica:

No es preciso que las responsabilidades sean ejecutables judicialmente, siempre que en todo lo demás se ajusten a la definición de responsabilidades; pueden fundamentarse en obligaciones de carácter equitativo o constructivo. Una obligación equitativa se basa en consideraciones éticas o morales. Una obligación constructiva es la que puede inferirse a partir de los hechos en una situación particular a diferencia de una obligación establecida contractualmente.

Sin embargo, la mayor parte de los principios del *CICA Handbook* dan cabida a una gran variedad de perspectivas e interpretaciones en torno a la divulgación de responsabilidades ambientales. En primer lugar, según la interpretación que se dé a los párrafos 1000.32 y 1000.33 del *Handbook*, una empresa puede argumentar que un gasto ambiental no es una responsabilidad porque aún no se ha efectuado la transferencia de activos para la empresa. En segundo lugar, la empresa goza de cierto grado de discrecionalidad respecto a si puede estimarse razonablemente una responsabilidad. En tercer lugar, una empresa bien puede decidir no divulgar una responsabilidad si considera plausiblemente que no es probable que se finque tal responsabilidad. En cuarto lugar, cuando el *Handbook* estipula específicamente la divulgación de información ambiental, como en el caso de costos futuros por eliminación y rehabilitación de sitios (ver 3060.39, 3060.40, 3060.41, 3060.63), los costos totales no se reflejan en las declaraciones financieras actuales porque las técnicas de contabilidad atribuyen los costos futuros a periodos de contabilidad futuros.

V. Jurisprudencia relativa a la divulgación de información ambiental

El único y más importante caso en Ontario, Alberta y Columbia Británica relacionado directamente con los requisitos de divulgación ambiental tuvo que ver con si el hecho de haberse constituido un procedimiento jurídico ambiental representaba un cambio relevante. La resolución (*Re*) *Sheridan* de la *Ontario Securities Commission*³¹ determinó si era de interés público una solicitud conforme a la s. 128 de la *OSA* de retirar de la Ley algunas exenciones a los requisitos de divulgación que la Comisión había concedido a la compañía minera Madeleine, del Sr. Sheridan, en el ejercicio de su discrecionalidad.

El personal de la Comisión de Valores argumentó que el Sr. Sheridan, presidente, director y principal accionista, provocó que su compañía minera Madeleine, cuyos títulos cotizan en la *TSE*, no divulgara a su debido tiempo la información sobre una acción del Ministerio de Medio Ambiente (*Ministry of the Environment, MOE*), que pidió un mandamiento judicial a la Corte de Ontario que prohibiera todas las operaciones mineras y de extracción en una de las minas de Madeleine.³² En julio de 1991 la demanda fue notificada así como los cargos correspondientes. Esta acción, fundamentada en la Ley sobre Recursos Hidrológicos de Ontario (*Ontario Water Resources Act*), s. 24, quedó resuelta por acuerdo entre el MOE y Madeleine en octubre de 1991. A fines de septiembre, la gerencia de Madeleine emitió un comunicado de prensa sobre la acción y presentó un informe de cambio relevante con respecto a la demanda de octubre de 1991; para entonces había habido cambios en la gerencia.

Fueron dos temas los relacionados con la relevancia de los procedimientos. El primero se refería a si se debería haber publicado y registrado en julio de 1991 el informe de cambio relevante en vista de la demanda de mandamiento judicial. El segundo era el argumento de que, de conformidad con los *GAAP*, se debería haber dado a conocer el mandamiento judicial y demás procedimientos en las observaciones de la empresa a sus declaraciones financieras provisionales del periodo que concluía el 30 de junio de 1991.

El caso se resolvió sobre la base de sus hechos particulares, pero la corte aclaró las normas sobre divulgación subyacentes. De hecho, los funcionarios del *MOE* nunca habían enviado a ningún inspector calificado a las instalaciones mineras de Madeleine para atender, mediante simple inspección ocular, la inquietud de que ciertos muros de contención en los que había subproductos mineros pudieran derrumbarse, originando la contaminación de cursos acuíferos aledaños. El Ministerio interrumpió la correspondencia, pese a las respuestas documentadas de Sheridan. En la audiencia para el requerimiento judicial Sheridan presentó pruebas de que las paredes eran estables y que llegaban hasta el sustrato rocoso, pruebas que no fueron impugnadas. Ningún inspector del *MOE* había manifestado nunca preocupación con respecto a las operaciones mineras de Madeleine sino hasta ciertas conversaciones telefónicas recriminatorias entre Sheridan y los funcionarios del *MOE*. Con base en estos hechos, Sheridan concluyó que la acción del *MOE* no era sino una acción de hostigamiento, y que no tenía probabilidades de que

³¹ (1993), 16 O.S.C.B. 6345.

³² La aplicación se fundamentó en la *Ontario Water Resources Act*, R.S.O. 1980, c. 361, enmendada, s. 24.

ganase en la corte. Por eso decidió que la aplicación del mandamiento judicial de julio no era un cambio relevante que debiese divulgarse.

La Comisión observó que en Ontario no existe nada similar al reglamento ambiental específico que existe en Estados Unidos, que figura en el apartado 103 de la *Regulation S-K*.³³ La Comisión esbozó los factores que debe ponderar la emisora declarante para determinar si un evento eventual o especulativo, como la posibilidad de la aplicación de un mandamiento judicial de parte del tribunal, constituye un cambio relevante. La Comisión observó que toda eventualidad que ponga en riesgo la marcha de las operaciones de una compañía minera representaría, *prima facie*, un cambio relevante.³⁴ Además, dada la importancia que da la ciudadanía a las acciones judiciales sobre asuntos ambientales, toda acción que realice el *MOE* puede tener un impacto en la percepción que la sociedad tiene de la compañía, independientemente de sus méritos jurídicos, y por consiguiente, será relevante.³⁵

Sin embargo, la Comisión también afirmó que sería conveniente que la emisora estimara la probabilidad de que esta demanda ante la corte lograra determinar su relevancia, buscando, concretamente, evidencia pericial (algo que no se hizo en el caso Sheridan).³⁶ La Comisión dio este ejemplo:

...si la probabilidad de que la demanda procediera, fuese, por así decir, de 1% y si, habiendo procedido, se hubiera pospuesto toda la operación del complejo minero y de molienda durante unas dos semanas, con un costo de 10,000 dólares, en las circunstancias de Madeleine, entonces quizás no se hubiera requerido la divulgación de información.³⁷

La Comisión citó con la debida aprobación la decisión del *American 2nd Circuit* en el caso *SEC v. Texas Gulf Sulfur Co.* En ese caso, el tribunal dictaminó que la relevancia debería determinarse por la ponderación de dos factores:

...[1] la probabilidad de que el evento ocurra y [2] la magnitud prevista del evento considerando todas las actividades de la empresa.³⁸

La Comisión reprobió la actitud negligente de Sheridan respecto a la divulgación de información y el hecho de que no haya solicitado asesoría jurídica sobre la relevancia de los

³³ (1993), 16 O.S.C.B. 6345 en 25. “La instrucción 5 del apartado 103 indica que se debe divulgar la información relativa, entre otras cosas, a procedimientos jurídicos de los que el gobierno sea parte y a los procedimientos que impliquen posibles sanciones monetarias, a menos que la emisora tenga razones suficientes para estimar que el fallo final no implicará sanciones monetarias, o que éstas serán inferiores a los \$100,000; todo procedimiento jurídico que implique posibles gastos de capital superiores al 10% de los activos corrientes de la emisora, así como todo procedimiento jurídico que sea relevante para la situación empresarial o financiera de la emisora.”

³⁴ (1993), 16 O.S.C.B. 6345 en 24.

³⁵ (1993), 16 O.S.C.B. 6345 en 24.

³⁶ (1993), 16 O.S.C.B. 6345 en 25.

³⁷ (1993), 16 O.S.C.B. 6345 en 25.

³⁸ 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968) (en banc) en 849, citado por la Comisión en 26.

procedimientos ambientales contra Madeleine.³⁹ Sin embargo, a la vista de los hechos, en los primeros procedimientos el *MOE* no había aducido evidencias suficientes que permitieran decidir respecto a la probabilidad de que fuese admitida la demanda de mandamiento judicial en julio de 1991, cuando le fue notificada a Sheridan. Por eso, la relevancia de los procedimientos y la afirmación del personal de la Comisión de que no se había divulgado a su debido tiempo el cambio relevante no se pudieron resolver. Como la carga de la prueba correspondía al personal de la Comisión, la corte resolvió a favor de Sheridan.

Esta misma escasez de pruebas proporcionadas por la corona en la demanda de mandamiento judicial determinó el resultado del juicio con respecto a las aseveraciones de que no se había divulgado la información de conformidad con los *GAAP* en las declaraciones financieras provisionales. Sin embargo, la corte hizo algunas observaciones respecto a los procedimientos de divulgación de información ambiental estipulados en la s. 77 de la *OSA*, que incluye los *GAAP* y, por consiguiente, la normas del *CICA Handbook*.⁴⁰

La Comisión afirmó que, si bien la notificación de la sentencia de la demanda de mandamiento judicial se efectuó después de hechos los cálculos para la declaración financiera provisional en junio de 1991, el *CICA Handbook*, sección 1750.06, estipula que las declaraciones financieras provisionales deben incluir observaciones sobre aspectos “tales como cambios... ante eventualidades”. Entonces se recurrió a la s. 1750.14, que estipula que “la preparación de datos financieros debe basarse en principios y practicas de contabilidad compatibles con los utilizados en las declaraciones financieras anuales”. Luego, la Comisión citó la s. 3290.02 del *Handbook*, que define como contingencia “que se dé un caso o situación que implique incertidumbre respecto a posibles pérdidas o ganancias de la empresa, incertidumbre que se aclarará al darse o no determinado suceso o sucesos”.

La Comisión señaló que la s. 3290.03 determina que un litigio pendiente podría ser una de tales eventualidades. Se señaló además que, conforme a la s. 3290.18 del *Handbook*, “toda pérdida eventualidades deberá señalarse en las observaciones de las declaraciones financieras cuando... resulte probable o indeterminable que suceda el evento que la confirme.”

En cuanto a eventos posteriores, la s. 3820.10 del *CICA Handbook* establece que “las declaraciones financieras no deben ajustarse en función de los eventos, pero debe divulgarse todo evento que ocurra entre la fecha de las declaraciones financieras y la fecha de su conclusión, que no guarde relación con las condiciones existentes en el momento de las declaraciones financieras, pero... que tenga, o pueda tener un impacto significativo en las operaciones futuras de la empresa.” La sección 3820.09 presenta, a manera de ejemplo de evento posterior, el inicio de un litigio cuyo fundamento se planteara después de la fecha de las declaraciones financieras.

La Comisión calificó la demanda de mandamiento judicial como evento posterior, de conformidad con el *CICA Handbook*. También citó la s. 1000.17 del mismo, que reza: “Un dato o conjunto de datos es relevante si su omisión o declaración errónea puede afectar o modificar

³⁹ (1993), 16 O.S.C.B. 6345 en 46-47.

⁴⁰ (1993), 16 O.S.C.B. 6345 en 34ff.

una decisión”. Aunque la Comisión también culpó a Sheridan de no incluir observaciones en su declaración financiera provisional, concluyó nuevamente que no había pruebas suficientes para determinar si la demanda de mandamiento judicial tendría, o podría haber tenido “un efecto significativo en las operaciones futuras de la empresa”, de conformidad con la s. 3820.10 del *CICA Handbook* relativa a eventos posteriores. Por consiguiente, el asunto referente a la relevancia del evento posterior en la demanda de mandamiento judicial, y la probable violación de la s. 77 de la *OSA*, no pudieron resolverse.

Así, pues, el caso (*Re*) *Sheridan* establece que los procedimientos entablados por una entidad de reglamentación como el *MOE* pueden representar un cambio relevante según las siguientes consideraciones: (1) la amenaza para la continuación de las operaciones comerciales de la empresa y la posibilidad de publicidad negativa, (2) la probabilidad de que la demanda proceda y (3) el grado de impacto en las actividades comerciales de la empresa en tal caso. También sugiere que en estos casos se aplicaría lo dispuesto en el texto sobre eventos posteriores, y no eventualidades, del *CICA Handbook*, referente al ámbito más limitado de divulgación.

VI. La protección del interés público en la legislación sobre valores bursátiles de Canadá

La sección 127 de la *OSA* concede a la Comisión amplia discrecionalidad para emitir órdenes (*Orders*) cuando juzgue que son de interés público. La Comisión puede ordenar (1) la suspensión o restricción de una inscripción, sus términos y condiciones (2) la suspensión de la transacción de determinado valor, (3) la suspensión de exenciones, (4) que se sometan a revisión las prácticas de algún participante del mercado, (5) la divulgación de determinados documentos, (6) reprimendas contra una persona o empresa, (7) la renuncia de una persona al cargo o cargos que ocupe como director o encargado de una emisora, (8) la prohibición de que una persona ocupe la dirección de determinada compañía. La *Ontario Securities Act* estipula que el Director “debe” admitir un prospecto, a menos que “el Director considere que no es del *interés público* hacerlo”, expresión de aplicación limitada que se discute a continuación.⁴¹

La Comisión y los tribunales superiores de Ontario, Alberta y Columbia Británica han establecido una base amplia de discrecionalidad para las órdenes de la Comisión relativas al interés público. En el caso *Re Cablecasting Ltd.*,⁴² la *OSC* determinó que aunque no se hubiera infringido legislación, reglamentación o normativa alguna, podría actuar en nombre del “interés público” para cerrar el paso a métodos que fuesen técnicamente lícitos pero que en su espíritu se desviarían de la credibilidad de los mercados de capitales. Esta decisión se pronunció en el caso *Re Canadian Tire Corporation*,⁴³ en el que al declarar *Cablecasting*, se determinó que se podría emitir una orden de suspensión de transacción aunque no existiese violación de legislación,

⁴¹ *OSA*, s. 55; *ASA*, s. 83; *BCSA*, s. 65(1).

⁴² (1978), O.S.C.B. 37.

⁴³ (1987), 35 B.L.R. 56.

reglamentación o normativa alguna, tomando en cuenta que un aspecto de la transacción no sólo era injusta sino que representaba un abuso de los mercados de capitales, del público inversionista o de cierta clase de inversionistas.⁴⁴ En su decisión más reciente sobre el caso *Re H.E.R.O. Industries Ltd.*, la Comisión nuevamente afirmó que ejercería sus facultades relativas al interés público en relación con transacciones que violaban el espíritu de las normas de oferta pública de adquisición, aunque no violasen las leyes en sí:

A estas alturas no debe caber duda alguna de que la Comisión intervendrá para proteger el interés público en situaciones en las que se cumpla con lo dispuesto en la Parte XIX pero que no se respete el espíritu de esas disposiciones...⁴⁵

Estas facultades de la OSC en materia de interés público también fueron definidas en términos generales en el caso *Gordon Capital Corp. v. Ontario (Securities Commission)*, en el que Craig J., de la (entonces) *Ontario Divisional Court*, al emitir la sentencia de la corte, indicó:

En la Ley no existe una definición de la expresión “interés público”. Es responsabilidad y deber de la OSC formarse una opinión, según las exigencias de cada caso que atiende, sobre lo que es interés público y, para ello, se confiere a la OSC amplias facultades de discrecionalidad⁴⁶

Sin embargo, en el caso *Pezim v. British Columbia (Superintendent of Brokers)*, la Corte Suprema de Canadá (*Supreme Court of Canada*) manifestó su opinión de que las políticas de la Comisión no podían considerarse como leyes, salvo cuando se derivaran de determinadas facultades legislativas existentes por ley (aun formuladas en términos muy generales). Como explicó Iacobucci, J.:

...Es importante señalar que la Comisión posee limitadas funciones para la formulación de políticas. Con ello quiero decir que sus políticas no pueden ser elevadas a la categoría de leyes, y no deben tomarse como pronunciamientos de carácter jurídico a menos que una autoridad legislativa así lo disponga.⁴⁷

El pronunciamiento más importante respecto a estas limitaciones se expresó, quizás, en la decisión de la (entonces) *Ontario Court General Division* sobre el caso *Ainsley Financial Corp. v. Ontario (Securities Commission)*, tomada por la *Ontario Court of Appeal*, en la que Blair J., de la *General Division* manifestó su acuerdo con este comentario de McIntosh:

⁴⁴ En 97-108. Recientemente en (1995), 18 OSCB 475 #05/95 *Canfor Corp. (Re)*. En págs. 62-3 se dice: *A nuestro parecer, la prueba “de abuso” explicada en el caso de Canadian Tire sigue siendo la aplicable y, no habiendo incumplimiento de la Ley o la Normativa, normalmente no deberíamos ejercer nuestra facultad de suspensión de transacción en este tipo de casos, a menos que primero determinemos que en la transacción se ha cometido un abuso que afecta a los inversionistas o el mercado de capitales. Y, como se dijo en el caso Canadian Tire, “abusivo” es algo más que “injusto”.*

⁴⁵ (1990), 49 B.L.R. 182 en 190-1.

⁴⁶ (1991), 1 Admin. L.R. (2d) 199 en p. 211.

⁴⁷ [1994] 2 S.C.R. 557 en 596.

Si bien es evidente que la capacidad para actuar correctivamente “en nombre del interés público” concede cierta autoridad discrecional marginal a las autoridades reglamentadoras, obviamente la *legislatura no tenía la intención de delegar a la Ontario Securities Commission la facultad de hacer derecho sustantivo de carácter legislativo o reglamentario*. Es... inevitable llegar a la conclusión de que *las declaraciones de política no deben utilizarse para establecer requisitos jurídicos sustantivos de carácter legislativo o reglamentario*.. Cualquier otra conclusión sería incompatible con el imperio del derecho [las cursivas son nuestras].⁴⁸

Blair, J. concluyó, comparando las facultades de la OSC y de la SCE en Estados Unidos, que “*Ni en la Ley ni en la normatividad hay nada que otorgue a la Comisión amplia jurisdicción para regular el sector bursátil en nombre del interés público*.”⁴⁹ [las cursivas son nuestras]

Aunque se considere desde la perspectiva más general, el ejercicio de esta discrecionalidad no debe rebasar los propósitos fundamentales de la OSA estipulados en la s. 1.1.:

Propósitos de la sección 1.1. – Los propósitos de esta Ley son:

- (a) ofrecer protección a los inversionistas contra prácticas injustas, incorrectas o fraudulentas e
- (b) impulsar los mercados de capitales justos y eficientes así como la confianza en ellos.

Lo mismo se sugiere en la segunda parte de la declaración antes citada de Craig J.’ ante la (entonces) *Ontario Divisional Court*, en el caso *Gordon Capital Corp. v. Ontario (Securities Commission)*:

El alcance de la discrecionalidad de la OSC al definir el concepto general de “interés público”... está delimitado exclusivamente por el propósito general de la Ley, que es la que regula el sector bursátil en Ontario, así como las amplias facultades de la OSC abajo mencionadas para mantener la integridad de los mercados de capitales de Ontario y proteger la inversión pública.⁵⁰

Efectivamente, la *Court of Appeal*, en el caso *Committee for Equal Treatment of Asbestos Minority Shareholders v. Ontario Securities Commission*⁵¹ sostuvo que la discrecionalidad de la Comisión relativa al interés público se regía por estos dos propósitos, así como por los seis principios directivos de la s. 2.1 de la Ley, que no amplían significativamente su campo de aplicación. Por lo tanto, aunque la Comisión posee amplia discrecionalidad para emitir órdenes relativas al interés público, esta facultad no rebasa los objetivos de los mercados de capitales de promover metas ambientales o sociales. En ausencia de legislación explícita de parte del *Lieutenant Governor-in-council*, la Comisión no puede hacer uso de su discrecionalidad, en otros aspectos amplia, respecto al interés público para emitir órdenes obligatorias sobre cuestiones como divulgación de información ambiental ni para crear tales requisitos de divulgación de

⁴⁸ [1993] O.J. No. 1830 (aff’d Ontario Court of Appeal [1994] O.J. No. 2966), en 49.

⁴⁹ [1993] O.J. No. 1830, en 33.

⁵⁰ (1991), 1 Admin. L.R. (2d) 199 en 211.

⁵¹ *Committee for Equal Treatment of Asbestos [Minority Shareholders v. Ontario Securities Commission]* [1999] O.J. No. 388 en 6.

información ambiental. El criterio exclusivamente de mercado que rige el ejercicio de las facultades de la Comisión se refleja reiteradamente en la jurisprudencia.⁵²

VII. Requisitos de divulgación de información ambiental en la normativa sobre valores bursátiles de estados unidos

La divulgación de información es fundamental en la normativa sobre valores de EU. La premisa de la que parten la Ley de valores bursátiles (*Securities Act*) de 1933 y la Ley del mercado de valores (*Securities Exchange Act*) de 1934 es que la divulgación completa de toda la información relevante es la mejor manera de proteger a los inversionistas contra fraudes y manipulación y la mejor forma de propiciar el establecimiento justo y eficiente de precios para los valores. El *House Report* sobre la Ley del mercado de valores afirma que:

“La idea de un mercado libre y abierto se basa en la teoría de que la competencia entre las nociones de compradores y vendedores sobre el precio justo de un valor crea una situación en la que el precio de mercado de un valor es un reflejo lo más cercano posible de un precio justo; de la misma forma en que la manipulación artificial tiende a alterar la función real de un mercado abierto, ocultar y mantener en secreto información importante obstruye la operación de los mercados como indicativos de valor real” [H.R. Report No. 73-1383 (1934), citado en Williams 1999, p. 1210].

A. La protección del interés público en la legislación sobre valores bursátiles de Estados Unidos

Las leyes básicas sobre valores de EU autorizan a la *Securities and Exchange Commission* (en adelante, la Comisión) a exigir la divulgación de información “necesaria o conveniente para el interés público o para la protección de inversionistas”. Este mandato se aplica a la información divulgada en el momento de la inscripción y oferta pública de valores, las votaciones por medio de apoderados y la declaración pública periódica. Por consiguiente, los requisitos de divulgación de información tienen un doble propósito: proteger a los inversionistas contra fraudes e ineficiencias en la fijación de precio de los valores y promover una gestión empresarial responsable. Este mandato relativo al interés público está difundido en toda la legislación bursátil de EU.

La Ley sobre valores bursátiles (*Securities Act*) especifica objetivos que la SEC debe considerar al concebir los requisitos de divulgación relativos al interés público.

⁵² Vease, por ej., *Wilkinson v. Toronto Stock Exchange* (1993), 16 O.S.C.B. 3545 at 356, *Pezim v. British Columbia (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 S.C.R. 557, *Re Security Trading Inc.* (1994), 6 C.C.L.S. 145 en 148-176, *Gordon Capital Corp. v. Ontario Securities Commission* (1991), 1 Admin. L.R. (2d) 199 en 211, 50 O.A.C. 258.

“Cuando, de conformidad con este título, la Comisión emprende la creación de normativas y deba determinar si una acción es necesaria o conveniente en razón del interés público, la Comisión también debe considerar, además de la protección de los inversionistas, que la acción promueva la eficiencia, competencia, y la formación de capital” [Securities Act, Section 2b].

Promover la eficiencia en los mercados de capitales y en la economía en general es el objetivo particular sobre interés público en la legislación sobre valores.

Sin embargo, los Congresos posteriores han ampliado el mandato sobre interés público de la Comisión del Mercado de Valores. La Ley de política ambiental nacional (*National Environmental Policy Act, NEPA*) de 1969, [Public Law 91-90, 83Stat.852, 42USC§4321 et seq.1970] estipula que la protección del medio ambiente constituye política nacional. La *NEPA* declara que:

“Es responsabilidad permanente del Gobierno Federal recurrir a todos los medios posibles, que sean compatibles con otras consideraciones de política nacional, para cumplir con las responsabilidades que tiene cada generación en calidad de depositaria del medio ambiente para las generaciones futuras, garantizar a toda la nación entornos seguros, sanos, productivos y agradables estética y culturalmente, obtener una variedad lo más amplia posible de usos benéficos del medio ambiente sin degradarlo ni poner en riesgo la salud o seguridad, ni desencadenar otras consecuencias perjudiciales o involuntarias ...” [42USC;§4331(b)]. La *NEPA* también “...estipula que, en la medida de lo posible, (1) las políticas, normas y leyes públicas de Estados Unidos deben interpretarse y administrarse de conformidad con las políticas establecidas en la presente ley...” [Section 102(1)].

Así, pues, en calidad de dependencia federal, el Congreso autorizó y encomendó a la Comisión del Mercado de Valores que considere la protección ambiental en su mandato para emitir normas relativas al interés público. El *Conference Report* para la *NEPA* señala que, aunque ésta no revoca la legislación existente y complementa la autorización de dependencias federales,

“sin embargo, esta sección no invalida el requisito de que las dependencias federales realicen sus actividades de conformidad con las disposiciones de este instrumento, a menos que al hacerlo infrinjan claramente las autorizaciones legales que ya tienen” [Conference Report 91-765, 91st Congress, 2 US Code and Administrative News, 2767,2771-2 (1969).

Con esta promulgación, se encomendó a la *SEC* que tome en cuenta la protección ambiental al emitir requisitos de divulgación de información y otras normas sobre valores, salvo que sean claramente incompatibles con la protección de inversionistas y la promoción de la eficiencia, competencia y la formación de capital. En la resolución de un caso derivado de una petición de creación de normativa que presentó el Consejo para la defensa de recursos naturales (*Natural Resources Defense Council*) ante la *SEC* por la que se le solicitaba que exigiera una mayor divulgación de información ambiental, un Tribunal de Distrito de EU decidió que la *NEPA* no imponía a la *SEC* ningún mandato específico para que requiriera la divulgación de información ambiental pero sí le encomendaba que tomase en cuenta la cuestiones ambientales.

B. El requisito fundamental de que todos los hechos relevantes sean divulgados

Además de los muchos requisitos particulares de divulgación de información expuestos en la *Regulation S-K*, la Ley del mercado de valores impone a las empresas la obligación mucho más general de divulgar toda la información relevante necesaria para evitar confusiones en las declaraciones requeridas. Este requisito se aplica a la inscripción de valores, prospectos, declaraciones por medio de apoderados, e informes periódicos. Declarar hechos falsos o tergiversados, o no revelar un hecho relevante necesario para evitar tergiversaciones en otras declaraciones pone a la empresa y a sus representantes en riesgo de sanciones severas, incluso de persecución judicial, sanciones civiles, retiro de la inscripción, y demandas judiciales privadas de parte de los inversionistas afectados. Al igual que en la normativa de valores de Canadá y México, el requisito general es que debe divulgarse toda información relevante.

Se ha aplicado un filtro de relevancia a gran parte de la información requerida específicamente para divulgación, incluida la información ambiental. Así, por ejemplo, el apartado 101 de la *Regulation S-K* exige que las empresas divulguen todo efecto relevante que resulte del cumplimiento de la normativa ambiental promulgada y que incida en gastos de capital, ganancias y posición competitiva durante el año corriente y los años siguientes en los que el impacto tendrá relevancia. El apartado 303 de la *Regulation S-K* exige que los directivos discutan y analicen las tendencias e incertidumbres relevantes que consideren que pueden ocasionar que la información financiera presentada no refleje necesariamente los resultados operativos futuros o condiciones financieras futuras. En éstas y otras disposiciones, la normativa sobre valores abunda en el requisito general de que toda información relevante debe ser revelada a los inversionistas.

Además, en respuesta a la petición de creación de normas de la *NRDC*, la *SEC* aclaró su postura de que en la medida en que la información ambiental sea relevante, su divulgación será obligatoria conforme a la legislación sobre valores, y se exigirá el cumplimiento de ese requisito [SEC, Securities Act Release No. 5627; 14 Oct. 1975; asimismo, Williams, p. 1251].

En los litigios y análisis interpretativos se ha aclarado el concepto de relevancia. Información relevante es la información que un inversionista razonable consideraría importante de entre todo un cúmulo de informaciones disponibles. En su *Staff Accounting Bulletin No. 99*, consagrado a la relevancia, la *SEC* recordó a las empresas que ninguna referencia numérica podría tomarse como umbral de relevancia. Más bien, “un hecho es relevante si existe una posibilidad significativa de que una persona razonable lo considere importante” [17CFR§211, 12 August 1999]. El Boletín cita una sentencia del Tribunal Superior de EU en la que comenta que un hecho es relevante si existe una posibilidad significativa de que un inversionista razonable hubiera considerado que tal hecho hubiera alterado significativamente el conjunto de informaciones disponibles [TSC Industries v. Northway, Inc, 426US 438, 449 (1976)]. El boletín también cita ejemplos de declaraciones erróneas u omisiones que pueden ser relevantes aunque en términos financieros sean cuantitativamente insignificantes. Ejemplo de ello son las declaraciones erróneas que afectan a la integridad o competencia de los directivos, como, por ejemplo, sobre el cumplimiento de los requisitos ambientales obligatorios de parte de una compañía.

C. Sistema de divulgación de información de la SEC

Con el fin de cumplir con este mandato general de proceder cuando sea necesario o conveniente en nombre del interés público o en defensa de los inversionistas, la SEC ha emitido normas, instrucciones, análisis interpretativos y comunicados explicativos que han conformado un sistema amplio y bien integrado de divulgación de información. En la *Regulation S-K* [CFR §§229.10 – 229.702(1998)] se especifican en detalle los tipos de información que deben divulgarse. Estos requisitos de divulgación se refieren al paquete de información básica que debe proporcionarse a todos los inversionistas y a la información de fondo que se estima que puede ser de interés principalmente para analistas bursátiles, inversionistas institucionales e inversionistas privados que realizan transacciones complejas. Estos requisitos de información se han normalizado en gran medida en las diversas etapas importantes de divulgación que se especifican en Ley sobre el mercado de valores (*Securities and Exchange Act*):

- 1) la información en un prospecto o documento similar cuando los valores son ofrecidos para su venta al público o se distribuyen de alguna otra forma,
- 2) la información en una declaración que acompaña la inscripción de valores ante la Comisión del Mercado de Valores,
- 3) la información contenida en los poderes para la elección de funcionarios y las votaciones en reuniones anuales, y
- 4) la información contenida en los informes obligatorios anuales, trimestrales y especiales presentados a la SEC y puestos a disposición pública.

Algunos requisitos de divulgación se aplican específicamente a información de naturaleza ambiental. No obstante, la SEC ha manifestado que el cumplimiento de estos requisitos particulares no exime a la compañía de la obligación de cumplir con los requisitos más generales de que toda información relevante debe hacerse pública [SEC Release No. 33-6130; 44FR56925]. Por ejemplo, si una compañía divulga información sobre sus políticas ambientales debe asegurarse de que las declaraciones que haga sean correctas y suficientes para que la información no se preste a confusión.

La sección 101 c) xii) de la *Regulation S-K* especifica que:

“También deben divulgarse debidamente los efectos relevantes derivados del cumplimiento de disposiciones federales, estatales y locales, promulgadas o adoptadas, que regulan la descarga de materiales en el medio ambiente, o que se relacionan de alguna otra forma con la protección del medio ambiente, y que inciden en los gastos de capital, ganancias y posición competitiva de la compañía inscrita y sus filiales. La compañía inscrita debe divulgar todo gasto estimado y relevante de capital en instalaciones de control ambiental para lo que reste del año fiscal corriente y los años fiscales posteriores y para todos aquellos periodos que la empresa inscrita pueda considerar pertinentes.”

En un análisis interpretativo, la SEC aclaró que puede requerirse que las empresas elaboren y divulguen estimaciones de costos de cumplimiento ambiental de los años futuros si esperan que tales costos sean relevantes y significativamente superiores a los costos corrientes [SEC Release No. 33-6130; 44FR56924, 3 Oct. 1979]. Por ejemplo, por lo general, al promulgar

normas ambientales se establece un plazo de cumplimiento futuro, previendo que los gastos de capital en años futuros puedan ser significativamente superiores a los previstos en el año corriente.

En el sistema de EU hay una diferencia importante entre disposiciones promulgadas y disposiciones adoptadas pues muchas normas ambientales que son promulgadas no son adoptadas sino hasta transcurridos varios meses o años. A menudo alguna parte impugna ante la corte normas que han sido promulgadas. Estas impugnaciones son objeto de litigio y se emite una resolución judicial, unas veces a favor de la *EPA* y otras pidiéndole a la *EPA* que revise las normas en cuestión. Las normas no son adoptadas hasta que las impugnaciones hayan quedado resueltas, de tal modo que es común que existan normas promulgadas sin adoptar. La sección 101c)xii) estipula la divulgación de los efectos relevantes de este tipo de normas.

Además, si bien no se refiere exclusivamente a litigios relacionados con cuestiones ambientales, la sección 103 de la *Regulation S-K* exige la divulgación de procedimientos jurídicos relevantes que estén pendientes de resolver:

“Describa brevemente todo procedimiento jurídico pendiente y relevante, fuera de los litigios rutinarios, sin consecuencias comerciales, en los que esté implicada la compañía o sus filiales o bien que tenga por objeto alguna de sus propiedades. Incluir el nombre de la corte o dependencia en el que están pendientes los procedimientos, la fecha de inicio, las principales partes implicadas, una descripción de los elementos de hecho que se alegan como fundamento del procedimiento y la compensación que se pretende. Incluir el mismo tipo de información para todos los procedimientos que, según se sepa, estén considerando las autoridades gubernamentales.”

Las instrucciones del apartado 103 estipulan, entre otras cosas, lo siguiente:

...No es necesario proporcionar información sobre los procedimientos que impliquen fundamentalmente una demanda por daños y perjuicios si la cantidad correspondiente, descontando el interés y los costos, no es superior al 10% de los activos corrientes de la empresa inscrita y sus filiales consideradas conjuntamente. Sin embargo, si algún procedimiento presenta en gran medida los mismos asuntos jurídicos y fácticos que los otros procedimientos pendientes o que se sabe se están considerando, debe incluirse la cantidad relacionada con estos otros procedimientos a la hora de computar el porcentaje....

“...Sin perjuicio de lo anterior, un procedimiento administrativo o judicial (incluidos, para efectos de los incisos A y B de esta *Instruction*, los procedimientos que presentan en gran medida los mismos asuntos), que se plantee en virtud de alguna disposición federal, estatal o local que haya sido promulgada o adoptada y que regule la descarga de materiales en el medio ambiente o cuyo objetivo sea la protección del medio ambiente, no debe calificarse como “litigio rutinario, de consecuencias secundarias para la compañía” y deberá describirse:

A. si el procedimiento es relevante para las condiciones comerciales o financieras de la empresa inscrita,

B. si el procedimiento implica fundamentalmente una demanda por daños y perjuicios, o implica sanciones monetarias, gastos de capital, cargos diferidos, o cargos a los ingresos, y si la cantidad, descontando interés y costos, es superior al 10% de los activos actuales de la empresa inscrita y sus filiales consideradas conjuntamente, o

C. si una autoridad gubernamental es parte del procedimiento y éste implica posibles sanciones monetarias, salvo que la empresa inscrita considere razonablemente que el procedimiento no se resolverá imponiendo una sanción monetaria o que, descontando interés y costos, ésta sea inferior a los 100,000 dólares, siempre y cuando, sin embargo, estos procedimientos que son de índole similar puedan ser agrupados y descritos de forma genérica.”

Otro requisito de divulgación que impone la *Regulation S-K* y que puede ser de gran importancia para la información ambiental es el apartado 303, que especifica los criterios para la discusión y análisis de los directivos, explicación que se anexa a los informes financieros. El apartado 303 exige una divulgación y discusión de toda tendencia, compromiso, evento o incertidumbre conocidos que puedan tener un efecto relevante en el estado financiero o los resultados operativos de una empresa. El apartado estipula:

Liquidez. “Señale toda tendencia percibida o toda demanda, compromiso, evento o incertidumbre conocidos que puedan o sean razonablemente susceptibles de provocar de alguna manera relevante un aumento o descenso de la liquidez de la empresa inscrita...”

Resultados de operaciones: “...Describa toda tendencia o incertidumbre conocidas que hayan tenido, o que la empresa inscrita considere razonablemente que tendrán, un impacto favorable o desfavorable en las ventas, ganancias o ingresos netos de las operaciones continuas. Si la empresa inscrita sabe de eventos que causarán un cambio en la relación entre costos e ingresos (como incrementos futuros conocidos en los costos de mano de obra o de materiales o incremento en los precios o ajustes en el inventario), deberá divulgar este cambio de relación”

Las instrucciones en el apartado 303 estipulan, entre otras cosas, que:

“...La discusión y análisis debe centrarse específicamente en eventos relevantes e incertidumbres conocidas por la gerencia que puedan ocasionar que la información financiera presentada no refleje debidamente los resultados operativos futuros o el estado financiero futuro. Cabría incluir en ello las descripciones y números de (A) asuntos que tendrían un impacto en operaciones futuras y que no hayan tenido un impacto antes, así como (B) asuntos que han tenido un impacto en operaciones notificadas y que no se considera que tendrán impacto en las operaciones futuras”

“...Se insta a las empresas inscritas, sin que estén obligadas a ello, a que presenten información con miras al futuro. Hay que distinguir esta noción de la de presentar datos conocidos en el momento, que se sabe afectarán los resultados operativos futuros, como incrementos previstos en los costos de mano de obra o de materiales. Toda información

con miras al futuro queda protegida por la norma de puerto seguro para proyecciones. Véase la *Rule 175* en la *Securities Act*, *Rule 3b-6* en la *Exchange Act* y el *Release No. 6084* de la *Securities Act* (25 de junio de 1979).”

Posteriormente, en un análisis interpretativo se explicó el campo de aplicación de este requisito:

“Es obligatorio divulgar una tendencia, demanda, compromiso, evento o incertidumbre cuando los directivos saben de su existencia y haya además razonable probabilidad de que tenga efectos relevantes en el estado financiero o los resultados operativos de una empresa inscrita.”

Este análisis transfiere la carga de prueba a los directivos, ya que deben divulgarse las incertidumbres conocidas a menos que los directivos puedan determinar que “no es razonable la probabilidad de que ocurra” el efecto relevante [SEC Release No. 33-6835; 54FR22430, 24 de mayo de 1989].

En la explicación que ofrece sobre este requisito, la *SEC* utiliza como ejemplo una norma de seguridad hipotética, propuesta por el gobierno, que afecta las operaciones de una empresa. Para determinar si la norma propuesta debe divulgarse, la *SEC* afirma lo siguiente:

“... los directivos deben analizar dos cosas:

- (1) ¿es probable que la tendencia, demanda, compromiso o incertidumbre conocidos se verifiquen? Si los directivos determinan que no hay probabilidad razonable de que ocurran, no es necesaria su divulgación.
- (2) Si los directivos no pueden determinarlo, deberán analizar objetivamente las consecuencias de la tendencia, demanda, compromiso, evento o incertidumbre conocidos asumiendo que se verificarán. Por lo tanto, entonces, es obligatoria la divulgación, a menos que los directivos determinen que no es razonablemente probable que se dé un efecto relevante en la situación financiera o los resultados operativos de la empresa inscrita” [54FR22430].

En este análisis interpretativo, la *SEC* señaló que los eventos que ya se han dado o que se han anticipado pueden generar incertidumbres relevantes conocidas. Advierte a las empresas inscritas que

“cuando aparezca un cambio relevante en la situación financiera o los resultados operativos de una empresa durante el periodo de notificación y la posibilidad de ese cambio no se haya expuesto en informes pasados, el personal de la Comisión, como parte de su revisión de notificaciones actuales y según las circunstancias presentes en el momento de las notificaciones pasadas, se encargará de determinar si la empresa inscrita no expuso una tendencia, demanda, compromiso, evento o incertidumbre conocida como lo estipula el apartado 303” [SEC Release No. 33-6835; 54FR22431, n28, 24 de mayo de 1989].

En su análisis interpretativo sobre la divulgación requerida en la discusión y análisis de los directivos, el personal del *SEC* se refirió específicamente a las obligaciones de una compañía cuando se la considere como Parte posiblemente responsable (*Potentially Responsible Party*,

PRP) de la contaminación de un sitio de conformidad con la *CERCLA*, la ley del “Superfund”. Después de habersele notificado esta calidad, la compañía puede quedar sujeta a las disposiciones de la ley sobre responsabilidad solidaria y mancomunada en lo tocante a costos de rehabilitación ambiental. El análisis interpretativo indica que la notificación de *PRP* no exige la divulgación automática de un procedimiento gubernamental previsto, como lo indica el apartado 103 de la *Regulation S-K*. Sin embargo, de conformidad con el apartado 303, una notificación de *PRP* sí exige una discusión y análisis de la directiva excepto si ésta puede determinar, con base en hechos y circunstancias conocidos, que no es probable que se produzca un efecto financiero relevante. Estas circunstancias pueden ser la contribución de la empresa en la contaminación, la cobertura de su seguro, y la posible contribución de otras partes responsables.

D. Normas de contabilidad generalmente aceptadas

Así como en Canadá y México, las empresas en EU deben utilizar principios de contabilidad generalmente aceptados en la preparación de estados e informes financieros. La sección 4-01a de la *Regulation S-X* indica que las declaraciones que no se apeguen a los *GAAP* se consideran incorrectas. Los *GAAP* se definen mediante pronunciamientos oficiales de parte de entidades responsables de las normas de contabilidad, como el Consejo de normas de contabilidad financiera (*Financial Accounting Standards Board, FASB*). Estas normas de contabilidad influyen considerablemente en la forma en que las empresas divulgan y tratan la información ambiental.

Como la ley *Superfund* por la que se establece la responsabilidad solidaria y mancomunada de saneamiento de sitios altamente contaminados implicaba fincar responsabilidades financieras que podían ser muy considerables para muchas empresas, los expertos de la contabilidad empezaron a prestar gran atención a la responsabilidad por eventos imprevistos de contaminación ambiental. El marco contable de base para atender tales eventualidades se expone en la Norma de contabilidad financiera No. 5 (“*Accounting for Contingencies*”) y en la Interpretación financiera No. 14 (“*Reasonable Estimation of the Amount of a Loss*”) de la *FASB*.

La posible determinación responsabilidad que implica el pago de costos de saneamiento ambiental se clasifica como responsabilidad eventual, a menos que la posibilidad sea remota o que sus costos sean insignificantes.

La *FAS5* establece dos criterios que determinan si debe acumularse una responsabilidad eventual. Debe haber una probabilidad razonable de que haya habido pérdida, el valor de un activo haya sido afectado o de que se haya incurrido en responsabilidad. Además, debe hacerse una estimación razonable del monto de la pérdida. Sin embargo, aunque no sea necesaria la acumulación, debe divulgarse la eventualidad si existe una posibilidad razonable de que haya habido pérdida. Con el fin de evitar que las empresas se refugien en incertidumbres en cuanto a la parte que les corresponde de costos de saneamiento, la *FIN14* prescribe que si es posible determinar una escala de pérdidas deberá acumularse el monto más probable de esta escala. Pero si ninguno de los montos es más probable que los otros, entonces deberá registrarse el nivel inferior de dicha escala. La *Financial Interpretation No. 93 (FIN93)* de la *FASB* establece también que las responsabilidades eventuales, como las relativas a la rehabilitación ambiental, deberán registrarse sin calcular en cifras netas las posibles indemnizaciones por parte de

aseguradoras u otras partes responsables, salvo en circunstancias especiales estrictamente definidas. Además, en su publicación *EITF 93-5*, “Accounting for Environmental Liabilities”, el Equipo especial sobre problemas incipientes (*Emerging Issues Task Force*) del FASB estipula que ese tipo de responsabilidades no deben descontarse a su valor actual, a menos que pueda determinarse de manera fiable la cantidad y el momento de su desembolso.

La SEC publicó el *Staff Accounting Bulletin 92* para abundar en estos asuntos de principios de contabilidad generalmente aceptados para responsabilidades eventuales [SEC Release No. 92, 58FR32843 (8 de junio de 1993)]. El *SAB92* solicita a las empresas inscritas que no retrasen, por cuestiones de incertidumbre, la divulgación o la acumulación hasta que se pueda estimar razonablemente una única cantidad. Las estimaciones deben basarse en información existente y se irán actualizando en las declaraciones posteriores, cuando se disponga de más información. El *SAB92* confirma que no se deben deducir las posibles indemnizaciones de terceros de las posibles responsabilidades, sino que la cantidad bruta y la posible indemnización deben ser registrados por separado en el balance. Además, se deben divulgar los montos de posibles indemnizaciones que son impugnados por terceros. Si una empresa deduce una responsabilidad ambiental, el *SAB92* exige que indique el método y tasa empleados, que no debe ser superior a la tasa de los bonos del tesoro de EU. El *SAB92* también explica la divulgación requerida en las observaciones a la declaración financiera para que no induzcan a error, si no se ha acumulado ningún monto. La empresa debe exponer las circunstancias en torno a la eventualidad, la gama de posibles resultados y las opiniones y suposiciones de la empresa respecto a esos resultados. En general, y de conformidad con el apartado 303 de la *Regulation S-K*, la SEC establece que se debe divulgar la información necesaria para que los inversionistas conozca la gama de resultados que pueden derivarse de un efecto relevante en la liquidez, estado financiero, y resultados operativos de la empresa.

E. Aplicación de los requisitos de divulgación de información ambiental

La SEC dispone de varias herramientas de aplicación de las normativas que van desde oficios de requerimiento y avisos de deficiencia hasta procedimientos administrativos y demandas civiles. Sin embargo, pocas veces se han utilizado estas herramientas [Caputo 1992-93]. Ha habido pocos procedimientos administrativos relativos a la falta de divulgación de información ambiental, entre ellos:

- SEC v. Allied Chemical Corp. [No. 77-0373, 4 de marzo 1977], en el que la empresa aceptó su responsabilidad por no haber informado sobre su posible responsabilidad en la descarga de sustancias químicas tóxicas.
- *In re* U.S Steel Corp. [Exchange Act Release No. 16223, 27 de sept. 1979]. La empresa no divulgó los costos futuros por cumplimiento de la normativa ambiental y su implicación en procedimientos jurídicos con el gobierno federal.
- *In re* Occidental Petroleum Corporation [Exchange Act Release No. 34-16950, (2 de julio de 1980)]. La empresa no informó sobre los procedimientos jurídicos en materia ambiental y los costos de rehabilitación ambiental.
- *In re* Lee Pharmaceuticals [Admin. Proc. File No. 3-9573, 9 de abril 1998]. No se divulgaron las posibles responsabilidades de rehabilitación.

Los únicos procedimientos de la *SEC* relativos a supuestas violaciones de requisitos ambientales que se han llevado a juicio son los siguientes:

- *Levine v. NL Industries* [20 Env. Law Rep. 20197, S. D. NY, 31 de julio de 1989]. No se divulgaron las responsabilidades y acciones jurídicas por incumplimiento de las normas ambientales y costos de rehabilitación.
- *Grossman v. Waste Management, Inc.* [589 F. Suppl. 395, N.D. Ill. 1984]
- *Steiner v. Baxter* [No. 89-M-809, D. Col., 9 de mayo de 1989]

En 1990 la *SEC* y la Agencia de Protección Ambiental de EU establecieron un acuerdo informal de cooperación para intercambio de información. La *SEC* utilizaría información proporcionada por la *EPA* para verificar la pertinencia de las divulgaciones de las empresas respecto a responsabilidades financieras, sobre todo en materia de rehabilitación de sitios contaminados identificados conforme a la ley del *Superfund*. Además, ha habido ocasiones en que los grupos de interés público estadounidenses han tratado de dirigir la atención de la *SEC* hacia otros casos de no divulgación de parte de empresas importantes de EU [Lewis 1998; Friends of the Earth 1997; Repetto y Austin, 2000]. Hace muy poco, la *EPA* comenzó a notificar las obligaciones de divulgación de información ante la *SEC* que tienen las empresas que son objeto de acciones de ejecución de la ley por parte de la *EPA* por incumplimiento de la normativa ambiental (US EPA 2001). Por eso, aunque es insuficiente, el registro existente de aplicación de los requisitos de divulgación de información ambiental de EU es más amplio que el de las otras dos partes del TLCAN.

V. Resumen y conclusiones

La revisión comparativa anterior de los requisitos sobre divulgación de información ambiental en la normativa sobre valores de Canadá, Estados Unidos y México refleja similitudes esenciales y diferencias particulares.

En lo esencial, los requisitos de divulgación de información en los tres países son similares pues estipulan que se presente de forma expedita toda información esencial referente a los valores que se ofrecen en venta al público. En general, se entiende por información esencial toda aquella que los inversionistas juzguen importante para sus decisiones de compra o venta de valores. Esta característica es una noción general, no sujeta a umbrales numéricos. En EU está explícito que la información que tenga que ver con la competencia o integridad de los directivos de la compañía, incluso la referente a incumplimiento de leyes y reglamentos vigentes, puede ser esencial aunque carezca de importancia financiera. Los tres países reconocen que la información ambiental puede considerarse esencial en este sentido amplio y, siendo así, debe ser divulgada.

Las disposiciones sobre valores en Estados Unidos y Canadá tienen por igual la misión de promover el interés público, aspecto que no figura en la legislación de México, que se centra exclusivamente en la protección del inversionista. En Canadá, esta misión sobre el interés

público se limita a las acciones que promuevan los propósitos de base de la ley sobre valores: proteger a los inversionistas y promover mercados de capitales justos y eficientes. Sólo en Estados Unidos, en la Ley de Política Ambiental Nacional (*National Environmental Policy Act*), el interés público está definido de tal forma que incluye la protección ambiental, y se amplían las responsabilidades de la Comisión del Mercado de Valores (*Securities and Exchange Commission*) para tomar en cuenta los objetivos ambientales cuando se formulan leyes y reglamentos. Sin embargo, puede que esta distinción sea más bien teórica. Considerando su actuación, hay pocos indicios de que esta Comisión haya aceptado una responsabilidad mayor que la de Canadá en la protección de los inversionistas y la promoción de mercados de capitales eficientes.

En lo que respecta a requisitos explícitos y específicos para la divulgación de información ambiental, los tres países se sitúan a lo ancho de un espectro en el que México es el que menos prescripciones tiene en su normatividad y EU el que más. En la legislación federal sobre valores de México no existen disposiciones específicas que establezcan requisitos explícitos de divulgación de responsabilidades y costos ambientales, y demás información relacionada. En el otro extremo, la normatividad en EU estipula explícitamente que las empresas registradas deben divulgar lo siguiente:

- Costos reales derivados del cumplimiento de la normatividad ambiental en años futuros
- costos de rehabilitación de sitios contaminados en caso de probable atribución de responsabilidad y de que se pueda calcular aproximadamente su magnitud
- otras responsabilidades eventuales derivadas de la exposición ambiental
- su implicación en calidad de parte en algún procedimiento judicial en materia ambiental, en especial ante alguna dependencia gubernamental
- cualquier tendencia o incertidumbre conocidas en relación con cuestiones ambientales, incluida la reglamentación pendiente, que pudiese tener un efecto sustancial en los actividades de la empresa.

Si bien las disposiciones difieren en detalle, casi todos estos requisitos se encuentran en la normatividad sobre valores de Canadá y sus respectivas normas de contabilidad. Las empresas canadienses registradas también deben divulgar los impactos financieros por cumplimiento de los requisitos de protección ambiental y factores de riesgo ambiental que incidan de manera significativa en sus actividades. Es preciso que los empresarios discutan y analicen los gastos ambientales inusuales así como las incertidumbres ambientales sustanciales. Además, las Prácticas de contabilidad generalmente aceptadas (*Generally Accepted Accounting Practices*) de Canadá contienen obligaciones sobre divulgación y acumulación en cuanto a responsabilidades que surjan de la necesidad de rehabilitar sitios contaminados.

En estos requisitos de divulgación de las tres Partes del TLCAN hay dos oportunidades claras de armonización. La primera es la elaboración de requisitos específicos de divulgación ambiental en la normatividad mexicana sobre valores para que se acerque más a las disposiciones de Canadá y

Estados Unidos. Como las disposiciones generales que exigen la divulgación de toda información esencial son básicamente las mismas en los tres países, la armonización de requisitos específicos puede parecer más bien una aclaración que un cambio en la política de reglamentación.

La segunda oportunidad de armonización se sitúa en el campo de la aplicación y ejecución de la legislación. Como no consta que haya habido en México ningún caso referente a ejecución de la normatividad en materia de divulgación ambiental, y en Canadá sólo ha habido uno, cabría pensar en una aplicación más intensa de los requisitos vigentes en esos países. Además, como el registro de casos en EU, aunque más completo, es asimismo relativamente limitado, también cabría pensar en una aplicación más intensa de los requisitos actuales en ese país. La armonización e intensificación de las actividades de ejecución de las leyes concordaría con los objetivos de inversión y desarrollo sustentable del TLCAN.