

Catalina Fuentes Benítez



**Universidad de San Andrés**  
**Departamento de Derecho**  
**Maestría de Derecho Empresario**

***Afianzando el rol de los directores independientes en las  
sociedades cotizantes argentinas***

**Autor: Catalina Fuentes Benítez**

**DNI: 36.798.431**

**Director de Tesis: Santiago Chaher**

**Londres, junio 2019**

## Índice

Afianzando el rol de los directores independientes en las sociedades cotizantes argentinas .....	1
Abstract.....	1
Introducción .....	1
Contexto .....	4
Fundamentos de la incorporación de la figura del director independiente .....	7
Problemas de agencia .....	9
Los directores independientes y la protección de los accionistas minoritarios .....	13
Funciones del director independiente .....	14
Situación argentina: regulación respecto a los directores independientes .....	15
Definición de director independiente en Argentina.....	17
Requisitos obligatorios respecto a los directores independientes .....	20
Principios, prácticas y orientaciones respecto a los directores independientes .....	21
Capítulo I- Nominación y elección de directores independientes.....	22
Derecho de veto.....	24
Elección por parte de la minoría.....	26
Situación Argentina .....	27
Independencia del Comité de Nominación.....	28
Exclusión de accionistas minoritarios en el proceso de elección de directores .....	28
Voto acumulativo.....	34
Conclusiones nombramiento de directores .....	41
Capítulo II- Directores independientes: conocimiento vs. independencia?.....	42
Asimetría de información .....	43
Rol de los gatekeepers.....	44
Divulgación pública de información.....	47
Participación en comités .....	48
Falta de conocimiento específico: .....	49
Programa de orientación.....	50
Presidente del directorio independiente .....	51
Asesores, reuniones entre miembros independientes, solicitud de información y agenda .....	54
Balance en la composición del directorio .....	56
Falta de tiempo.....	60

Divulgación del número de cargos como director .....	62
Conclusión Directores independientes: conocimiento vs. independencia? .....	62
Capítulo III- Conflictos de interés y el rol de los directores independientes .....	63
Transacciones entre partes relacionadas en Argentina .....	65
Razones por las cuales se permiten las transacciones entre partes relacionadas .....	66
Estrategias legales para la regulación de transacciones entre partes relacionadas .....	67
Incentivos: el rol de los directores independientes.....	70
Aprobación por asamblea .....	74
Aplicación de estándares de conducta .....	75
Conclusión rol de los directores independientes en transacciones entre partes relacionadas.....	76
Observaciones finales.....	77
Bibliografía .....	80
Lista de entrevistados .....	83

## Gráficos

Gráfico 1- Free float del mercado de capitales argentino por empresa.....	16
Gráfico 2- Free float del mercado de capitales argentino ajustado por la tenencia del Fondo de Garantía Soberano.....	16
Gráfico 3:Porcentaje de miembros independientes en el directorio de bancos europeos y norteamericanos.....	56
Gráfico 4:Porcentaje de miembros ejecutivos en el directorio de bancos europeos y norteamericanos .....	56

## Afianzando el rol de los directores independientes en las sociedades cotizantes argentinas

### Abstract

*El renovado énfasis en la figura del director independiente en Argentina requiere la transición de estos directores de un rol meramente ceremonial a cumplir una función clave en la representación de todos los accionistas y protección de los minoritarios. La implementación de ciertas prácticas concretas les permite a las empresas afianzar el rol de los directores independientes y morigerar las limitaciones existentes debido a su proceso de nominación y asimetría de información. Sobre la base de la legislación vigente, análisis de la doctrina y entrevistas con expertos en gobierno corporativo, se recomendarán prácticas para superar estas limitaciones y para fortalecer el rol de los directores independientes en la revisión de conflictos de interés.*

### Introducción

Los directores independientes tomaron notoriedad por primera vez en Estados Unidos en la década del setenta, y desde entonces, su presencia internacional no ha hecho más que aumentar. En Argentina, la figura ha recobrado un renovado interés a través del cumplimiento de los Principios de la OCDE debido a las intenciones del país de formar parte de la organización. Como consecuencia, en 2018, la Comisión Nacional de Valores estableció una nueva definición de independencia y se reformó el Código de Gobierno Societario.

Originalmente pensados como una solución al conflicto de agencia entre la gerencia y los accionistas en estructuras de propiedad atomizada, actualmente se reconoce a los directores independientes como un profiláctico de amplio espectro. En estructuras de propiedad concentrada, como la Argentina, su principal fundamento se basa en la protección de los accionistas minoritarios,

limitando la obtención de beneficios privados de control por parte del accionista controlante.

Tal como fue demostrado por La Porta, López-de-Sin角度s, Shleifer & Vishny, hay una estrecha conexión entre el nivel de protección con que cuentan los inversores y el desarrollo de los mercados de capitales. Una mayor protección a los accionistas minoritarios redundaría en un mayor y menos costoso acceso al capital. Estas cuestiones, a su vez, fortalecen el mercado de valores y aumentan la generación de riqueza.

Sin embargo, los directores independientes son vistos muchas veces como una figura decorativa que permite cumplir un requisito legal o recomendación. Sus críticos argumentan que la forma en que los directores son nombrados en contextos de propiedad concentrada y su falta de conocimiento socavan los fundamentos de su figura.

En este trabajo se analizará el rol de los directores independientes en la protección de los intereses de los accionistas minoritarios de las empresas abiertas argentinas y se propondrán recomendaciones para afianzar su función. Para ello, sobre la base de entrevistas con distintos expertos en gobierno corporativo en los campos académico y profesional,<sup>1</sup> primeramente se abordará el origen, fundamento y regulación local de la figura. En segundo lugar, se analizarán sus principales críticas: su proceso de nombramiento y asimetría de información; se propondrán y analizarán soluciones. En tercer lugar, se analizará el rol de los directores independientes en una de las áreas de mayor preocupación en contextos de propiedad concentrada, los conflictos de interés. Aquí, se analizarán las distintas prácticas adoptadas y se hará énfasis en el rol que cumplen los directores independientes en este tipo de transacciones.

Finalmente, se concluirá que, si bien los directores independientes enfrentan ciertas limitaciones para la protección de los accionistas minoritarios, estas

---

<sup>1</sup> Los entrevistados son: Gastón Pinnel, Javier Agranati, Stilpon Nestor, Eva Micheler, Niamh Mononey y Cristián Enrique Fox. En la sección Lista de Entrevistados se encontrarán los detalles de cada uno de ellos.

pueden ser superadas mediante la implementación de prácticas concretas por parte de las empresas. En particular, para disminuir el poder del accionista controlante en la elección y nominación de directores, se recomendará la composición del Comité de Nominación por una mayoría de directores independientes; y un número mínimo de cinco miembros en el directorio.

En cuanto al conocimiento de los directores independientes, se enfatizará el rol de los *gatekeepers*; la participación de estos directores en los distintos comités del directorio, la existencia de un programa de inducción completo, la existencia de oportunidades de capacitación continua, el apoyo en consultores externos y la implementación de reuniones periódicas exclusivas de directores independientes. Estas prácticas permiten disminuir la asimetría de información de los directores independientes. Asimismo, se recomendará un balance en la composición del directorio entre miembros ejecutivos y no ejecutivos – incluyendo independientes– como forma de complementar los distintos tipos de conocimientos de estos miembros. A su vez, con respecto al hecho de que los directores independientes no se desempeñan a tiempo completo en la empresa y tienen tiempo limitado, se recomendará que las empresas divulguen a los accionistas el número de cargos como director que cada uno de sus miembros tiene. Esto permitiría a los inversores cuestionar o valorar negativamente las empresas con directores independientes meramente ceremoniales.

Respecto al rol de los directores independientes en los conflictos de interés, se recomendará que las sociedades interesadas en mandar una señal fuerte de protección a los accionistas minoritarios divulguen a los accionistas la existencia de potenciales conflictos de interés junto con la biografía de cada uno de los miembros. A su vez, las empresas podrían adoptar un reglamento interno del Comité de Auditoría que le dé a sus miembros poder de veto o exclusividad en la toma de decisiones respecto de transacciones entre partes relacionadas. Asimismo, dicho reglamento debería establecer que el Comité de Auditoría sea el encargado de recomendar los auditores externos al directorio para su aprobación por asamblea, y no a la inversa.

En conclusión, afianzar el rol de los directores independientes se encuentra en el interés de las empresas, ya que lleva a una mejor toma de decisiones, otorga al directorio la independencia necesaria, es un reaseguro a la protección de los accionistas minoritarios del abuso de los mayoritarios, y asegura un mayor y más barato acceso al capital. Por lo tanto, la implementación de las prácticas recomendadas redundará en un beneficio tanto para estas como para los accionistas minoritarios, el desarrollo del mercado de capitales, y en última instancia, la creación de riqueza.

## Contexto

A grandes rasgos, se consideran independientes a los directores que no tienen ninguna relación con los gerentes de la empresa ni con los accionistas, y que tienen las mismas obligaciones y potencial responsabilidad que los directores ejecutivos. En las últimas décadas, los directores independientes se han convertido en una herramienta central de un buen gobierno corporativo.

El gobierno corporativo es el sistema mediante el cual las empresas son dirigidas y controladas (OECD, Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE 2004). Su estructura determina la relación entre la dirección de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otros actores interesados (OECD 2016). También provee una estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la organización, los medios para alcanzarlos y la forma de hacer un seguimiento del cumplimiento de los mismos. Según la OCDE, la existencia de un sistema eficaz de gobierno corporativo dentro de una sociedad contribuye a generar el grado de confianza necesario para el correcto funcionamiento de una economía de mercado, disminuyendo el costo de capital y, en última instancia, atrae fuentes de financiamiento más estables (OECD 2016).

En este contexto, surgió la creencia de que el director independiente podría rectificar las irregularidades societarias y servir como reaseguro frente a los abusos de la gerencia o de los accionistas mayoritarios.

La introducción de la figura del director independiente y su exportación al resto del mundo se atribuye comúnmente a Estados Unidos y a Inglaterra. En Estados Unidos, el concepto de director independiente apareció solo en la década de 1970 como resultado del colapso repentino de la importante compañía ferroviaria Penn Central en 1970 y el escándalo de Watergate. Como consecuencia, en 1977 la Bolsa de Nueva York modificó sus requisitos de cotización para establecer que el Comité de Auditoría debía estar compuesto por directores independientes (Baum 2016).

Luego, a principios del 2000, el colapso de Enron, WorldCom, Xerox y otros, precipitaron nuevos cambios regulatorios. En esta oportunidad, se promulgó el Sarbanes-Oxley Act ("SOX"). Allí se endurecieron los estándares de independencia y se estableció que las empresas cotizantes debían estar compuestas por una mayoría de directores independientes y que el Comité de Auditoría debía estar compuesto exclusivamente por miembros independientes. Más tarde, el Dodd-Frank Act de 2010, que fue la reacción legislativa a la crisis financiera del 2008, incrementó los requisitos de independencia aún más, requiriendo que el Comité de Remuneración este compuesto exclusivamente por directores independientes. Como se puede ver, las irregularidades societarias en Estados Unidos han llevado a una expansión del requisito de directores independientes para las empresas cotizantes y en estándares más estrictos de medir la independencia (Baum 2016).

En el caso de Inglaterra, la figura del director independiente surgió por primera vez en 1992 con el informe del Comité de Aspectos Financieros de Gobierno Corporativo. El Comité, dirigido por Sir Adrian Cadbury, fue establecido en 1992 por el sector financiero luego de la ola de escándalos corporativos. El llamado Cadbury Report estableció que el directorio debía estar compuesto por un número suficiente de directores no ejecutivos, cuya mayoría debía ser independiente. Asimismo, se sugirió que el Comité de Auditoría este compuesto exclusivamente por miembros no ejecutivos, incluyendo independientes; y que el

Comité de Nominación y el de Remuneración consistan exclusivamente de directores no ejecutivos (Baum 2016).

Seis años más tarde, en 1998, surgió el primer Código de Gobierno Corporativo de Inglaterra, denominado Combined Code (Baum 2016). En 2006, el Combined Code fue revisado siguiendo la recomendación del Higgs Report de 2003. El gobierno británico había iniciado este informe a raíz de los escándalos corporativos de Estados Unidos liderados por Enron.

La revisión del Combined Code recomendó que la mitad de los miembros del directorio de las empresas cotizantes sean directores independientes y que los Comités de Auditoría y Remuneración consistan exclusivamente de directores independientes, mientras que el Comité de Nominación podía estar compuesto simplemente por una mayoría de ellos. En 2010, el Combined Code se transformó en el UK Corporate Governance Code. Luego, el UK Corporate Governance Code fue reformado en 2016 y nuevamente en 2018, siendo esta su versión actual (Baum 2016). Actualmente, se sigue recomendando que lo menos la mitad del directorio sea independiente, sumado a la incorporación de un director independiente “senior” como intermediario entre el resto de los directores y los accionistas. A su vez, se recomienda que el Comité de Nominación este compuesto en su mayoría por directores independientes y que el Comité de Auditoría y de Remuneración estén compuestos exclusivamente por ellos.

Internacionalmente, los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE de 1999 y sus actualizaciones en 2004 y 2016 han dado un fuerte impulso al análisis del gobierno corporativo de las empresas y al director independiente como actor principal.

En el caso argentino, fue el Decreto 677/01, denominado “Régimen de Transparencia de la Oferta Pública” (art. 15) el primero en introducir el concepto de director independiente en nuestro ordenamiento. Luego, en 2006, la Resolución General N° 493/06 de la CNV estableció la incorporación en la

memoria anual de las respuestas a un cuestionario sobre buenas prácticas de gobierno corporativo, incluyendo la existencia de directores independientes. Dichas prácticas se formalizaron en el primer Código de Gobierno Societario a través de la Resolución General 516/07, que fue posteriormente modificado a través de la Resolución General N° 606/2012. Asimismo, la Ley de Mercado de Capitales, Ley N° 26.931 (“LMC”), establece en el art. 109 de forma obligatoria que el Comité de Auditoría de las empresas que hagan oferta pública de acciones debe estar compuesto por una mayoría de directores independientes. Es decir, un mínimo de dos directores independientes.

Finalmente, el Código de Gobierno Societario argentino fue revisado por tercera vez en 2018, y fue sometido a consulta pública en enero 2019 (Resolución General 778/2018). Concluido el análisis de los comentarios que haya recibido, la Comisión Nacional de Valores (“CNV”) emitirá una nueva resolución, modificatoria de sus normas, estableciendo el texto definitivo del Código de Gobierno Societario (“CGS”).<sup>2</sup> Se espera que el nuevo Código se aplique a los ejercicios que se inicien a partir del 1 de enero de 2019. A su vez, a fines de 2018 Bolsas y Mercados Argentinos (“BYMA”) lanzó el Panel de Gobierno Corporativo, que incluye acciones de empresas ya listadas que cumplen con prácticas de buen gobierno y transparencia adicionales a las requeridas por la regulación. Dichas prácticas adicionales se encuentran establecidas en el Reglamento del Panel de Gobierno Corporativo y son de adhesión voluntaria por parte de las empresas. Por otro lado, en octubre de 2018 la CNV estableció una nueva definición de directores independientes en Argentina.<sup>3</sup>

### **Fundamentos de la incorporación de la figura del director independiente**

La introducción de la figura del director independiente se debe fundamentalmente a la existencia de problemas de agencia. En efecto, los directores independientes han sido la principal respuesta del derecho

---

<sup>2</sup> Se hará referencia a dicho texto en el transcurso de este trabajo. Si bien dicho texto no es definitivo, ya que puede ser modificado por la CNV, sirve como referente del estado del arte en gobierno corporativo.

<sup>3</sup> Una descripción más acabada del tratamiento de los directores independientes en Argentina será realizada en la sección “Regulación argentina respecto a los directores independientes.”

corporativo a estos problemas. Esto se debe a que los legisladores suelen considerar a los directores independientes como un profiláctico en contra de comportamientos oportunistas de distinta naturaleza (Reiner Kraakman 2017).

Su rol preventivo se encuentra principalmente justificado en sus incentivos. En primer lugar, los directores independientes no cuentan con un interés directo en la compañía (ya que no son accionistas), ni en la administración (ya que no pueden ser empleados de la empresa). En segundo lugar, tienen un interés fuerte en proteger su capital reputacional. La combinación de estos intereses hace que se encuentren en una situación privilegiada para supervisar tanto a la gerencia como al accionista controlante en el interés de la empresa. Por lo tanto, los directores independientes cumplen un rol fundamental en brindar objetividad al directorio y representar a todos los accionistas y partes interesadas.

Dentro de este marco, se asume que, en ausencia de incentivos fuertes para comportarse de manera oportunista, los directores independientes se guiarán por incentivos generados por la conciencia, el orgullo y la reputación; y por lo tanto serán más propensos a administrar la empresa de acuerdo a los intereses de todos los accionistas. Es por ello que se considera que los directores independientes, al no obtener un provecho personal de las acciones que benefician de manera desproporcionada a los gerentes de la empresa o a los accionistas controlantes, se encuentran más fuertemente guiados en la toma de decisiones por su conciencia y reputación (Reiner Kraakman 2017).

En este respecto, Fama & Jensen argumentan que la principal motivación de los directores independientes es tener una buena reputación en el cumplimiento de su rol ya que esta afecta directamente el valor de su capital humano y la probabilidad de obtener futuros cargos directivos (Fama and Jensen 1983). En otras palabras, la reputación profesional es el mayor activo del director independiente, ya que se trata de sujetos designados por el mérito de sus condiciones personales y profesionales. Esto les permite desempeñarse sin condicionamiento alguno originado en sus relaciones con la empresa, sus accionistas u otros directivos (Novelli 2016).

## Problemas de agencia

Tal como fue descrito por primera vez por Berle y Means (1932), los problemas de agencia en el seno de las empresas surgen debido a la separación entre propiedad y control. Esto ocurre ya que las partes en control en una empresa – la gerencia o el accionista controlante – pueden actuar de manera oportunista.

Si bien los problemas de agencia se manifiestan de distintas formas dependiendo de la estructura de propiedad de la empresa, la introducción de la figura de los directores independientes ha sido la principal respuesta del derecho para solucionar estos problemas.

A continuación, se realizará una breve descripción de qué son los problemas de agencia y sus principales formas de manifestarse de acuerdo a la estructura de propiedad. Luego, se describirán sus variaciones entre contextos de propiedad dispersa y propiedad atomizada; y posteriormente se hará énfasis en el rol de los directores independientes en contextos de propiedad concentrada como el argentino.

### *Descripción de los problemas de agencia*

En términos generales, una relación de agencia ocurre cuando una parte, denominada “principal”, confía a otra persona, denominada “agente”, la realización de determinadas acciones. El problema de agencia resulta en motivar al agente a actuar en el interés del principal, en lugar de su propio interés. Esta tarea es particularmente difícil debido a la asimetría de información entre el agente y el principal, que impide que el principal pueda asegurarse fácilmente que la actuación del agente sea la prometida (Novelli 2016). Como consecuencia, el agente tiene incentivos para actuar de manera oportunista,<sup>4</sup> disminuyendo la calidad de su actuación o apropiándose de parte de lo que fue prometido al principal. Esto hace que el principal deba incurrir en costos de monitoreo para asegurarse la calidad en el desempeño del agente y evitar abusos (Reiner

---

<sup>4</sup> Aquí se utiliza el término como Oliver Williamson, haciendo referencia a comportamientos en interés propio, que involucran algún elemento de engaño o mala fe.

Kraakman 2017). Es por ello que la reducción o eliminación de los problemas de agencia ha sido históricamente una preocupación central del derecho corporativo.

En el marco de las empresas, existen tres principales problemas de agencia: (i) los conflictos entre gerentes y accionistas, (ii) los conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios; y (iii) los conflictos entre accionistas y otras partes interesadas, particularmente acreedores y empleados (Reiner Kraakman 2017). En las próximas líneas se describirán las principales diferencias entre estructuras de propiedad dispersa y concentrada y se analizará su relación con los conflictos de interés gerentes-accionistas y accionistas mayoritarios-minoritarios.

La presencia de estos distintos problemas de agencia varía en gran medida de acuerdo a la estructura de propiedad de las empresas (Reiner Kraakman 2017). Estas se pueden distinguir básicamente en dos, de propiedad dispersa y de propiedad concentrada.<sup>5</sup>

#### Propiedad dispersa y conflicto entre gerentes y accionistas

En las empresas con propiedad dispersa, hay una clara separación entre propiedad y control. Esto ocurre ya que dichas empresas cuentan con un gran número de accionistas individuales –propietarios- muy distanciados del manejo de la sociedad que delegan su manejo a gerentes con poca o ninguna tenencia accionaria, otorgándoles el control. Por lo tanto, el problema de agencia que predomina es entre gerentes y accionistas, dado que los primeros están en posición de abusar de su poder (Bebchuk and Hamdani 2017). Este tipo de propiedad es la imperante en Estados Unidos o Inglaterra. El problema de

---

<sup>5</sup> En el medio de estos dos extremos, y tal vez cada vez con mayor frecuencia, se encuentran patrones de propiedad donde, aunque la existencia de accionistas controlantes no es la norma, la propiedad de las acciones se concentra en los portfolios de inversionistas institucionales. Aquí los problemas de agencia se ven morigerados ya que las partes tienen mayor poder de coordinación (Reiner Kraakman 2017).

agencia entre gerentes y accionistas suele manifestarse en la forma de *entrenchment*, *hubris* y *perquisite consumption*.

Se denomina *entrenchment* a los mecanismos que utilizan los gerentes para afianzar su posición en el negocio y volverse costosos de reemplazar (Shleifer and Vishny 1989). El conflicto aquí es que dichos mecanismos que benefician a los gerentes, muchas veces no maximizan el valor de los accionistas. Un ejemplo de esto es la constitución de directorios escalonados, que si bien aseguran un cierto grado de “memoria organizacional” en el directorio, también son utilizados para bloquear tomas hostiles que beneficiarían a los accionistas.<sup>6</sup> Por su parte, *hubris* se refiere al exceso de confianza de los gerentes, que los lleva a participar en proyectos no rentables y extravagantes. Este fenómeno, también denominado *empire building* tiene como consecuencia un aumento del control de los gerentes. Por último, *perquisite consumption* ocurre cuando los gerentes realizan un consumo desmedido de beneficios corporativos. Estos beneficios pueden incluir obsequios o gastos desproporcionados, vacaciones, uso de aviones corporativos privados e incluso fraude y malversación de fondos (CFA 2008).

Universidad de

Propiedad concentrada y conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios

San Andrés

Se denominan empresas con propiedad concentrada, a aquellas que cuentan con un accionista que puede formar la voluntad social por sí mismo; y un accionista minoritario con una participación reducida.<sup>7</sup> Típicamente, el control es ejercido por las familias fundadoras, grupos económicos o el estado. Aquí, la separación entre propiedad y control no es tan clara, ya que el accionista controlante suele

---

<sup>6</sup> Aquí los directores son electos por diferentes períodos y en distintas épocas del año, lo resulta una defensa contra tomas hostiles (poison pill), ya que impide el reemplazo completo del directorio. Este caso tiene relevancia en el caso de los gerentes debido a la presencia del gerente general en el directorio.

<sup>7</sup> Si bien la concentración de propiedad suele manifestarse con la existencia de un accionista con más del 50% de los votos, también se evidencia mediante estructuras piramidales que aseguran el control sin contar con la mayoría de los votos.

ser a su vez parte de la administración.<sup>8</sup> Es por ello que este último tiene tanto los incentivos como el poder para controlar a los gerentes. Sin embargo, pueden usar ese poder para comportarse de manera oportunista respecto de los accionistas minoritarios y obtener beneficios personales a expensas de estos últimos. Es decir que el principal problema de agencia presente aquí es aquel entre el accionista mayoritario, o controlante, y el minoritario.

Existe amplia evidencia empírica que demuestra que los accionistas controlantes disfrutan de "beneficios privados de control" (Dyck y Zingale 2004; Nenova 2003; Jensen y Meckling 1976; Porta, Lopez-De-Silanes and Shleifer 1999). Se denominan beneficios privados de control a las ventajas que obtienen los accionistas controlantes, que no son compartidas por los accionistas minoritarios y que a menudo ocurren a sus expensas. Dichos beneficios se dividen en pecuniarios y no pecuniarios, siendo los primeros los que presentan problemas para los minoritarios. Los beneficios pecuniarios suelen involucrar la transferencia de fondos de la empresa a manos del accionista controlante u otra empresa en la que se encuentra involucrado. Esto puede ocurrir mediante la venta o compra de activos entre partes relacionadas en términos que los favorecen, la adquisición de acciones en la empresa a precios por debajo del mercado mediante la presión a accionistas minoritarios (*freeze out transactions*); o pagando una remuneración excesiva a los directores (usualmente el propio controlante) o miembros de la familia parte de la gerencia (Bebchuk and Hamdani 2017). Entre los beneficios no pecuniarios se encuentran el prestigio, el status y la influencia que conlleva ejercer el control (Ehrhardt and Nowak 2001).

La medida en que los accionistas controlantes pueden obtener beneficios privados es un indicador de la extensión los problemas de agencia. Un reflejo de esto es el valor de la prima de control y en la diferencia de precio entre las acciones con derecho a voto y las que no dentro de una misma empresa (Reiner Kraakman 2017).

---

<sup>8</sup> Puede ocurrir que tanto la gerencia como el directorio es profesional, por lo que el grupo de control no juega ningún rol en la dirección de la empresa, pero no suele ser la norma en contextos de propiedad concentrada.

Tal como fue demostrado por La Porta, López-de-Sinales, Shleifer & Vishny, hay una estrecha conexión entre el nivel de protección con que cuentan los inversores y el tipo de estructura de propiedad. En países en que el nivel de protección de los accionistas o acreedores, es débil, las estructuras de propiedad suelen ser concentradas (R. La Porta, et al. 2000). Esto se debe a que la concentración de la propiedad permite a los inversores eliminar el problema de free-rider, y por tanto aumentar su protección (Anahi Briozzo 2015). En otras palabras, concentrar la propiedad evita que los accionistas individuales no tengan incentivos en incurrir en costos de monitoreo de vigilar a la gerencia ya que estos luego benefician a todos los accionistas por igual.

#### **Los directores independientes y la protección de los accionistas minoritarios**

La reducción de los costos de agencia beneficia tanto al principal como al agente, dado que el primero estará dispuesto a ofrecer una mayor compensación cuando tenga asegurado un desempeño honesto y de alta calidad por parte del segundo. Es por ello que el eterno desafío del derecho corporativo ha sido desarrollar mecanismos que puedan reducir los costos de agencia que implican monitorear el desempeño del agente para evitar abusos (Reiner Kraakman 2017).

Como se mencionó anteriormente, la principal forma de abordar estos problemas de agencia ha sido exigir o alentar el uso de directores independientes. En este respecto, si bien los directores independientes deben representar a todos los accionistas, su rol varía en función de los problemas de agencia presentes en las distintas estructuras de propiedad. En contextos de propiedad dispersa, donde surgió originalmente la figura, los directores independientes deben supervisar principalmente a los gerentes. Por el contrario, en jurisdicciones donde prima la concentración de propiedad, los directores independientes deben proteger principalmente accionistas minoritarios y otras partes relacionadas de los abusos de las mayorías.

### Funciones del director independiente

Los directores independientes desempeñan un papel clave en el control y la vigilancia que los accionistas deben ejercer sobre su empresa, siendo su carácter externo lo que les da objetividad y otorga un ojo crítico. Su rol se centra fundamentalmente en las funciones centrales del directorio, y puede resumirse en la dirección estratégica, la supervisión del desempeño de los gerentes, la remuneración, el riesgo y la supervisión de los estados contables.

En cuanto a la dirección estratégica, el carácter externo del director independiente le permite tener una visión más clara o más amplia que los directores ejecutivos sobre los factores externos que afectan a la empresa. Su rol en la formación de la estrategia es, por lo tanto, realizar una contribución creativa e informada y actuar como un crítico constructivo al analizar los objetivos y planes diseñados por el gerente general y el resto de los gerentes. A su vez, tal como sostiene el Profesor Agranati, en contextos de propiedad concentrada, los directores independientes evitan que decisiones estratégicas sean tomadas por el holding de un grupo empresario y sean simplemente implementadas en la sociedad local.

La supervisión del desempeño de los gerentes la realizan especialmente con respecto al cumplimiento de la estrategia y los objetivos determinados por la compañía. A su vez, cumplen un papel primordial en el nombramiento -y, cuando sea necesario, la remoción- de directores ejecutivos y en el establecimiento del plan de sucesión. Aquí el rol del director independiente en la protección del accionista minoritario es crucial, ya que como se mencionó anteriormente, una forma de obtener beneficios privados de control es mediante el nombramiento de amigos o familiares en posiciones de control. Es por ello que los directores independientes suelen formar parte del Comité de Nominación.

Con respecto a la remuneración, los directores independientes cumplen un papel importante en la supervisión de la compensación tanto de los gerentes de primera línea como de los miembros del directorio. Este trabajo lo suelen llevar a

cabo a través del Comité de Remuneración, que supervisa y establece la política de remuneración de los mismos; y el Comité de Auditoría, que opina sobre la razonabilidad de las propuestas de remuneración formuladas por el directorio. Aquí, la presencia de los directores independientes en dichos comités busca evitar la expropiación a los accionistas mediante remuneraciones excesivas. Esto es de especial relevancia en estructuras de propiedad concentrada, ya que los miembros del directorio suelen ser a su vez accionistas; y los miembros de la gerencia son muchas veces familiares del accionista controlante. En este contexto, los directores independientes evitan la interferencia de conflictos de interés.

A su vez, una de sus funciones más importantes es la supervisión del riesgo y los estados contables de la empresa. Su supervisión en esta área permite evitar y detectar fraudes, desviaciones de fondos y transacciones entre partes relacionadas. Esto es así ya que los directores independientes deben corroborar la integridad de la información financiera y que los sistemas de gestión de riesgos sean robustos. A su vez, tienen el deber -junto con el resto del directorio- de garantizar que la compañía rinda cuentas debidamente a los accionistas, presentando un fiel reflejo de sus acciones y desempeño financiero, y asegurando que haya sistemas de control interno, monitoreados regularmente.

### **Situación argentina: regulación respecto a los directores independientes**

En el caso de Argentina, los directores independientes desempeñan las funciones mencionadas en representación de todos los accionistas y en miras a evitar la expropiación de los accionistas minoritarios. Esto se debe a que en el país las sociedades presentan un gran grado de concentración de capital, por lo que el principal problema de agencia que se evidencia es entre el accionista controlante y los minoritarios.

En efecto, el nivel de concentración es superior al de los otros países de la región (Anahi Briozzo 2015). A su vez, el nivel de emisiones domésticas es bajo, al igual que el número de empresas listadas, el nivel de capitalización, el volumen negociado y el free float. Respecto a este último, los gráficos del Instituto

Argentino de Mercado de Capitales que se ven a continuación demuestran que el free float del mercado de capitales local del primer trimestre de 2019 es en promedio entre un 54% y un 46,4%<sup>9</sup>. Incluso sin considerar la tenencia del Estado, solo en cuatro empresas hay un free float del 100% de las acciones. En este sentido, cabe resaltar que el Panel de Gobierno Corporativo de BYMA establece en su reglamento que, para formar parte del mismo, la emisora debe tener como mínimo 25% del capital listado y no debe ser propiedad de (i) el controlante, cónyuge o concubino del mismo, pariente o parte del grupo de control; (ii) miembro del directorio o cónyuge, concubino o pariente del mismo; (iii) Fondo de Garantía de Sustentabilidad (BYMA 2018). Por otro lado, el Estado tiene una participación muy significativa en las empresas cotizantes argentinas (Instituto Argentino de Mercado de Capitales 2019).

Gráfico 1- Free float del mercado de capitales argentino por empresa

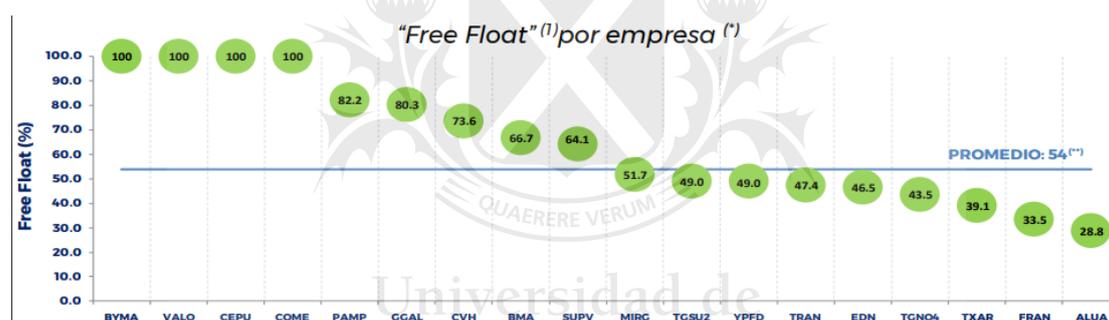
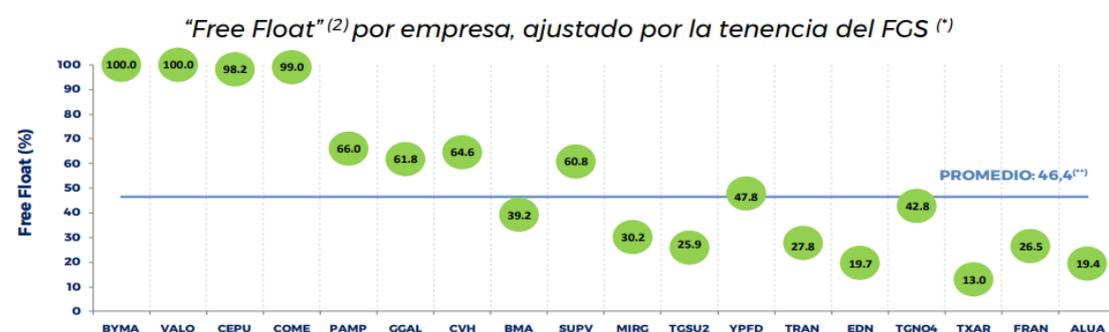


Gráfico 2- Free float del mercado de capitales argentino ajustado por la tenencia del Fondo de Garantía Soberano



(1) 100% menos el porcentaje del capital social en poder del grupo o accionista controlante, según última Síntesis de Estados Contables (30-09-18).  
 (2) 100 % menos el porcentaje del capital social en poder del grupo o accionista controlante, según última Síntesis de Estados Contables y neto de las tenencias del FGS.  
 (\*) Para aquellas empresas que informan que no existe accionista controlante, se les calcula un free float del 100%.  
 (\*\*) El promedio no tiene en consideración a aquellas empresas cuyo Free Float es del 100%.

MÁS INFORMACIÓN  
[www.iamc.com.ar](http://www.iamc.com.ar)  
 @IAMC\_Oficial

<sup>9</sup> Dependiendo si se considera la tenencia del estado mediante el Fondo de Garantía Soberano (FGS) o no.

Estas características del mercado local determinan el rol de los directores independientes y afectan su regulación. En primer lugar, si bien la definición de dichos directores suele implicar su independencia respecto de la gerencia como del accionariado, los requisitos particulares varían de acuerdo al problema de agencia que se busque evitar. A diferencia de la definición de director independiente en Argentina que se verá a continuación, las reglas de cotización de los mercados de capitales de Estados Unidos no requieren la independencia de los directores independientes respecto del accionista controlante. Este requisito es común en jurisdicciones con propiedad concentrada (Reiner Kraakman 2017).

### Definición de director independiente en Argentina

En el caso argentino, los directores independientes están definidos de manera general en el art. 15 del Régimen de Oferta Pública de acciones, donde se establece que para ser calificado como independiente el director debe serlo tanto respecto de la sociedad como de los accionistas de control, y no debe ejercer ninguna función ejecutiva en la sociedad. De manera más específica, la definición de director independiente se encuentra detallada en la Resolución General de la CNV N°730/2018. Siguiendo las buenas prácticas internacionales –incluyendo los principios de la OCDE, - dicha definición incluye tantos criterios positivos como negativos. En cuanto a los primeros, la Resolución establece que la principal relación del director con la empresa deberá ser su cargo en el directorio. Asimismo, establece que, deberá tener antecedentes profesionales adecuados, capacidad de aportar experiencia y conocimiento en el desarrollo de la empresa; integridad y altos estándares éticos; buen juicio e inquietud; y una participación constructiva, contribuyendo a la implementación de la estrategia.

En cuanto a los requisitos negativos, la Resolución establece nueve condiciones que, de cumplirse, afectan la calidad de independiente de un director. Tales condiciones son:

- i. Que sea también miembro del órgano de administración de la controlante u otra sociedad del mismo grupo económico de la emisora, ya sea en el

momento de su elección o que haya cesado durante los tres años inmediatamente anteriores.

- ii. Esté vinculado a la emisora o a sus accionistas que tengan “participaciones significativas”,<sup>10</sup> ya sea de forma directa o indirecta, o con sociedades en las que los mismos la tengan, o si ha estado vinculado a ellas bajo una relación de dependencia durante los últimos tres años.
- iii. Tenga relaciones profesionales o pertenezca a alguna sociedad o asociación profesional que mantenga relaciones profesionales con habitualidad, y de naturaleza y volumen relevante con, o perciba remuneraciones u honorarios (distintos de los correspondientes a las funciones que cumple en el órgano de administración) de la emisora o sus accionistas que tengan, en forma directa o indirecta, “participaciones significativas” o con sociedades en las que estos las tengan. Todo ello durante los tres años inmediatamente anteriores a la designación como director.
- iv. Sea titular de forma directa o indirecta del 5 % o más de acciones con derecho a voto y/o del capital social de la emisora o alguna sociedad que tenga en ella una “participación significativa”.
- v. Venda o provea bienes y/o servicios de manera directa o indirecta de manera habitual y de una naturaleza y volumen relevante a la emisora o sus accionistas que tengan, en forma directa o indirecta, “participaciones significativas”, por importes que sean sustancialmente superiores a aquellos percibidos como compensación por el desempeño de su función, durante los 3 años inmediatamente anteriores a su designación.
- vi. Haya sido director, gerente, administrador o ejecutivo principal de organizaciones sin fines de lucro que hayan recibido importes superiores a los descriptos en el inciso l) del artículo 12 de la Resolución UIF N° 30/2011 (actualmente ARS 400.000), su controlante y otras sociedades del mismo grupo económico, así como los ejecutivos principales de cualquiera de ellas.

---

<sup>10</sup> Se considerarán referidas a aquellas personas que posean acciones que representen al menos el 5 % del capital social y/o de los votos, o una cantidad menor cuando tengan derecho a la elección de uno o más directores por clase de acciones o tengan con otros accionistas convenios relativos al gobierno y administración de la sociedad de que se trate, o de su controlante.

- vii. Reciba algún pago, incluyendo la participación en planes o esquemas de opciones sobre acciones, por parte de la sociedad emisora o las del mismo grupo económico, que no sean los honorarios recibidos por el desempeño de su función, salvo los dividendos que le correspondan en su calidad de accionista (que no encuadre dentro del supuesto (iv) supra) y/o el correspondiente a una contraprestación por bienes y/o servicios (que no encuadren dentro del supuesto (v) supra).
- viii. Se haya desempeñado como director en la emisora, su controlante u otra sociedad del mismo grupo económico por más de diez años. El director recobra la condición de independiente cuando hayan pasado como mínimo tres años desde el cese de su cargo como director.
- ix. Sea cónyuge o conviviente reconocido legalmente, pariente hasta el tercer grado de consanguinidad o segundo grado de afinidad o mantenga una relación de amistad que se manifieste en hechos conocidos con individuos que, de integrar el órgano de administración, no reunirían las condiciones de independencia establecidas en la Resolución.

Dentro de las condiciones establecidas precedentemente resulta de gran relevancia la imposibilidad de pertenecer a alguna sociedad o asociación profesional que mantenga relaciones profesionales con habitualidad (punto iii), contar con una relación de amistad con miembros del directorio (punto vi) y el límite a la independencia de diez años (punto ix). En el caso de la primera y la segunda, resulta un gran paso para evitar que los mismos directores independientes tengan conflictos de interés que le impidan ejercer su función con objetividad. Vínculos muy estrechos con la emisora, los accionistas u otros directores pueden ser condicionantes igual de importantes que la condición de familiar, accionista o prestar servicios profesionales, entre otros. En cuanto al último, este requisito universalmente aceptado se basa en el hecho de que luego de un tiempo prolongado en la empresa, el director independiente deja de tener un ojo crítico, habituándose a la forma en que se realizan las cosas habitualmente. Asimismo, cumple la importante función de evitar que un accionista controlante pueda recompensar a un director independiente que actúa en base a sus intereses a través de su reelección indefinida.

En el caso de los Mercados, la Resolución agrega dos condiciones negativas más:

- i. El director no debe ser miembro del órgano de administración o fiscalización de una o más sociedades que revistan el carácter de Agente de Negociación, de Agente de Liquidación y Compensación y/o de Agente de Corretaje de Valores Negociables que sean miembros del respectivo Mercado, o esté vinculado por una relación de dependencia con agentes miembros de tal Mercado;
- ii. El director no debe, en forma directa o indirecta, ser titular de una participación significativa en una o más sociedades que revistan el carácter de Agente de Negociación, Agente de Liquidación y Compensación o Agente de Corretaje de Valores Negociables que sean miembros del respectivo Mercado”.

En cuanto a la divulgación de la información, la Resolución establece el deber de la emisora de indicar en la nómina de miembros del directorio a publicarse en la Autopista de la Información Financiera el carácter de independiente o no de cada uno de sus miembros. Asimismo, el director tiene el deber de notificar a la emisora de forma inmediata si se configura alguna de las circunstancias anteriores con posterioridad a su designación. La sociedad, por su parte, tendrá el deber de comunicárselo a la CNV y a los mercados autorizados en los que liste sus valores negociables en el plazo de tres días hábiles desde ocurrido el hecho o desde que sea conocido.

#### **Requisitos obligatorios respecto a los directores independientes**

La presencia de directores independientes en el derecho argentino es solo obligatoria para las sociedades abiertas. En ellas, el Comité de Auditoría debe contar con un número mínimo de tres miembros, de los cuales los directores independientes deben ser mayoría (art. 15 Régimen de Transparencia de la Oferta Pública y arts. 109 y 110 de la LMC en el mismo sentido). Por lo tanto, toda sociedad que cotiza en el mercado de valores argentino debe contar, mínimamente, dos directores independientes dentro de los miembros del

directorio.

### **Principios, prácticas y orientaciones respecto a los directores independientes**

El CGS que entrará en vigor para el ejercicio 2019 se encuentra organizado a través de principios, prácticas y orientaciones. Los principios son conceptos generales que subyacen a todo buen gobierno societario y guían e inspiran a las prácticas recomendadas del CGS y otras prácticas alternativas que la compañía haya determinado como mejor para ella. Las prácticas, por su parte, son recomendaciones concretas que se consideran como “mejores prácticas” y cada una permite ser considerada como “aplicada” cuando la compañía la lleve a cabo de la manera detallada en el CGS. Por último, las orientaciones son las justificaciones y explicaciones de los principios y prácticas, y sirven para guiar, inspirar y clarificar los temas del CGS (Codigo de Gobierno Societario 2018).

Ninguno de estos criterios tiene carácter obligatorio, pero sí se requiere de manera obligatoria que las sociedades cotizantes presenten anualmente un informe sobre su grado de cumplimiento del CGS. Dicho informe debe ir como anexo a la Memoria y debe estar basado en el esquema “aplique o no, explique”. Esto significa que en todos los casos las sociedades deberán justificar su grado de aplicación de los preceptos del CGS, e incluso cuando una empresa decida omitir una práctica, se puede considerar que esta cumple los mejores estándares de gobierno corporativo si su justificación se encuentra alineada a los principios que el CGS intenta proteger.

En cuanto a la figura de los directores independientes, el CGS va más allá de los requisitos legales y establece ciertas recomendaciones (Codigo de Gobierno Societario 2018). En primer lugar, en cuanto al Comité de Auditoria, establece que dicho órgano no solo debe estar compuesto por una mayoría de miembros independientes, sino que también debe estar presidido por uno de ellos, y no debe incluir al gerente general (Práctica 20). En segundo lugar, recomienda que el Comité de Nominaciones se encuentre presidido por un director independiente, y en caso de ser presidido por el Presidente del Directorio, sugiere que este se abstenga de participar frente al tratamiento de la designación

de su propio sucesor (Práctica 12). Finalmente, recomienda que la compañía cuente con un Comité de Remuneraciones compuesto en su totalidad por miembros independientes o no ejecutivos (Práctica 15). Los tres comités deben contar mínimamente con tres miembros. Por otra parte, recomienda la existencia de una política de remuneración (Práctica 16), una política de transacciones entre partes relacionadas (Práctica 24) y una política de selección y monitoreo de auditores externos (Práctica 21), entre otras. Finalmente, recomienda la existencia de un reglamento del Comité de Auditoría aprobado por el directorio (Práctica 20).

## **Capítulo I- Nominación y elección de directores independientes**

Uno de los mayores obstáculos a la existencia de directores realmente independientes es el proceso de nominación y elección imperante en contextos de propiedad concentrada. Este problema resulta del gran poder con que cuenta el accionista controlante para nominar y elegir directores. Como norma, el proceso de nominación es llevado a cabo por el directorio, a través del Comité de Nominación, y la elección de los directores está determinada por el voto de los accionistas. En cuanto a la elección en asamblea, los accionistas minoritarios rara vez tienen influencia en el proceso. La elección por voto mayoritario imperante en la mayor parte del mundo hace que el accionista controlante pueda designar personas de su confianza, controlando así el directorio (CFA 2008). En este sentido, la OCDE resalta que el perfil de directores de la región es comúnmente el de ex ejecutivos, abogados o miembros de la familia, todos de confianza del accionista controlante. En cuanto a la nominación, los comités de nominación no desempeñan casi ningún papel en la región. El proceso de selección es aún informal y mayormente basado en la red de contactos del accionista mayoritario. Si bien en las sociedades de mayor envergadura existe un proceso de nominación más formal -a través de la utilización de consultoras-, esta no es la norma, y la falta de estructuras formales facilita el dominio del accionista controlante en la nominación de candidatos (OCDE 2011).

Asimismo, la elección del directorio en asamblea usualmente trae aparejada la potestad de reelección y revocación de sus miembros. Es decir que, tanto el nombramiento inicial como la reelección y el cese del director independiente se encuentran determinados por el accionista controlante (Martinez and Orton 2018). Como consecuencia, dichos directores no podrán ser electos o reelectos sin el apoyo del accionista controlante, ni se mantendrán en el puesto si este decide terminar con su mandato (Bebchuk and Hamdani 2017).

Como resultado, se argumenta que los directores independientes tienen incentivos para satisfacer los intereses del accionista controlante, o como mínimo, pocos incentivos para ejercer su rol de supervisión de manera objetiva (Bebchuk and Hamdani 2017). En este contexto, se argumenta que los directores independientes muchas veces actúan como figuras decorativas, que en vez de representar a todos los accionistas en general –y proteger a los accionistas minoritarios en particular- se encuentran al servicio del accionista controlante (CFA 2008). Asimismo, más allá de si la independencia del director se encuentra efectivamente comprometida, este sistema de nominación y elección puede debilitar la confianza de los inversores externos, que es un pilar fundamental de cualquier sistema financiero. Por tanto, el poder del accionista controlante de dominar el proceso de nombramiento, reelección y destitución de los directores independientes puede perjudicar la confianza de los inversores externos, y, con ello, la financiación de las empresas y el desarrollo de los mercados de valores (Martinez and Orton 2018).

En este sentido, las principales preocupaciones del proceso de nominación y elección son (i) la independencia del Comité de Nominación y (ii) la exclusión –de facto- de los accionistas minoritarios del proceso de elección (CFA 2008).

En cuanto a la primera, si el directorio no cuenta con un Comité de Nominación compuesto por al menos una mayoría de directores independientes, la nominación de directores verdaderamente independientes será problemática. Es por ello que la mayor parte de los códigos de gobierno corporativo del mundo

requieren la presencia de directores independientes en dicho comité. En el caso de Inglaterra, por ejemplo, la provisión 17 del UK Corporate Governance Code 2018 establece que la mayoría de los miembros del Comité de Nominación deben ser independientes. Sin embargo, este requisito es una condición necesaria pero no suficiente, ya que si el Comité de Nominación no realiza un proceso de selección de directores objetivo, la composición del Comité no tendrá una verdadera relevancia. Esto nos lleva a la segunda cuestión.

En cuanto a la segunda, se argumenta que el hecho de que la sola voluntad del accionista controlante pueda determinar los miembros del directorio, es una gran limitante al rol de supervisión de los directores independientes. Para superar este problema, se sostiene que por un lado se deberían debilitar los incentivos para favorecer al accionista controlante; y por otro, se deberían proporcionar incentivos positivos para proteger a los inversores minoritarios.

Para ello, se requieren medidas que limiten el poder de los accionistas controlantes en la nominación, elección y revocación de directores; y medidas que aseguren a los accionistas minoritarios voz y voto en estos procesos. En este sentido, los accionistas minoritarios pueden ejercer alguno de los siguientes grados de influencia en la nominación, elección y revocación de directores: (i) Ninguna influencia. El accionista controlante tiene el poder de determinar el resultado, esta es la regla de la elección por mayoría ordinaria e históricamente ha sido la norma en la elección de directores; (ii) Poder de veto de las decisiones del controlante; (iii) Elección de un miembro del directorio, incluso en contra de la voluntad del mayoritario; y (iv) Voto acumulativo (Bebchuk and Hamdani 2017). A continuación, se analizará el derecho de veto y la elección por parte de la minoría, para luego pasar al estudio de la situación argentina, donde se describirá el voto por mayoría y el voto acumulativo.

### **Derecho de veto**

El poder de veto del accionista minoritario de las decisiones del controlante se encuentra principalmente representado por el caso de Israel y, de manera indirecta, Inglaterra.

En el caso de Israel, los accionistas minoritarios tienen derecho de veto sobre el candidato propuesto por el socio controlante.<sup>11</sup> A su vez, desde una reciente reforma, los accionistas minoritarios también tienen el poder de reelegir a un director independiente en Israel, incluso ante la oposición del accionista de control (Martinez and Orton 2018).

Por su parte, en el caso de Inglaterra, en 2014 se introdujeron los artículos LR 9.2.2ER<sup>12</sup> y LR 9.2.2FR1<sup>13</sup> del segmento premium de la bolsa de Londres que establecen que cuando haya un accionista controlante, se requerirá un doble voto para la elección y reelección de directores independientes (Martinez and Orton 2018). Por un lado, la elección de los directores independientes requiere la aprobación de la mayoría de la asamblea; y por el otro, la aprobación de una mayoría de los “accionistas independientes”, definidos como cualquier accionista con derecho a voto que no sea el controlante. De no lograrse dicha mayoría, y el controlante insistir en la elección o reelección del director, la empresa deberá esperar 90 días para realizar una nueva votación, a realizarse por mayoría ordinaria. Tal como señala Stilpon Nestor, en la práctica lo que significa es que, si no se obtiene la doble aprobación, el proceso de selección es más prolongado, pero finalmente es el controlante el que decide. Su valor radica en que dificulta la imposición del voto del accionista mayoritario y permite a los directores independientes dejar clara su visión respecto del candidato. El accionista controlante tendrá incentivos en que haya una elección unánime. Asimismo,

---

<sup>11</sup> Companies Law 5759-1999, § 239 y 239(b).

<sup>12</sup> LR 9.2.2ER01/01/2018: “Where LR 9.2.2ADR applies, the election or re-election of any independent director by shareholders must be approved by: (1) the shareholders of the listed company; and (2) the independent shareholders of the listed company.”

<sup>13</sup> LR 9.2.2FR16/05/2014: “Where LR 9.2.2E R applies, if the election or re-election of an independent director is not approved by both the shareholders and the independent shareholders of the listed company, but the listed company wishes to propose that person for election or re-election as an independent director, the listed company must propose a further resolution to elect or re-elect the proposed independent director which: (1) must not be voted on within a period of 90 days from the date of the original vote; (2) must be voted on within a period of 30 days from the end of the period set out in (1); and (3) must be approved by the shareholders of the listed company.”

dicha información es transmitida al mercado, lo cual potencialmente hará que los inversores estén más atentos a la composición del directorio y las credenciales de los directores independientes nominados de manera no unánime. Finalmente, esta estrategia cuenta con la ventaja que otorga una capa adicional de escrutinio en la relación entre controlante y minoritarios sin abrir la puerta a un abuso de la minoría (Tricot and V.Cahoon 2015).

Como consecuencia de lo anterior, tanto en el caso del Reino Unido como de Israel, se garantiza que los minoritarios tengan un mayor protagonismo en el proceso de nombramiento. Esto no sólo aumenta el nivel de confianza en los inversores externos, sino que también crea incentivos para que el accionista controlante sólo proponga a candidatos cuya independencia no se encuentre en entredicho (Martinez and Orton 2018). Sin embargo, tienen como contracara un proceso de elección menos eficiente y una potencial fuente de conflictos.

### **Elección por parte de la minoría**

En este sistema, representado por el caso de Italia, existe la posibilidad de que los accionistas minoritarios puedan designar al menos un director independiente. En Italia, la ley societaria para empresas abiertas establece el “voto di lista”, que significa que los accionistas minoritarios tendrán el derecho de elegir entre uno y tres miembros del directorio y utilizar el voto por lista. Los accionistas que cumplan con los criterios mínimos de participación pueden presentar su propia lista para competir contra la lista de la empresa.<sup>14</sup> Los candidatos elegidos serán aquellos que obtengan el mayor número de votos totales y al menos un director de la lista minoritaria (aquel que recibió el mayor número de votos de los candidatos de la lista) (Bebchuk and Hamdani 2017).

El sistema italiano tiene dos armas secretas, la Assogestioni y el Comité de Gestores de Inversiones, que tienen la responsabilidad de hacer las nominaciones de directores minoritarios. Esto representa una ventaja

---

<sup>14</sup> Los requisitos mínimos de participación varían de acuerdo a la capitalización de la empresa, siendo de 0,5% para las empresas en el umbral inferior y 4,5% para las del umbral superior. (Trevisan & Associati n.d.)

comparativa para Italia. La Assogestioni, por ejemplo, es una de las asociaciones de inversión nacional con grandes recursos y apoyo, y tiene una red de contactos internacional muy sofisticada. De esta forma, la Assogestioni crea la infraestructura para el involucramiento de los accionistas minoritarios. En la práctica, la gran mayoría de ellos subcontrata con la Assogestioni, dirigida por Massimo Mancchini, y es esta la que selecciona a los directores. Sin embargo, Stilpon Nestor afirma que el voto di lista se está volviendo problemático en Italia ya que en la actualidad están surgiendo un gran número de sociedades que no cuentan con un accionista controlante. En casos donde hay propiedad dispersa, la aplicación obligatoria del voto di lista se vuelve complicada y poco transparente, dificultando la toma de decisiones de manera innecesaria, ya que su objetivo es disminuir la influencia del accionista controlante.

En conclusión, tanto en el caso del derecho de veto como la elección por parte de la minoría, la elección del directorio sigue determinada por el accionista de control. Esto es razonable, ya que el principio mayoritario es la base de las sociedades comerciales y un mayor capital implica un mayor riesgo, por lo tanto, mayor poder de decisión. De todas maneras, estos mecanismos otorgan mayor influencia al accionista minoritario en el proceso de selección y elección de directores. En un plano ideal, debería haber un equilibrio entre la protección de los accionistas minoritarios y el menoscabo de la agilidad de la gestión del directorio (Gomez 2013).

A continuación, se analizará la situación argentina, que si bien presenta el mismo problema de dominación del accionista controlante, ofrece otras soluciones, principalmente la existencia de voto acumulativo. Finalmente, se propondrán alternativas para afianzar el rol del director independiente en este aspecto.

### **Situación Argentina**

En Argentina, la dominación del accionista controlante en el proceso de elección y nominación también limita la existencia de directores realmente independientes. En las siguientes líneas, se analizarán la independencia del

Comité de Nominación y la exclusión –de facto- de los accionistas minoritarios del proceso de elección en el caso argentino.

### **Independencia del Comité de Nominación**

La Práctica 12 del CGS recomienda la existencia de un Comité de Nominación compuesto por al menos tres miembros y presidido por un director independiente. En el mismo sentido se expide el reglamento del Panel de Gobierno Corporativo de BYMA (BYMA 2018). Sin embargo, se sostiene que de ser el Presidente del directorio el que presida el Comité, este se deberá abstener de participar frente a la designación de su sucesor. En este aspecto, podemos ver que a diferencia de lo que ocurre en muchos lugares del mundo, en Argentina este Comité no está compuesto por mayoría de directores independientes. Si bien se recomienda como contrapeso que sea presidido por un director independiente, este seguirá siendo minoría. Este hecho deja el problema de la nominación de directores irresuelto, ya que al ser el director independiente la minoría, el accionista controlante igual podrá dominar el proceso de selección a través de este Comité. En este sentido, cabe resaltar que Stilpon Nestor sostiene que, junto con el Comité de Auditoría, es en el Comité de Nominación donde la existencia de directores independientes es más necesaria. Es por ello que las sociedades que busquen dar confianza a los inversores y contar con directores verdaderamente independientes deberían contar con una mayoría de ellos en el Comité de Nominación.

### **Exclusión de accionistas minoritarios en el proceso de elección de directores**

En Argentina, la Ley General de Sociedades (“LSG”) establece la elección de directores mediante el voto en asamblea emitido por los accionistas o los síndicos en caso de vacancia de los primeros y ausencia de sindicatura (art. 258 LGS) o por el consejo de vigilancia cuando lo establece el estatuto (art 281 inc. d LGS). Dicho voto puede ocurrir mediante tres mecanismos, el sistema ordinario de mayorías, la elección por categoría o clase de acciones y el voto acumulativo. A continuación, analizaremos brevemente la prohibición de las acciones de clase

en las sociedades cotizantes para luego focalizarnos en el sistema de mayorías y el voto acumulativo en Argentina.

### *Prohibición de elección por categoría o clase de acciones en sociedades cotizantes*

La elección mediante clases de acciones no aplica en las sociedades que cotizan, ya que la emisión de nuevas acciones de clase está prohibida en las sociedades abiertas (art. 216 LSG). En este sentido, la Res. Gral. de la CNV 290, Cap. V, apartado 2.5.1.1, art. 2º dispone que en ellas no se pueden crear clases o categorías de acciones que pudieren tener derecho a elegir un determinado grupo de directores superior al capital proporcional que sus acciones representen en la sociedad. En las mismas líneas se expide el artículo 217 de la LGS. Como consecuencia de ello, en las sociedades sujetas al control de la CNV rige el principio de proporcionalidad.

El principio de proporcionalidad deriva de la regla por default del derecho comercial de un voto por acción. Esta regla busca alinear la exposición económica en la empresa con el control de la misma. En este contexto, la existencia de distintas clases de acciones es una de las desviaciones de esta regla que permite al accionista controlante aumentar su control en la sociedad.<sup>15</sup> Esto ocurre ya que la existencia de distintas clases de acciones proporciona a un grupo, generalmente el fundador, derechos de votos mayores a sus acciones.

Las limitaciones a la existencia de distintas clases de acciones se basan en que en dichas empresas el fundador se encuentra a salvo de las fuerzas disciplinadoras del mercado, ya que tiene su puesto asegurado a través del voto. Esto es especialmente problemático cuando dicho líder administra mal la empresa o tomar malas decisiones, ya que los accionistas minoritarios son incapaces de hacer algo al respecto. Su único remedio es vender sus acciones al precio que sea. A su vez, debido a la relativamente baja participación accionaria del grupo de control, las malas decisiones que toma el fundador afectan al resto de los

---

<sup>15</sup> Otras desviaciones que tienen el mismo resultado son las participaciones recíprocas y las estructuras de propiedad piramidales.

accionistas en una mayor proporción. Cuanto mayor es la brecha entre el poder de voto y la participación accionaria, más graves son las distorsiones (CFA 2018).

Argentina no es un caso aislado de prohibición de distintas clases de acciones en las sociedades cotizantes; algo similar ocurre en Inglaterra, Estados Unidos, Brasil y Alemania, por nombrar algunos. En Inglaterra, por ejemplo, el segmento premium de la bolsa de Londres establece que cuando una sociedad tiene más de una clase de acciones que cotiza en la bolsa, los derechos de voto deben ser proporcionales a los intereses relativos de esas clases en el patrimonio de la empresa (UK Listing Rule 7.2.1A, Premium Listing Principle 1). En el caso de Brasil, si bien la existencia de distintas clases de acciones era históricamente común, estas fueron prohibidas en el segmento premium de la bolsa de San Pablo, el Novo Mercado. En Estados Unidos, la Bolsa de Nueva York prohibió las desviaciones de la votación proporcional durante la mayor parte del siglo XX, pero la creación de distintas clases de acciones ha disfrutado de un reciente renacimiento principalmente en las empresas tecnológicas, siendo un caso paradigmático de ello el de Facebook. Bajo la estructura accionaria de Facebook, Inc., el fundador Mark Zuckerberg controla la mayoría de los derechos de voto de la sociedad, ya que sus acciones tienen 10 veces el poder de voto de las acciones que cotizan en la bolsa. Cabe resaltar que esto se ve cada vez más como la fuente de los recientes problemas de Facebook, incluido el escándalo de violación de datos relacionado con Cambridge Analytica Ltd. Estos hechos han generado gran preocupación entre los inversores, por lo que estos llevaron distintas propuestas a la asamblea anual de Facebook en 2018. Sin embargo, todas ellas fracasaron, ya que no contaron con los votos (CFA 2018).

### *Sistema ordinario de mayorías*

En Argentina, la regla societaria es que las elecciones son por mayoría, y esto también se aplica para la elección de autoridades (art. 260 LGS). Esto se denomina elección por voto ordinario o plural.

En el caso de las sociedades públicas, el directorio debe contar con al menos tres miembros (art. 255 LGS), dos de los cuales deben ser independientes (art. 15 Ley de Transparencia en la Oferta Pública) y la mayoría absoluta de los mismos debe tener domicilio real en Argentina (art. 256 LGS). Dichos directores no pueden ser elegidos por un término mayor a tres años (art. 257), pero pueden ser reelectos indefinidamente. Por otra parte, la asamblea tiene la potestad exclusiva de revocar la designación de miembros del directorio, la cual no puede ser restringida ni suprimida por el estatuto (art. 256).

Tal como se mencionó anteriormente, los órganos autorizados para la elección de directores son la asamblea, a través del voto de los accionistas o de los síndicos en caso de vacancia de los primeros y ausencia de sindicatura (art. 258 LGS); o el consejo de vigilancia si así lo estableció la sociedad (art 281 inc. d LGS). A continuación, se analizarán ambos mecanismos.

#### *Votación en asamblea*

La votación en asamblea es el mecanismo de votación societaria por excelencia en la nominación de directores. Dicho mecanismo incluye las potestades de nombramiento inicial, reelección y revocación de los directores. A pesar del gran poder que estas facultades otorgan, la nueva definición de independencia de la Res. Gral. N°730/2018 de la CNV disminuye el poder del accionista mayoritario en la reelección de directores independientes. Esto se debe a que el art. 1 inc. h de dicha Resolución establece que un director dejará de considerarse independiente luego de haberse desempeñado en el directorio de la empresa, su controlante u otra sociedad del mismo grupo por más de 10 años. Sin embargo, determina que el director independiente recobrara su calidad de tal luego de tres años del cese de su cargo como director.

La introducción de este requisito genera un gran aporte a la protección de los accionistas minoritarios por dos razones. Por un lado, ya que limita la habilidad del accionista controlante de usar la reelección del director como un mecanismo de recompensa o castigo del comportamiento del director independiente. Por el

otro, ya que se considera que luego de un tiempo el director deja de tener un ojo crítico sobre la empresa y como sostiene la profesora Micheler, se acostumbra al modo en que son realizadas las cosas en la empresa. Es decir que, se protege la objetividad del director independiente en el ejercicio de su función. Sin embargo, el lapso de tiempo luego del cual el director vuelve a considerarse independiente es relativamente reducido. De todas maneras, dicho lapso se puede entender como una limitante en la práctica que desaliente la elección de estos directores incluso luego de transcurrido ese tiempo.

Con respecto a la revocabilidad de los directores, el art. 256 establece que esta no podrá ser restringida siquiera por el estatuto. En este respecto, si bien se podría considerar conveniente permitir a las sociedades regular el ejercicio de la revocación de los directores independientes en el estatuto (por ejemplo, requiriendo la aprobación de su revocación por una mayoría agravada), la mayoría de los entrevistados sostuvieron que esto podría importar un perjuicio al manejo de la empresa. Los accionistas como dueños de la misma deben tener la libertad de prescindir de directores que no desempeñan su función adecuadamente. Sin embargo, esto significa en la práctica que el accionista controlante tiene control en el nombramiento de los directores y puede penalizarlos cuando los considere obstructivos mediante la revocación sin causa de su mandato. Estos factores significan una gran limitación a la independencia de los directores.

Por otra parte, la asamblea es la encargada de fijar el número de directores - siempre igual o mayor a tres en las sociedades cotizantes- lo cual tiene una gran influencia en la aplicación del voto acumulativo, que se analizará posteriormente.

### *Consejo de vigilancia*

En cuanto al consejo de vigilancia, es un órgano facultativo integrado por accionistas (mínimo tres y máximo quince) designados por asamblea y libremente revocables. Su misión es fiscalizar la gestión del directorio, eventualmente elegir sus integrantes, e intervenir en determinados actos de

gestión, si así lo prevé el estatuto (art. 280 LGS). Dichos miembros pueden ser electos tanto por voto ordinario como por voto acumulativo.

En la práctica, debido a que su creación no es obligatoria y tiene cierta superposición de tareas con la sindicatura y el Comité de Auditoría, la inmensa mayoría de sociedades no cuenta con él. La figura tiene sentido en grandes sociedades abiertas, donde puede que la necesidad económica de contar con directores altamente capacitados requiera la separación del carácter de accionista del de director. A la vez, permite que los accionistas ejerzan cierto control sobre la administración ordinaria de la empresa (Rouges 2018).

En cuando a la elección de directores, el art. 281 inc. d establece que el consejo de vigilancia puede elegir a los integrantes del directorio, cuando así lo establezca el estatuto. La elección de directores por parte de este órgano excluye tanto la elección por voto acumulativo como por clases, cuando esta era aplicable. Esto se debe a que, existiendo un consejo de vigilancia, nuestra ley considera que se encuentran debidamente protegidos los derechos e intereses de los accionistas minoritarios, resultando innecesarios mecanismos adicionales para su representación (Rouges 2018).

En este caso, su nombramiento tiene como correlato una remuneración fija, y la duración en el cargo puede extenderse a 5 años, volviendo inaplicable el término máximo de tres años establecido en el art. 257. A pesar de que la remuneración sea fija, se entiende que rige la limitación del art. 261. Esto se debe a que dicha norma alude a las remuneraciones que "por todo concepto" pueden percibir los miembros del directorio y del consejo de vigilancia, incluyendo sueldos y otras remuneraciones por el desempeño de funciones técnico-administrativas de carácter permanente. De lo contrario, se podría burlar la norma del art. 261 designando directores con sueldos exorbitantes –designados generalmente por el grupo mayoritario- y, además, fijando retribuciones al Consejo de Vigilancia, de conformidad o no con el art. 261 (Rouges 2018).

En cuanto a la reelección de los directores, se rige por las mismas reglas generales que la elección por asamblea, solo que dicha reelección será realizada por el consejo de vigilancia. A diferencia de la asamblea, el consejo de vigilancia no tiene la facultad de revocar designaciones al directorio.

En conclusión, si bien la elección de directores independientes mediante el consejo de vigilancia otorgaría una mayor protección a los accionistas minoritarios, su escasa existencia en la práctica hace que el principal método de elección de directores sea mediante el voto ordinario en asamblea. Asimismo, su superposición con la sindicatura y el Comité de Auditoría desalientan la recomendación de su utilización. Sin embargo, la LGS prevé la elección de directores mediante voto acumulativo como forma de otorgar mayor injerencia en la nominación de directores a los accionistas minoritarios y disminuir el poder de los accionistas controlantes. En las próximas líneas se analizará la figura, las críticas realizadas a la misma y sus limitaciones prácticas en Argentina.

### **Voto acumulativo**

Tal como se mencionó anteriormente, el voto acumulativo es utilizado en países alrededor del mundo como forma de reforzar los derechos de votación de los accionistas minoritarios. Actualmente existe en Estados Unidos, Chile, Colombia, Costa Rica, Panamá, Perú, Italia, Rusia, Filipinas, Taiwán, Corea del Sur, China y otros (CFA 2008). En efecto, la figura del voto acumulativo surgió en Estados Unidos, debido al limitado poder con que cuentan los accionistas y las extensas facultades del directorio (Gomez 2013).

Dado que el accionista mayoritario ejerce su control nombrando los representantes del directorio, en la medida en que los directores se vuelven menos dependientes del controlante en su elección, su capacidad de ejercer influencia sobre la compañía –y de expropiar al minoritario- disminuye (Bebchuk and Hamdani 2017). De esta forma, el voto acumulativo protege a los accionistas minoritarios dándoles mayores chances en la elección de directores.

Si bien este mecanismo no busca garantizar a una minoría una posición en el directorio, es considerada una de las herramientas más importantes para que los accionistas minoritarios tengan injerencia real y concreta sobre quienes estarán a cargo de la marcha de la empresa (Verly 1993). En ese sentido, se ha sostenido que la instauración el voto acumulativo es un estímulo para la inversión. Este argumento parte de la idea que, si las empresas incrementan las medidas tendientes a la protección del accionista minoritario, estas resultarán más atractivas para los inversores (Gomez 2013). A su vez, dicho mecanismo al aumentar el poder de los accionistas minoritarios ayuda a mantener un equilibrio en el juego de mayorías y minorías (Verly 1993).

Este método otorga a los accionistas el derecho de emitir todos sus votos multiplicados por el número de nombramientos en el directorio. Por lo tanto, si una elección es de, por ejemplo, cuatro directores y un accionista cuenta con 100 acciones (de un voto por acción), tendrá 400 votos totales que podrá dividir como considere apropiado. La votación ordinaria, por el contrario, le permitiría al accionista un voto de máximo 100 acciones a un candidato.

En el caso argentino, el voto acumulativo se encuentra establecido en el art. 263 de la LGS y su ejercicio está limitado a la elección de un tercio de las vacantes del directorio. En cuanto a su ejercicio, no puede ser prohibido por el estatuto ni imposibilitada su práctica, cuestión que abordaremos luego. El inc. 5 del art. 263 regula la forma de coexistencia de los dos sistemas de votación. En ese sentido, dispone que los accionistas que voten por el sistema ordinario y los que lo hagan por el sistema de acumulación de votos “competirán” únicamente por la elección del tercio de las vacantes.

Para los restantes dos tercios, debe aplicarse el sistema de votación ordinario. Los accionistas que seleccionen ese sistema de elección competirán por el total de las vacantes a llenar, otorgando a cada uno de los candidatos la totalidad de los votos que les corresponde, conforme a sus acciones con derecho a voto (Grispo and Lynch 2017). Sin embargo, el inc. 6º establece que, si bien los dos sistemas pueden coexistir, cada accionista podrá votar solamente a través de uno

de los sistemas. Es decir que mientras que aquellos que voten acumulativamente competirán por un tercio de los cargos, aquellos que lo hagan por el sistema ordinario tendrán la facultad de competir por la totalidad de los cargos.

Por otra parte, el inc. 1 establece que la elección mediante voto acumulativo requiere la notificación y el depósito de los títulos con tres días hábiles de anticipación, permitiendo así que se conozcan las intenciones del accionista minoritario, pero también dando suficiente tiempo para que los demás accionistas establezcan sus propias posiciones al respecto.<sup>16</sup> El inciso 2º refuerza dicha voluntad de transparencia al disponer que se debe revelar cualquier pedido de voto acumulativo, así como al exigir que el presidente de la asamblea notifique a todos los accionistas en la propia asamblea que están habilitados para ejercer el voto acumulativo. Esto evita sorpresas y permite que todos los accionistas puedan establecer aún a último momento las estrategias de respuesta correspondientes (Faré 2013). Sin embargo, el inc.7 establece la opción a favor de los accionistas de modificar el sistema de votación, en la medida en que dicha modificación sea realizada antes de emitir su voto. Dicha posibilidad permite tanto a los que notificaron su intención de votar acumulativamente como a aquellos que tenían previsto votar por el sistema ordinario, utilizar el mecanismo bajo análisis (Grispo and Lynch 2017).

En cuanto al cómputo de los votos, en su inc. 8º, el art. 263 dispone que el resultado de la votación debe computarse en forma personal en la cabeza de cada uno de los posibles directores. Se considerarán electos únicamente los candidatos que reúnan la mayoría absoluta de los votos presentes, con independencia de que esos votos correspondan al sistema acumulativo u ordinario. Es decir que rige el principio mayoritario. En caso de empate en la

---

<sup>16</sup> Sin embargo, la jurisprudencia ha interpretado este requisito de manera laxa, de modo de no restringir el ejercicio del voto acumulativo. Esto se puede ver en el fallo "Danza, Oscar Enrique y otros c. Garovaglio y Zorraquín S.A." (24/06/2009) donde se estableció que era nula la decisión asamblearia que negó a un accionista el derecho a votar acumulativamente porque las acciones con las que pretendía ejercer ese derecho no estaban individualizadas en la notificación cursada a la sociedad. La referencia expresa al certificado de depósito de acciones en la notificación cursada a la sociedad fue considerada suficiente. Esto se debe a que tanto el contexto general como el criterio interpretativo que impone atenerse a la solución favorable a la validez del acto revelan una expresión positiva de la voluntad en orden a la individualización de las acciones.

votación, el art. 263 establece dos soluciones distintas dependiendo del sistema de votación utilizado. Por un lado, el inc. 9 establece que cuando el mismo se produce entre candidatos votados por el sistema ordinario, deberá realizarse una nueva votación contando únicamente con la participación de los accionistas que optaron por ese sistema. Por otro lado, si el empate ocurre entre candidatos votados acumulativamente, se deberá realizar una nueva votación en la cual no podrán participar los accionistas que –dentro del sistema– ya obtuvieron la elección de sus candidatos (Grispo and Lynch 2017). Esta última solución ha sido ampliamente criticada, ya que el inc. 9 parecería estar favoreciendo a la segunda minoría en detrimento de la primera minoría, contradiciendo el principio mayoritario que se encuentra en el centro de nuestro sistema societario.

En la práctica, sin embargo, tal como indica IAGO, la votación acumulativa rara vez se aplica, y cuando lo hace, tiende a reflejar un nivel bajo de cooperación e incluso hostilidad entre los accionistas. En el mismo sentido se expidió el profesor y director independiente Javier Agranati, indicando que el voto acumulativo actúa más bien como un “fantasma”, al cual los accionistas mayoritarios temen, pero rara vez aparece. A continuación, analizaremos las principales críticas a este sistema de votación en Argentina y sus principales limitantes.

#### *Críticas al voto acumulativo*

Las principales críticas de fondo a la elección mediante voto acumulativo son la división y consiguiente ineficiencia que crea dentro del directorio, y el abuso por parte de las minorías. A continuación se analizarán y rechazarán ambas críticas.

En cuanto a la división e ineficiencia que crea dentro del directorio, se ha sostenido que la existencia de controles que permiten a las minorías contar con una mayor protección, aumentan “las posibilidades de un directorio dividido, y esta división entorpece la acción” (Gomez 2013). Esta crítica se basa en la idea de que el consejo de administración tiene una naturaleza ejecutiva y no deliberativa –como la asamblea. Como consecuencia del carácter ejecutivo del directorio, se

esgrime que debe existir una cohesión interna susceptible de generar respuestas ágiles y coherentes a los problemas diarios que presenta la conducción de una sociedad. Se considera que la existencia de un representante proveniente de otro sector accionario podría generar conflictos internos insalvables que conllevarían a la paralización de su actividad y por lo tanto irían en contra de su función ejecutiva (Taliencio 2008). Es por ello que los partidarios de esta idea consideran que el voto acumulativo podría generar un resultado indeseable, al quebrantarse la unidad de dirección de una empresa. En efecto, el Profesor Fox sostiene que, en la práctica, el voto acumulativo se utiliza cuando ya hay un conflicto societario.

Como contracara, se sostenido que “Ninguna mayoría es tan sabia como para prescindir del ojo crítico de la minoría...” (Verly 1993) En el mismo sentido, la profesora Micheler sostiene que es probable que se tome un mayor tiempo en la toma de decisiones, pero no es un aumento significativo. Considera que muchas veces se utiliza el argumento de la efectividad en la toma de decisiones como una forma de decir que se están haciendo preguntas difíciles y la mayoría no quiere que se les haga. Asimismo, el rol del directorio se encuentra en la dirección estratégica y control, siendo el resto de las tareas delegadas a la gerencia. Es por ello que el voto acumulativo solo es susceptible de “quebrar” la voluntad social cuando el directorio es muy ejecutivo y realiza tareas propias de la gerencia. Es decir que, el problema sería del rol del directorio, y no del voto acumulativo.

Respecto al posible abuso de las minorías, el legislador tuvo en cuenta esta problemática al limitar el uso del voto acumulativo al tercio de las vacantes. Con dicho límite, se buscaba evitar maniobras sorpresivas de accionistas minoritarios que posibilitaran el copamiento del directorio en desmedro de la mayoría (Gomez 2013). A pesar de dicha limitación, el profesor Agranati resalta que, especialmente en la década de los 90, existía a veces una minoría que obtenía acciones con el único fin de entorpecer la marcha de los negocios para luego forzar al accionista mayoritario a comprar sus acciones a un mejor precio. En sentido contrario, se sostiene que la minoría no impide la toma de decisiones dado que el cuerpo que integra resuelve por mayoría. Asimismo, se sostiene que,

si bien es posible que el director electo mediante este mecanismo solicite explicaciones, informes, y represente el interés de aquellos que representa; este un fin deseable, que redunde en un beneficio a la sociedad. En cuanto a la existencia de una minoría que lo único que persiga sea el entorpecimiento de la marcha de los negocios, algunos consideran que esta situación es anómala y resulta un elemento suficiente para impedir la utilización de este mecanismo.

En definitiva, aquí se sostiene que el voto acumulativo y el funcionamiento eficiente del directorio se encuentran de la mano, ya que el directorio debe representar a la totalidad de los accionistas. La designación de un director por cierta para del accionariado no altera este hecho ni si su obligación legal de actuar en el interés de la empresa.

#### *Limitaciones prácticas al uso del voto acumulativo*

Más allá de las mencionadas críticas, la elección por voto acumulativo se encuentra en la práctica limitada por otros factores. Principalmente, el reducido número de directores en las empresas argentinas, la falta de coordinación entre accionistas y la libre revocabilidad de mandatos. Las elecciones escalonadas también solían ser una limitación al ejercicio de este sistema, pero la explícita introducción en el art. 263 de la prohibición de su uso de manera que afecte el voto acumulativo resolvió la cuestión.

La principal limitación es, en efecto, el reducido número de directores, más allá de los esfuerzos jurisprudenciales. La jurisprudencia ha establecido claramente que la toda reducción del número de miembros del directorio que perjudique la expectativa normal de las minorías de votar acumulativamente debe considerarse contraria a la letra y al espíritu de la institución, por lo tanto, inválida ("Cerámica Milano S.A." 1974). Sin embargo, ello no quita la validez de las disposiciones estatutarias que fijan el número de directores en el mínimo legal (Schettini, Jose Luis c/Gasa Gasonera Argentina SA 1980). En este sentido, el hecho de que el mínimo número de miembros del directorio sea tres, junto con los límites a la remuneración existentes en el art. 262, hacen que el tamaño del

directorio de las empresas cotizantes argentinas sea reducido desde su constitución, limitando en la práctica el uso del voto acumulativo.

Para que el voto acumulativo cumpla su propósito de representar a los accionistas minoritarios en el directorio, es preciso que se mantenga un consejo de administración compuesto por una cantidad considerable de directores en los puestos de elección. Esto se debe a que las posibilidades reales de elegir a un representante por parte de la minoría dependen del número de vacantes a elegir. Por ejemplo, si se están eligiendo a cinco representantes, es más probable que el sector minoritario pueda elegir a uno de ellos cuando acumule todos sus votos en un solo candidato, mientras que los sectores mayoritarios se verían obligados a distribuir el total de sus votos entre los cinco. En caso contrario, cuando el número de candidatos a elegir es solo 3, se aumenta el porcentaje de votos requeridos para elegir un candidato, por lo que significa una disminución real de las posibilidades de los sectores minoritarios de obtener representación en el directorio (Gomez 2013).

Por lo tanto, las sociedades que busquen priorizar la protección de los accionistas minoritarios deberían contar mínimamente con cinco miembros para permitir la efectiva aplicación del voto acumulativo. Por otra parte, Stilpon Nestor señala que un directorio idealmente debe contar con número mínimo cinco miembros para tener una perspectiva suficientemente amplia y que no sea fácilmente dominado por un subgrupo. Asimismo, sostiene que nunca es bueno que haya una persona aislada que presente una perspectiva diferencia, ya sea en términos de divergencia de opinión, género u otro. En esta línea se expide el UK Corporate Governance Code 2018 en el Principio G, que establece que el directorio debería incluir una combinación apropiada de directores ejecutivos y no ejecutivos (y, en particular, directores independientes), de manera que ninguna persona o pequeño grupo domine a otro en la toma de decisiones.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> El Principio G del UK Corporate Governance Code dice textualmente: *"The board should include an appropriate combination of executive and non-executive (and, in particular, independent non-executive) directors, such that no one individual or small group of individuals dominates the board's decision-making. There should be a clear division of responsibilities between the leadership of the board and the executive leadership of the company's business."*

Por otra parte, para que el voto acumulativo sea efectivo en la práctica, los accionistas minoritarios deben ser capaces de coordinar sus preferencias de voto. El problema aquí radica en que esta coordinación es difícil si la base de accionistas minoritarios no es grande o cohesiva (CFA 2008). En Argentina, tal como indica el profesor Agranati, los porcentajes de concentración son tales que la base de accionistas minoritarios es muy pequeña, y son muy pocas las minorías que podrían alcanzar a elegir un director. A su vez, no hay un formato en los usos y costumbres de minorías que se sindiquen o agrupen para potenciar. En efecto, la gente que invierte en la bolsa no suele involucrarse en la vida de la sociedad. Esto se debe principalmente al problema de free-riders y al hecho de que el porcentaje de acciones de los minoritarios no les genera incentivos suficientes para dedicar más tiempo o control al manejo de sus tenencias.<sup>18</sup> Por lo tanto, la participación de los accionistas minoritarios es muy poco activa. De acuerdo al Profesor Agranati, distinta era la situación cuando había inversores institucionales, como las AFJP, o los fondos de compañías de seguros, ya que había una voluntad mayor de participar porque había un interés legítimo y un sustento económico que justificaba hacerlo.

Por último, otra limitación práctica al voto acumulativo es el hecho de que los directores pueden ser libremente revocables por la asamblea, sin que puede limitarse su ejercicio por estatuto. De este modo, se deja abierta la posibilidad de que los directores elegidos por voto acumulativo sean removidos, lo cual puede desarticular la totalidad del mecanismo instaurado en resguardo de legítimos intereses de los accionistas minoritarios. Sin embargo, esto no es de ocurrencia frecuente, ya que los directores tienen el deber de representar y velar por los intereses de todos los accionistas, más allá de quién los haya nominado.

### Conclusiones nombramiento de directores

---

<sup>18</sup> Por el problema de free-riders nos referimos al hecho de que los esfuerzos individuales que realice un accionista en supervisor la gestión de la sociedad afectar 'a todos los accionistas por igual, lo cual disminuye sus incentivos para actuar.

En conclusión, el gran poder de los accionistas controlantes en Argentina crea incentivos inapropiados para que el director independiente cumpla su rol de supervisión de manera efectiva y no sea simplemente una figura decorativa. En este sentido, hay dos medidas que se podrían tomar para morigerar el problema. En primer lugar, sin necesidad de reformar el sistema, las empresas que busquen afianzar el rol de dichos directores deberían tener un Comité de Nominación conformado por una mayoría de directores independientes. En segundo lugar, el directorio debería contar con mínimamente cinco miembros para facilitar el uso del voto acumulativo y evitar que una sola persona pueda ejercer el control.

## Capítulo II- Directores independientes: conocimiento vs. independencia?

Se suelen esbozar un número de críticas respecto al rol del director independiente relacionadas a su limitado tiempo disponible y su falta de información cotidiana y a veces específica de la industria. Sin embargo, aquí se argumentará que estas circunstancias no socavan su función, y que hay mecanismos que permiten evitar su ocurrencia.

Se argumenta que los directores independientes carecen de tiempo, recursos adecuados y conocimiento específico de la industria para obtener, digerir y analizar la amplia y compleja información que los directorios modernos tienen que evaluar. Asimismo, muchos sostienen que son cautivos de la información que los ejecutivos eligen proporcionar u ocultar, así como en la forma en que la presentan al directorio.<sup>19</sup>

Estas restricciones institucionales han llevado a que se dé la siguiente paradoja: la creciente presencia de directores independientes en el directorio limita severamente la capacidad del mismo para obtener información completa y objetiva de forma autónoma. Sin información completa y objetiva, los directores

---

<sup>19</sup> Yaron Nili y Kobi Kastiel han asignado a este problema el término “informational capture”. Es decir, el fenómeno de que los directores independientes se vuelven muy dependientes de los ejecutivos en el acceso a la información.

independientes no pueden llevar a cabo su rol de supervisión de manera efectiva (Nili and Kastiel 2017). Sin embargo, la pregunta que debe hacerse es, ¿son estas limitaciones insuperables?

A continuación, se analizará la asimetría de información entre ejecutivos y directores independientes, su falta de conocimiento específico y su reducido tiempo disponible. Se analizará la pregunta planteada y se propondrán recomendaciones.

### Asimetría de información

En este contexto, se entiende por asimetría de información a la diferencia entre la información disponible a los ejecutivos y la que es presentada al directorio (Brennan, Kirwan and Redmond 2016). Dicha asimetría, es inherente al rol de los directores no ejecutivos, y se encuentra presente tanto en contextos de propiedad dispersa como concentrada.<sup>20</sup>

El hecho de que los directores independientes no tengan un empleo a tiempo completo en la empresa hace que, a diferencia de los ejecutivos, no cuenten con información del día a día de la sociedad. Por lo tanto, estos directores dependen de los ejecutivos para proporcionarles la información necesaria para cumplir con sus responsabilidades. Esto resulta problemático, ya que los ejecutivos pueden filtrar o manipular la información de acuerdo a su conveniencia. Asimismo, el carácter externo de los directores independientes les dificulta verificar la exactitud de la información. En este sentido, Fairfax argumenta que para que un director independiente sea efectivo, este debe contar con información precisa. Sostiene que la independencia sin conocimiento tiene un valor limitado (Fairfax 2011).

---

<sup>20</sup> La asimetría de información no es exclusiva de los directores independientes, sino de todos los directores no ejecutivos, pero para el objeto de este análisis el foco será en los directores independientes.

Debido a lo anterior, se sostiene que, la misma definición de independencia tiene como resultado una menor exposición del director independiente a la información de la empresa.

Sin embargo, aquí se argumentará que el menor acceso a la información de los directores independientes no socava los fundamentos de su función. Si bien es innegable que estos directores cuentan con menos información cotidiana que los ejecutivos, existen mecanismos que morigeran la diferencia y les permiten cumplir su rol de manera efectiva. Los principales mecanismos son el rol de los *gatekeepers*, la divulgación pública de información y la participación en comités del directorio. A su vez, un balance entre miembros ejecutivos y no ejecutivos en la composición del directorio disminuye la asimetría en términos de acceso a la información. Este último punto será desarrollado en la sección posterior, "Falta de Conocimiento Específico" de los directores independientes. Finalmente, cabe resaltar que la información del día a día de la gerencia no es la única válida para la empresa, ya que muchas veces esta se encuentra sesgada y basada en supuestos que no corresponden a la realidad, debido a un exceso de confianza. Aquí el director independiente tiene un papel central, ya que aporta una mirada externa objetiva.

### Rol de los gatekeepers

La principal respuesta del gobierno corporativo al problema de la asimetría de información ha sido la confianza en gatekeepers o "guardianes". Los gatekeepers son actores independientes del mercado que brindan servicios de verificación o certificación para las empresas, típicamente cotizantes.<sup>21</sup>

Ya sea voluntariamente o en cumplimiento de los requisitos legales, las emisoras contratan gatekeepers para hacer que sus divulgaciones de información sean más creíbles. Algunos ejemplos son los servicios de auditoría para la certificación de estados financieros, bancos de inversión -que actúan como suscriptores en

---

<sup>21</sup> Si bien muchos categorizan a los directores independientes como gatekeepers también, para el objeto de este estudio se analizarán de manera separada.

emisiones; o abogados, que emiten su opinión respecto del prospecto y brindan su opinión sobre el cumplimiento de las leyes por parte de la emisora (Reiner Kraakman 2017).

Así, los gatekeepers aumentan la información disponible y la credibilidad de la misma. Esto es de gran importancia ya que la imposibilidad de distinguir la información confiable de la que no lo es hace que los inversores descuenten el precio de las acciones en todas las empresas, castigando tanto a aquellas que proveen información adecuada y completa como a las que no. Esto tiene como consecuencia que se reduzca la cantidad de emisoras que proveen información adecuada, ya que no habría incentivos para ello. Este fenómeno fue descrito por Akerlof como *market for lemons* (Akerlof 1970). Es por ello que Coffee afirma que los gatekeepers cumplen un papel importante en la eficiencia del mercado de capitales y la transmisión de información (Coffee 1944).

En el caso particular de los directores independientes, los gatekeepers reducirían su asimetría de información proveyéndoles de una fuente de información alternativa e imparcial, lo cual reduce su dependencia con respecto a los ejecutivos. Asimismo, ayudarían a superar el riesgo de que se modifique o esconda información, ya que su rol es verificar la integridad de la misma.

Los gatekeepers son “jugadores repetidos” que ponen en juego su reputación.<sup>22</sup> Siendo su reputación su principal capital, tienen incentivos para cumplir su rol de manera efectiva.

Sin embargo, se suelen resaltar dos factores que limitan el rol de los gatekeepers en morigerar la asimetría de información. Estos son, sus conflictos de interés y el hecho de que también dependen de la información de los ejecutivos.

Se argumenta que los gatekeepers tienen sus propios conflictos de interés ya que los incentivos reputacionales están sujetos a un análisis costo beneficio. Esto los

---

<sup>22</sup> Por jugador repetidor se hace referencia a que el jugador -en este caso el gatekeeper- debe tener en cuenta el impacto de sus acciones presentes ya que participará en el “juego” en repetidas oportunidades.

podría llevar a manipular o no verificar la información o decisiones tomadas por los ejecutivos. Un típico ejemplo de esto se puede ver en caso de Arthur Andersen en Enron. Según Fairfax, los escándalos del 2002 demostraron que cuando los gatekeepers fallan en su responsabilidad, los directores independientes no pueden tomar el relevo. Esto se debe, por un lado, a que dichos directores no pueden supervisar a los gatekeepers garantizar su imparcialidad; y por otro, ya dichos directores no pueden garantizar la integridad y claridad de los informes financieros sin su asistencia (Fairfax 2011). Asimismo, en un mercado con un reducido número de gatekeepers, estos no deben preocuparse demasiado por su reputación ya que tienen un mercado cautivo.

Respecto al acceso a la información, algunos autores sostienen que los gatekeepers no solucionan la dependencia de los directores independientes, ya que incluso los gatekeepers dependen de los ejecutivos para obtenerla. Es por ello que algunos argumentan que la presencia de gatekeepers no niega la capacidad de los ejecutivos de dominar, y por lo tanto potencialmente manipular, el flujo de información (Fairfax 2011). En este sentido, cabe tener en cuenta que, si bien los gatekeepers dependen de los ejecutivos, estos últimos dependen de los gatekeepers en la misma medida. Los ejecutivos tienen fuertes incentivos para proporcionar la información requerida, ya que son conscientes del rol que juegan estos actores en el mercado. En el mismo sentido, tal como menciona el Profesor Agranati, en la medida en que las empresas ven valor en la figura del director independiente, se aseguran de proveerle toda la información necesaria. Asimismo, el mercado también tiene un rol disciplinado, "castigando" las malas prácticas. Por otra parte, además de recibir información de la gerencia, los gatekeepers tienen herramientas de análisis propio, con las que –en muchos casos– ni las empresas cuentan (por ejemplo, proxy advisory). Por lo tanto, si bien los gatekeepers por su cuenta no permiten resolver la asimetría de información entre ejecutivos y no ejecutivos, cumplen un rol muy importante que es complementado por otros mecanismos.

## Divulgación pública de información

Otra solución que se ha propuesto para reducir la asimetría de información es la divulgación pública de información corporativa. Sin dudas, requerir una mejor y mayor divulgación de información es una tendencia mundial. Esta ayuda a la determinación de precios y otorga soluciones de mercado a una gran cantidad de problemas, estableciendo sanciones reputacionales. Asimismo, un régimen de divulgación de información adecuado asegura que los directores independientes no se encuentren en una desventaja informacional, por lo que mejora su capacidad de supervisión.

En contraposición, más allá de la discusión respecto de si el precio de una acción transmite información precisa, se argumenta que la información pública no es lo suficientemente detallada como para ayudar a los directores independientes a tomar o monitorear decisiones estratégicas. Según este argumento, la información que se transmite es demasiado general para superar su desventaja informativa. Asimismo, se sostiene que para que el régimen de divulgación supere la desventaja informacional de los directores independientes, el régimen debe transmitir información precisa. Sin embargo, la transmisión de información precisa depende de la capacidad del director independiente para verificar la exactitud e integridad de dicha información. En otras palabras, se da la paradoja que los directores independientes solo pueden verificar la exactitud de la información al confiar en el régimen de divulgación, cuya exactitud depende a su vez de los directores independientes (Fairfax 2011).

En el caso argentino, la divulgación de información corporativa ocurre principalmente a través de la CNV o la página web de la sociedad, no siendo un requisito la publicación de reportes anuales. En este sentido, el texto de la práctica 27 del CGS sostiene que la producción de un informe anual es una alternativa para mantener a los accionistas informados.<sup>23</sup> Sin embargo, el Panel

---

<sup>23</sup> La práctica 27 establece lo siguiente: *“El Directorio remite a los Accionistas, previo a la celebración de la Asamblea, un “paquete de información provisorio” que permite a los Accionistas -a través de un canal de comunicación formal- realizar comentarios no vinculantes y compartir opiniones discrepantes con las recomendaciones realizadas por el Directorio, teniendo este último*

de Gobierno Corporativo sí establece la publicación de un reporte anual en inglés y español, art. 22. Asimismo, dicho Panel establece en el art. 19 una amplia lista de información que las emisoras deben divulgar en su página web (BYMA 2018). Por lo tanto, si bien la divulgación de información no se presenta actualmente como una solución viable en Argentina, gracias al Reglamento del Panel de Gobierno Corporativo, hay una fuerte tendencia hacia una mayor divulgación.

### Participación en comités

La participación de los directores independientes en comités reduce su asimetría de información ya que les da acceso a fuentes de información distintas a los ejecutivos. Esto es especialmente cierto en el caso del Comité de Auditoría, en que los miembros tienen acceso a los auditores internos y externos, a los asesores legales y a la información financiera (Bebchuk and Hamdani 2017). Asimismo, tal como sostiene el Profesor Agranati, los directores independientes pueden solicitar reuniones periódicas con los miembros del sistema de auditoría interna. En el caso argentino, los directores independientes siempre son mayoría en el Comité de Auditoría, ya que es un requisito legal establecido en el art 15 del Régimen de Transparencia en la Oferta Pública. Allí obtienen una gran cantidad de información crucial para el desempeño de su rol.

De hecho, se podría argumentar que, a través de dicho Comité, los directores independientes reciben gran parte de la información que necesitan, ya que los aspectos más relevantes de su función están relacionados con la supervisión de los estados financieros, la remuneración, los conflictos de interés y las transacciones entre partes relacionadas. Asimismo, el hecho de que los directores independientes sean mayoría en este Comité les da un poder de requerir información y de decisión importante. Sin dudas, tal como se mencionó anteriormente, la participación de los directores independientes en el Comité de Nominación es sumamente beneficiosa, ya que asegura la objetividad en la nominación de candidatos al directorio y otorga información más detallada sobre los mismos. En este sentido, el texto de la Práctica 11 del CGS establece

---

*que, al enviar el paquete definitivo de información, expedirse expresamente sobre los comentarios recibidos que crea necesario.”*

que “(...) es importante destacar que el rol del director independiente es el mismo que el de cualquier otro director, y que su función no se limita a ser miembro del Comité de Auditoría en el caso que se lo haya designado para esa labor.”

#### **Falta de conocimiento específico:**

Si bien muchos directores tienen conocimiento sobre asuntos generales de negocios, se argumenta que en contextos donde no hay una cultura de directores independientes, pocos tienen conocimiento sobre la industria en particular del directorio en que se encuentran, y aún menos sobre la compañía. Esto se debe a que la concepción actual de director independiente, al igual que la de los directores no ejecutivos, no tiene en cuenta los conocimientos específicos que debería tener un director, sacando el caso del Comité de Auditoría. Por este motivo, se suele argumentar que la falta de conocimiento específico socava aún más la capacidad de los directores independientes de ser eficaces en la supervisión del accionista controlante y los ejecutivos. En este sentido, se pueden diferenciar tres visiones,, siendo la última –que argumenta que la ocasional falta de conocimiento específico del director independiente se puede superar mediante ciertos mecanismos- la que se sostiene en este trabajo.

Por un lado, se sostiene que la falta de conocimiento específico hace que, incluso si se pudiera superar la asimetría de información entre los ejecutivos y los directores no ejecutivos, estos últimos podrían carecer la capacidad de comprender la información proporcionada, y por lo tanto, también carecer la capacidad de detectar deficiencias con respecto a esa información. A su vez, se sostiene que el déficit de conocimiento hace también que aumente la probabilidad de que los directores independientes acepten las decisiones de gestión sin cuestionar o simplemente porque otras compañías también participan en esas prácticas (Fairfax 2011).

Por otro lado, se encuentra la visión que sostiene que, si bien la existencia de asimetría de información entre los ejecutivos y no ejecutivos en términos de acceso a la información y de conocimiento específico es indudable, esta es

beneficiosa. Se sostiene que la información con que cuentan los ejecutivos y los no ejecutivos es distinta y complementaria. Es distinta ya que, en el caso de los primeros, tienen conocimientos tácitos o implícitos sobre la gestión, mientras que los no ejecutivos aportan conocimientos externos. Es complementaria ya que el conocimiento implícito de los ejecutivos se ve confirmado y validado en la rendición de cuentas al directorio, que a su vez otorga una visión externa. En otras palabras, sostienen que, si no hubiera asimetría de información, los directores independientes serían menos eficaces en el cumplimiento de su rol (Brennan, Kirwan and Redmond 2016).

En tercer lugar, se podría identificar una visión intermedia, que es la que se suscribe en el presente trabajo. La falta de conocimiento específico de los directores independientes se puede superar aumentando la cantidad de información del directorio y haciéndolo de manera independiente de los ejecutivos. Tal como sostiene Stilpon Nestor, la falta de conocimiento específico es un problema en los márgenes. A continuación, se analizarán brevemente como alternativas la existencia de un programa de inducción completo, la existencia de un presidente del directorio independiente, la composición del directorio por una combinación de miembros ejecutivos y no ejecutivos; el uso de asesores; la existencia de reuniones solo entre miembros independientes; y la posibilidad de estos últimos de solicitar información.

### **Programa de orientación**

Un programa de orientación efectivo es esencial para que los nuevos miembros del directorio puedan maximizar su contribución dentro de un plazo de tiempo razonablemente corto. Siempre hay aspectos de la estructura, el proceso, la cultura y el ciclo de vida del directorio que son exclusivos de cada empresa y que influyen en la efectividad del directorio a largo plazo (Long 2008). De esta manera, la compañía puede aportar a sus miembros, especialmente los no ejecutivos, el conocimiento específico que puede estar faltándoles. Al respecto, la Práctica 14 del CGS recomienda al directorio la implementación de un programa de orientación para sus nuevos miembros. Como guía sobre la Práctica, el Código

considera que un programa de orientación es beneficioso para garantizar que todos los miembros estén informados sobre los aspectos relevantes de la compañía y de sus órganos de gobierno. A su vez, sostiene que sirve también para presentar el nuevo director a sus pares y explicar cómo opera el directorio. Busca crear entendimiento, confianza y credibilidad antes de que el nuevo miembro inicie su participación en las reuniones.

Por otra parte, en líneas con las mejores prácticas internacionales, pone en cabeza de la secretaría corporativa la coordinación del proceso y la utilización de diferentes métodos para informar al nuevo director y presentarlo a sus pares y a los ejecutivos, objetivos que considera de vital importancia sobre todo cuando se incorpora un director no ejecutivo. Asimismo, recomienda utilizar, entre otras herramientas, visitas a las oficinas y plantas operativas, entrevistas con personal clave y otros directores, y envío de documentación con anticipación a la primera reunión. Asimismo, oportunidades de educación continua le permiten al director independiente mantener su conocimiento actualizado, lo cual no siempre es el caso de los ejecutivos.

#### **Presidente del directorio independiente**

Uno de los temas más controvertidos de gobierno corporativo es la conveniencia en la separación de la figura del gerente general (CEO) y el presidente del directorio. Si bien un tratamiento acabado de este tema llevaría ríos de tinta, los principales argumentos a favor de la separación de las figuras se basan en una supervisión más directa al gerente general; permitirle a este último focalizarse en la gestión diaria de la empresa y al presidente en el largo plazo; una mayor objetividad e independencia del directorio respecto de los ejecutivos; la existencia de dos imputaciones de responsabilidad distintas; y la morigeración de la asimetría de información entre ejecutivos y no ejecutivos.

Como se puede ver, la mayor parte de los argumentos reflejan el hecho de que la separación de la figura fue pensada para contextos de propiedad atomizada, donde el principal problema de agencia es entre gerentes y accionistas. Sin

embargo, la reducción de la asimetría de información a través de la separación del gerente general y el presidente del directorio también cumpliría un objetivo necesario para afianzar el rol de los directores independientes en Argentina. En este sentido, se argumenta que la unificación de ambas figuras hace que el gerente general controle tanto los temas a tratar en la agenda como el tipo y forma en que la información es presentada al directorio (Nili and Kastiel 2017). En el mismo sentido, Stilpon Nestor sostiene que la separación del gerente general del presidente del directorio ayuda en gran manera a superar la asimetría de información ya que significa que hay alguien en el directorio que tiene suficiente poder como para obtener información de los ejecutivos, y no es simplemente el gerente general que decide qué información compartir y cual no. De esta manera, los directores independientes tendrían mayor y mejor acceso a la información.

Sin embargo, en contextos de propiedad concentrada, la separación de las figuras solo tendrá sentido si el Presidente del directorio es independiente. Esto se debe a que, de lo contrario, el accionista controlante podría nombrar a un individuo de confianza que le asegure un control sobre el directorio aún mayor y no garantice un mayor acceso a la información. De hecho, en este contexto, entre un gerente general profesional y un director no ejecutivo no independiente, es preferible la existencia del primero. La separación de las figuras disminuye el poder del gerente general, que en contextos de propiedad concentrada es efectivamente supervisado por el accionista controlante; y si la separación implica el nombramiento de un presidente no independiente afín al controlante, se acentúa aún más el problema de agencia entre accionistas. Es decir, en contextos de propiedad concentrada, es preferible aumentar el poder del gerente general, si este es profesional, que el del accionista controlante.

A nivel internacional, la tendencia es la separación entre el gerente general y el presidente del directorio, que se considera una buena práctica. La mayoría de las veces, el presidente es a su vez independiente. En el caso de Inglaterra, por ejemplo, el UK Corporate Governance Code 2018 establece que el presidente debe ser independiente al momento de su nombramiento, y que el rol de

Presidente y CEO no puede ser ejercido por la misma persona. Asimismo, sostiene que el gerente general no debería convertirse en presidente del directorio; y en el excepcional caso de que sea propuesto para el cargo, los accionistas mayoritarios deberán ser consultados antes de su nombramiento. A su vez, el directorio deberá explicar las razones de la elección en el momento del nombramiento a todos los accionistas y publicarlas en la página web de la empresa. Distinto es el caso de Estados Unidos, donde la unificación de la figura es más común. Ejemplos de ello son el caso de Bank of America y JP Morgan.

En América Latina, Chile y Colombia requieren la separación de las figuras por ley, mientras que Brasil solo lo establece como requisito obligatorio en las empresas listadas en el Novo Mercado. En México y Perú, los códigos de gobierno corporativo recomiendan la separación como una buena práctica (OCDE 2011).

En el caso argentino, el CGS no establece la separación de las figuras, pero sí la clara división de tareas entre ambos roles. Al respecto, establece como orientación al Principio 10, *“Una situación especial se presenta cuando la posición del gerente general está unificada en la misma persona que desempeña el rol de Presidente del Directorio. Este escenario puede ser beneficioso ya que la persona que desempeña dicho rol tendrá mejor conocimiento de la operación del día a día de la compañía y estará mejor posicionada para identificar problemas y brindar soluciones de forma más rápida y eficiente. Sin embargo, pueden existir potenciales conflictos de interés en materia de supervisión y sucesión. Por ello, más allá de que los roles mencionados estén unificados en una misma persona o no, es importante que las funciones y responsabilidades del presidente y del gerente general estén claramente definidas y sean divulgadas a todos los inversores (por ejemplo, a través de la identificación de las funciones en el reglamento de Directorio – Práctica 5). Además, el Directorio será quien mantenga la responsabilidad de supervisión y de asegurar la elaboración y cumplimiento del plan de sucesión.”*

Por otra parte, los críticos de la separación de las figuras sostienen que nunca hubo pruebas empíricas contundentes ni argumentos de la literatura de que sea un beneficio en un sentido u el otro. En este respecto, la Profesora Micheler

sostiene que, dado que la separación entre CEO y presidente del directorio fue pensada para contextos de propiedad atomizada, esta no agrava ni mejora los problemas de agencia en casos de propiedad concentrada. Por su parte, el Profesor Agranati sostiene que el verdadero determinante de la separación de la figura se encuentra en el tamaño de la compañía, y por tanto el directorio.

Tal como se mencionó anteriormente, considero que, de tratarse de un presidente independiente, sí resultaría beneficiosa la separación entre este y el gerente general en el contexto argentino. De lo contrario, solo sería una carga más a las sociedades sin un fin que lo amerite. De todas formas, considero que hay otras prácticas que las sociedades pueden llevar a cabo sin mayores costos y que igualmente ayudan a resolver la ocasional falta de acceso a la información y conocimiento específico de los directores independientes.

#### **Asesores, reuniones entre miembros independientes, solicitud de información y agenda**

Los directores deberían poder tener acceso a asesores legales, financieros o consultores a cargo de la empresa de manera de poder desempeñar sus funciones en el directorio o en el comité que se encuentren de manera apropiada. Gastón Pinnel, encargado de relaciones con los inversores en Loma Negra, comenta que efectivamente, para cuestiones específicas los directores se apoyan en especialistas. En el caso argentino, la consulta a asesores también está establecida por ley en el caso de que el Comité de Auditoría, cuestión que se desarrollará en el próximo capítulo. La posibilidad de consultar especialistas, junto con la existencia de un programa de orientación completo y oportunidades de educación continua hacen que se reduzca de manera significativa el riesgo de que en ciertos casos los directores independientes no cuenten con suficiente conocimiento específico sobre la empresa en que se encuentran.

A su vez, internacionalmente es considerada una buena práctica la existencia de reuniones exclusivamente de miembros independientes. Las razones de ello son que permite evaluar la gestión del gerente general y del Presidente del directorio

(en estos casos este no se encuentra presente), ayuda a complementar sus conocimientos; y permite discutir sin condicionamientos problemas o cuestiones que consideren relevantes. En el caso argentino, si la empresa solo cumple con el mínimo legal de dos directores independientes, la existencia de reuniones tiene menor relevancia, ya que además de su reducido número, es probable que ambos se encuentren exclusivamente en el Comité de Auditoría, por lo cual ya cuentan con reuniones periódicas y tienen acceso a la misma información. Sin embargo, si la empresa cuenta con más de dos directores independientes; el presidente del directorio es independiente; o alguno de estos directores se encuentra en algún comité adicional al de auditoría, las reuniones entre ellos podrían ser de utilidad. En este sentido, el código de gobierno corporativo de Inglaterra efectivamente recomienda que el presidente del directorio mantenga reuniones con los miembros no ejecutivos y sin la presencia de los ejecutivos. En el caso argentino, la existencia de reuniones entre el Presidente y los miembros no ejecutivos –en lugar de exclusivamente los independientes– no es suficiente, ya que estos últimos probablemente representen al accionista controlante, por lo que su presencia limitaría la supervisión de los directores independientes.

Por otra parte, la capacidad de los directores no ejecutivos de solicitar información directamente a los ejecutivos también es una fuente de conocimiento útil. Si bien en este caso no se estaría recurriendo a un canal alternativo, es importante que los directores independientes puedan solicitar información sin restricciones. Así, la orientación de la Práctica 11 del CGS establece que *“(...) los miembros de la gerencia estarán siempre disponibles para que se les solicite su participación en reuniones del Directorio y para que den su opinión en las áreas en que trabajan o se especializan.”*<sup>24</sup>

Por último, hay tres elementos más que tienen un rol importante en morigerar la asimetría de información entre los directores ejecutivos y no ejecutivos: los paquetes de información, la agenda y el calendario de reuniones. El paquete de información, por un lado, brinda gran cantidad de información específica de la

---

<sup>24</sup> La Práctica 11 establece que *“El Directorio tiene al menos dos miembros que poseen el carácter de independientes de acuerdo con los criterios vigentes establecidos por la Comisión Nacional de Valores.”*

empresa a los directores. El calendario de reuniones y la agenda, por otra parte, permiten a los directores prepararse de ante mano para tratar los diferentes temas, recabando información adicional o externa en caso de necesaria. Estos tres factores adicionales ayudan a que el director independiente pueda ejercer su función de manera adecuada.

### Balance en la composición del directorio

Más allá de las prácticas mencionadas, considero que un balance en la composición del directorio entre directores ejecutivos, no ejecutivos e independientes es aconsejable. Esto permite complementar distintos tipos de conocimientos y afianzar el rol del director independiente, al aumentar su conocimiento específico de la empresa y acceso a la información. Sin embargo, esta no es la tendencia mundial. Como se puede ver en el Gráfico 3, tanto en los bancos de Estados Unidos como de Europa se observa cada vez más una composición de los directorios dominada por directores independientes.<sup>25</sup> De hecho, el Gráfico 4 demuestra que, en la mayor parte de los casos, el gerente general (CEO) es el único miembro de la gerencia que forma parte del directorio.

Gráfico 3: Porcentaje de miembros independientes en el directorio de bancos europeos y norteamericanos

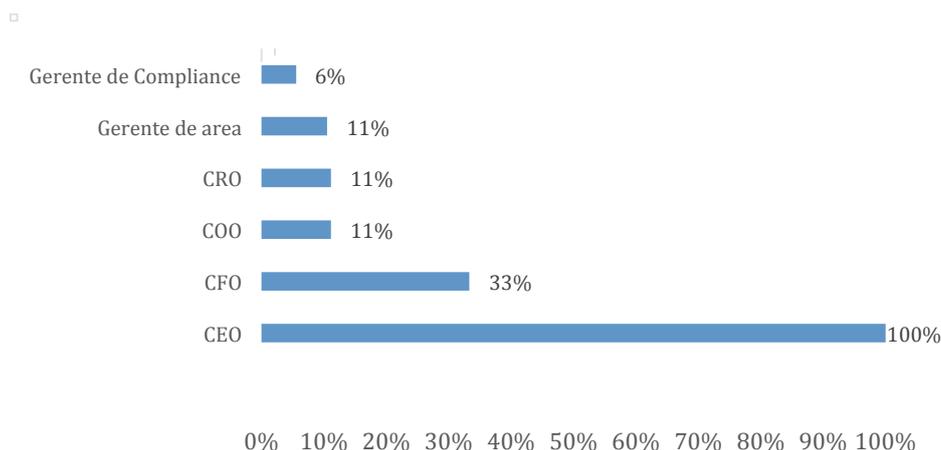
2017	2016	2015
70%	70%	66%

Información de acceso público, Aktis<sup>26</sup>

Gráfico 4: Porcentaje de miembros ejecutivos en el directorio de bancos europeos y norteamericanos

<sup>25</sup> Si bien los bancos tienen requisitos de gobierno corporativo más estrictos que otras industrias, la información es un reflejo de una tendencia general.

<sup>26</sup> Universo de bancos: Barclays PLC, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, BNP Paribas SA, Caixabank SA, Citigroup Inc, AIB Group PLC, Société Générale SA, HSBC Holdings PLC, JPMorgan Chase & Co, KBC Groep NV, Lloyds Banking Group PLC, Royal Bank of Scotland Group PLC, Banco Santander SA, Skandinaviska Enskilda Banken AB, Svenska Handelsbanken AB, Standard Chartered PLC, Bank of America Corporation.



*Información de acceso público, Aktis<sup>27</sup>*

En el caso de Estados Unidos, fiel a su desconfianza al ejercicio de derechos de control de los accionistas, las reglas del mercado de capitales requieren que los directorios de las compañías estén conformados por una la mayoría de directores independientes y que los principales comités –auditoría, remuneración y nominación- estén integrados por una mayoría o en su totalidad por directores independientes.<sup>28</sup> En Inglaterra, por su parte, su código de gobierno corporativo establece que por lo menos la mitad del directorio, excluyendo al presidente, debe estar compuesto por miembros independientes (UK Corporate Governance Code 2018, Provisión 11). En la práctica, esto significa que la mayoría del directorio debe ser independiente, ya que el mismo código exige que el presidente sea independiente al momento de su nombramiento. A su vez, establece que deberían comprender la totalidad de los miembros del Comité de Auditoría y el Comité de Remuneración; y la mayoría en el Comité de Nominación. Francia, Alemana e Italia siguen la misma dirección, aunque de manera menos entusiasta. En Francia, su Código de Gobierno Corporativo Afep Medef distingue entre las empresas con propiedad atomizada (recomendando la independencia de la mitad del directorio) y las empresas con un accionista controlante (recomendando la independencia de un tercio del

<sup>27</sup> Mismo universo de bancos.

<sup>28</sup> Reglas 303A.01 (Las compañías cotizantes deben contar con una mayoría de directores independientes) y 303A.04-05 (Los comités de nominación y remuneración deben estar compuestos en su totalidad por miembros independientes) del NYSE Listed Company Manual; Regla 4350(c)(1) Exigencia de mayoría de directores independientes) y Reglas 4350(c)(3)-(4) (Comités de remuneración y nominación compuestos exclusivamente por directores independientes; uno de los tres miembros puede no ser independiente en la medida en que no sea un ejecutivo de la empresa o familiar de un ejecutivo) NASDAQ Marketplace Rules

directorio),<sup>29</sup> mientras que en Alemania e Italia sus respectivos códigos simplemente recomiendan un “número adecuado” de directores independientes/miembros del consejo de vigilancia, dejándolo a la discreción de cada compañía.<sup>30</sup>

En el caso argentino, no se requiere una mayoría de directores independientes. Como ya se mencionó anteriormente, solo se requiere la presencia de mínimo dos de ellos en el Comité de Auditoría (requisito legal en el art.15 del Régimen de Transparencia en la Oferta Pública y recomendación en la composición del directorio en la Práctica 11 del CGS). Sin embargo, la conveniencia o no de una composición mixta del directorio es relevante, ya que como menciona Cristián Fox, la ley establece los parámetros mínimos, pero es el mercado es el que fija los estándares. Por lo tanto, las empresas pueden decidir ir más allá de los requisitos legales y prácticas recomendadas y seguir la tendencia mundial en la composición del directorio. Incluso en el caso de las empresas que no cotizan en la bolsa. El Reglamento del Panel de Gobierno Corporativo, por ejemplo, establece que tanto el Comité de Auditoría como el de Nominaciones y el de Remuneración, si se encuentra se parado, deben contar con un presidente independiente.<sup>31</sup>

Considero que es conveniente un balance entre miembros ejecutivos y no ejecutivos en la composición de un directorio por las siguientes razones: permite complementar los diferentes tipos de conocimientos de los distintos tipos de miembros; facilita una interacción fluida con los ejecutivos; y hace que los principales ejecutivos rindan cuentas al directorio, no solo el gerente general.

En primer lugar, en cuanto a los distintos tipos de conocimiento, tal como se mencionó anteriormente, los primeros cuentan con conocimiento del manejo

---

<sup>29</sup> Código de Gobierno Corporativo Afep Medef, Principio 9.2

<sup>30</sup> Recomendación 5.4.2 del Código de Gobierno Corporativo Alemán y Principio 9.P.1 del Código de Gobierno Corporativo Italiano.

<sup>31</sup> El CGS actualmente establece que, además de la mayoría de miembros independientes el Comité de Auditoría (incluyendo el presidente), el Comité de Nominaciones debe estar presidido por un director independiente, pero en el caso del Comité de Remuneración, establece que puede estar compuesto por una totalidad de directores independientes o no ejecutivos.

cotidiano de la sociedad, mientras que los segundos aportan su experiencia en otras empresas y ayudan a definir la estrategia desde una visión más abarcadora. Si bien la falta de conocimiento específico de los directores independientes se evidencia principalmente en los márgenes y puede ser mayormente superada mediante un programa de inducción completo, oportunidades de conocimiento continuo, la facultad de estos directores de solicitar información a los ejecutivos y existencia de reuniones entre independientes; nunca van a contar con el conocimiento detallado y cotidiano con que cuenta la gerencia. Es por ello que la presencia de ambos tipos de directores es necesaria y complementaria. En este sentido, las Profesoras Micheler y Moloney concuerdan que contar con un directorio conformado solo por miembros independientes solo tiene sentido si dichos directores cuentan con un gran conocimiento específico de la industria y la empresa en particular. Esto difícilmente ocurra en todos los casos en Argentina, ya que varios entrevistados mencionaron que el mercado de directores independientes en el país es reducido.

Por otra parte, la interacción frecuente y preestablecida en el directorio entre miembros ejecutivos y no ejecutivos asegura un nivel mínimo de comunicación entre ambos, que permite a los directores independientes solicitar información, hacer preguntas y plantear dudas. Finalmente, tal como argumenta Stilpon Nestor, el hecho de que no sea únicamente el gerente general el que forme parte del directorio hace que todos los gerentes de primera línea deban rendir cuentas al directorio, lo cual genera más *accountability*. Asimismo, la presencia de más miembros del ejecutivo hace que no se concentre todo el poder en el gerente general, sino que este sea repartido -en cierta medida- entre el resto de los ejecutivos.

A pesar de los mecanismos y recomendaciones mencionadas, se suele argumentar que los directores independientes tienen una capacidad limitada para superar su déficit de información debido a su falta de tiempo (Fairfax 2011). A continuación, se analizará esta cuestión y se brindarán algunas recomendaciones.

## Falta de tiempo

Por definición, la independencia de un director implica que tiene otros compromisos y, por lo tanto, no puede dedicar una cantidad excesiva de tiempo a sus deberes de directorio (Fairfax 2011).

Internacionalmente, muchos códigos de gobierno corporativo recomiendan que los directores independientes sirvan en un número limitado de directorios para asegurar que su rol no sea meramente ceremonial. En el caso de Inglaterra, el Principio H establece que los directores no ejecutivos deberían tener suficiente tiempo para cumplir con sus obligaciones en el directorio, mientras que en el punto 15 lo desarrolla en más en detalle. Allí establece que cuando el directorio realice nuevos nombramientos deberá tener en cuenta la disponibilidad de tiempo de los candidatos, y estos no deberán aceptar nuevos compromisos sin la previa aprobación del directorio. De aceptar el directorio la asunción de estos compromisos, se deberán explicitar las razones de ello en el reporte anual. Asimismo, recomienda que los directores ejecutivos no asuman más de un cargo como directores no ejecutivos en una empresa dentro de FTSE 100<sup>32</sup> u otro compromiso significativo. En los hechos, resulta en que las empresas divulguen el número de cargos como director de cada uno de los miembros en el reporte anual.

Por otra parte, en el caso de los bancos de gran envergadura, la regulación europea Capital Requirements Directive establece en el artículo 91.3 que los miembros del directorio no podrán tener más de un cargo como director ejecutivo y dos como no ejecutivos; o cuatro cargos como director no ejecutivo. Cabe tener en cuenta que los bancos requieren un compromiso de los directores considerablemente mayor que otras empresas.

---

<sup>32</sup> FTSE 100 es El FTSE 100 es el índice bursátil de referencia de la Bolsa de Valores de Londres. Está compuesto por las 100 compañías de mayor capitalización bursátil del Reino.

En el caso de Argentina, la Práctica 5 del CGS se expide en sentido similar al mencionado Principio H del Código inglés. Sin embargo, la orientación de la misma entra en mayor detalle, pero no prescribe un número determinado de cargos de director. Dicha Práctica establece que los miembros del directorio deberían tener suficiente tiempo para ejercer sus funciones de forma profesional y eficiente. De manera similar, la orientación establece que un director no ejecutivo “(...) *deberá mantener una asistencia casi perfecta en las reuniones del directorio y comités donde participe, prepararse rigurosamente antes de cada una de ellas y participar activamente.*” Luego sostiene que “*Más allá de las limitaciones de calendario que puedan existir cuando se tienen varios asientos en Directorios o puestos gerenciales, que limitan el tiempo de preparación, pensamiento y contribución, existen también limitaciones en la cantidad de conocimiento que el director puede retener. De tener varios asientos, es posible que estos correspondan a compañías que operan en diferentes negocios o jurisdicciones, o que pertenezcan a diferentes industrias, todas situaciones que generalmente exigen conocimientos disímiles. Por ello, el Directorio deberá tener una conversación sincera con los candidatos sobre el compromiso necesario para ejercer bien su función, transparentando al máximo posible las expectativas de ambos.*” (Codigo de Gobierno Societario 2018)

El análisis en las secciones anteriores podría llevar a la conclusión de que se debería limitar el número de cargos como director, al menos, de los miembros independientes. Tal como sostiene Stilpon Nestor, un director que sirve en quince directorios no podrá ejercer su rol de manera efectiva y el mercado no va a confiar en él. Sin embargo, fijar un límite puede ser contraproducente, ya que establecería un parámetro rígido que no se adapta a las distintas situaciones, reduciría la experiencia de los directores independientes, los volvería más dependientes de su cargo y reduciría el pool de directores.

En primer lugar, tal como menciona el Profesor Agranati, gran parte del valor de los directores independientes se encuentra en la experiencia que pueden aportar de sus cargos en otros directorios. Es decir, la transversalidad de directorios hace que los miembros independientes agreguen valor. En segundo lugar, servir

en más de un directorio aumenta su independencia, ya que les permite diversificar su retribución en varias empresas. En este sentido, el Profesor Agranati sostiene que, de lo contrario, los directores independientes se volverían menos proclives a cuestionar al accionista controlante, ya que su principal fuente de ingresos dependería de ello. De hecho, en países con mercados de capitales desarrollados, los directores independientes sirven en varios directorios ya que les aporta conocimiento y reputación. Finalmente, como se mencionó anteriormente, algunos entrevistados mencionaron que la cantidad de gente dispuesta y capacitada para servir como director independiente no abunda, por lo que establecer mayores requisitos en un mercado incipiente no parece razonable.

#### **Divulgación del número de cargos como director**

Si bien fijar un límite al número de cargos como director no parece conveniente, sí podría ser beneficioso recomendar que las sociedades que cotizan en bolsa divulguen esta información en su página web junto con la biografía de cada uno de los miembros del directorio y la incluyan en la información que se presenta a los accionistas. Tal como se mencionó anteriormente, la estrategia legal de requerir la divulgación de información en vez de establecer requisitos legales tiene grandes beneficios, y más aún en un comienzo. Divulgar la información respecto de los cargos de cada director, como ocurre internacionalmente, permite a los propios inversores valorar el prestigio, compromiso y confianza que le confiere cada director independiente (Martinez and Orton 2018).

#### **Conclusión Directores independientes: conocimiento vs. independencia?**

En conclusión, en este trabajo se considera que, si bien no hay dudas de que los directores independientes tienen un menor acceso a la información que los ejecutivos, en muchos casos no cuentan con conocimiento específico de la industria y/o el directorio en particular, y cuentan con tiempo limitado; estas limitantes se pueden superar mediante ciertos mecanismos y la implementación de ciertas prácticas, como por ejemplo los gatekeepers. En este sentido, los gatekeepers cumplen un rol importante en brindar información creíble al

mercado y a los directores no ejecutivos; la participación en comités aumenta los canales de información y la cantidad de la misma accesible a los directores independientes. La existencia de un programa de orientación completo, oportunidades de capacitación profesional sobre la industria y reuniones exclusivas entre miembros independientes, aumentan su conocimiento específico. Asimismo, los paquetes de información, la agenda y el calendario anual juegan un papel muy importante. Por otra parte, un balance en la composición del directorio permite complementar el conocimiento estratégico y experiencia de los directores independientes con el conocimiento de la empresa en particular y sus actividades cotidianas con el de los ejecutivos. Finalmente, la divulgación del número de cargos como director de cada uno de los miembros permitiría que los directores independientes no tengan un rol meramente ceremonial, ya que los inversores podrían cuestionar o valorar negativamente las empresas en que sus directores tengan un número excesivo de posiciones fuera de la misma.

### **Capítulo III- Conflictos de interés y el rol de los directores independientes**

Una técnica frecuente para la desviación de valor son las transacciones entre partes relacionadas. Por definición, toda transacción entre partes relacionadas implica un conflicto de interés (CGS, Orientación Práctica 24). Esta es la principal manera a través de la cual, en contexto de propiedad concentrada, el accionista controlante puede abusar de su poder y obtener beneficios privados de control a expensas del minoritario. En este aspecto el director independiente juega un rol fundamental.

La desviación de valor a través de transacciones entre partes relacionadas incluye tanto los casos de contratación con la sociedad –*self-dealing* y remuneración ejecutiva–, como el aprovechamiento de oportunidades de la sociedad y transacciones con las acciones de la misma (Reiner Kraakman 2017).

En el caso de self-dealings, la preocupación de la ley es que un gerente influyente, un director o un accionista controlante realice transacciones con la compañía en términos menos favorables para la compañía que los de mercado. Self-dealing generalmente se refiere a las compras o ventas de activos, bienes o servicios por parte de partes relacionadas, como cuando un accionista controlante suministra insumos a la compañía controlada. También incluye otras transacciones, como las garantías de la compañía a favor de su matriz y las transacciones con parientes cercanos de gerentes o con compañías de propiedad de sus familias.

Los acuerdos respecto de la remuneración, aunque técnicamente son una forma de autocontratación, son inevitables para las empresas y, por lo tanto, menos sospechosos. Sin embargo, existe un riesgo cierto de colusión entre los gerentes y el directorio al establecer los niveles de compensación. Por ejemplo, los directores pueden aprobar una compensación excesiva porque ellos mismos se compensan abundantemente, o porque temen perder sus posiciones en el directorio si se niegan. Los accionistas controlantes, a su vez, podrían favorecer paquetes de remuneración excesivamente generosos para sí mismos (si ocupan cargos gerenciales) o para gerentes profesionales que hagan la vista gorda a la expropiación de valor a los accionistas minoritarios (Reiner Kraakman 2017).

En el caso del aprovechamiento de oportunidades de la sociedad, las partes relacionadas toman oportunidades de negocios que, en su lugar, deberían haber sido ofrecidas a la empresa. En la misma línea, cuando se realizan transacciones con acciones de la sociedad en base a información privilegiada, los gerentes, directores y accionistas controlantes, se aprovechan de dicha información mediante la compra o venta de acciones antes de que esta información se traduzca en el precio.

Las transacciones entre partes relacionadas entran en una categoría más abarcativa llamada *tunneling*, que cubre todo tipo de apropiación de valor indebida (activos, flujos de efectivo o capital propio de la compañía) por parte de los ejecutivos, directores, accionistas controlantes u otros (Reiner Kraakman 2017).

A continuación, se realizará un breve resumen sobre el tratamiento de estas transacciones en Argentina. Luego, se establecerán las razones por las cuales estas operaciones son permitidas y se analizarán las estrategias legales para regularlas, desarrollando en más detalle la situación Argentina y el rol de los directores independientes.

### Transacciones entre partes relacionadas en Argentina

La LGS define interés contrario o conflicto de interés como la existencia de un interés distinto al de la sociedad.<sup>33</sup> Sin embargo, el Régimen de Transparencia en la Oferta Pública de acciones realiza una descripción más específica, estableciendo como situaciones de conflicto de interés, de forma enunciativa, la actuación en competencia con la emisora, la utilización o afectación de activos sociales; la determinación de remuneración o propuestas de las mismas; la utilización de información no pública; y el aprovechamiento de oportunidades de negocios en beneficio propio o de terceros (LMC, art.8). Por otra parte, el CGS define a una transacción entre partes relacionadas como todo negocio o arreglo entre dos partes vinculadas a través de propiedad compartida, membresías en directorios comunes, o lazos personales o comerciales de importancia. Por su parte, los arts. 72 y 73 del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública, realizan una definición y tratamiento más detallado.

El art. 72 de la LMC considera que existe una transacción entre partes relacionadas cuando una sociedad abierta realiza un acto o contrato con (i) un accionista con una participación significativa en la sociedad;<sup>34</sup> (ii) un miembro del directorio, órgano de fiscalización, consejo de vigilancia o la gerencia; (iii) una sociedad con controlante en común; (iv) un familiar cercano de alguno de los

---

<sup>33</sup> Art 248: "El accionista o su representante que en una operación determinada tenga por cuenta propia o ajena un interés contrario al de la sociedad, tiene obligación de abstenerse de votar los acuerdos relativos a aquélla. Si contraviniese esta disposición será responsable de los daños y perjuicios, cuando sin su voto no se hubiera logrado la mayoría necesaria para una decisión válida."

Art 272: "Cuando el director tuviere un interés contrario al de la sociedad, deberá hacerlo saber al directorio y a los síndicos y abstenerse de intervenir en la deliberación, so pena de incurrir en la responsabilidad del art. 59."

<sup>34</sup> Igual o superior a 35%.

anteriores; (v) o sociedades en que cualquiera de las personas referidas anteriormente posean directa o indirectamente participaciones significativas.

En cuanto al procedimiento para lidiar con ellas, el art. 73 establece que cuando su monto supere el 1% del patrimonio social del último balance aprobado, el directorio o cualquiera de sus miembros deberá requerir la opinión del Comité de Auditoría o consultar a dos firmas evaluadoras independientes acerca de si las condiciones de la operación pueden considerarse de mercado. Luego, la transacción deberá ser aprobada por el directorio. En caso de que el Comité de Auditoría o las firmas evaluadoras se expidan negativamente respecto de la operación, la misma será aprobada por asamblea.

### **Razones por las cuales se permiten las transacciones entre partes relacionadas**

Si bien toda transacción entre partes relacionadas implica un conflicto de interés, estas no siempre generan un perjuicio para la compañía o los inversores (CGS, orientación Práctica 24). En efecto, la regulación de transacciones entre partes relacionadas requiere un trade off entre los beneficios económicos de tales transacciones, y el riesgo de que sean utilizadas por ejecutivos y accionistas controlantes para extraer valor de la empresa (OCDE 2012).

Los beneficios económicos de las transacciones entre partes relacionadas son especialmente frecuentes en países en desarrollo, ya que dichas transacciones sustituyen mercados e instituciones poco desarrolladas (OCDE 2012). En el caso de self-dealing y de aprovechamiento de oportunidades de negocio, por ejemplo, los directores, ejecutivos y accionistas controlantes, suelen ser las únicas partes con las que las empresas más pequeñas pueden realizar transacciones. Las terceras partes muchas veces son incapaces de evaluar sus perspectivas sin enfrentar costos de transacción desproporcionados o beneficiarse de la revelación de secretos comerciales o planes confidenciales de la empresa. De manera similar, se pueden realizar self-dealings y transferir oportunidades corporativas a alguien dentro de la empresa en términos más favorables, ya que

dicha persona probablemente ya conozca la empresa –o la rentabilidad de la oportunidad de negocios– mejor que alguien no relacionado y genere más confianza (Reiner Kraakman 2017).

Incluso de manera más intuitiva, prohibir la compensación ejecutiva y las transacciones con acciones de la compañía no tendría sentido. Los miembros de la gerencia no trabajarían gratis y la expropiación de activos ya es generalmente ilegal en la legislación civil o penal (Reiner Kraakman 2017).

Esto explica por qué las transacciones entre partes relacionadas son permitidas en países como Argentina, donde los conflictos de interés son especialmente agudos debido a la concentración de la propiedad, el uso de estructuras piramidales y la existencia de acciones de clase (Reiner Kraakman 2017). Incluso internacionalmente, estas transacciones generalmente se encuentran permitidas, con algunas excepciones respecto al otorgamiento de préstamos a los directores (OCDE 2012).

### **Estrategias legales para la regulación de transacciones entre partes relacionadas**

A pesar de que no se suelen prohibir las transacciones entre partes relacionadas, la mayor parte de jurisdicciones establece restricciones legales a las mismas. El derecho corporativo recurre principalmente a cuatro estrategias para lidiar con ellas: términos de afiliación (divulgación obligatoria), incentivos (rol de los directores independientes), aprobación por asamblea; y la aplicación de reglas y estándares (Reiner Kraakman 2017). A continuación, se analizarán cada una de las estrategias y su aplicación en Argentina, con un foco en los términos de afiliación y el uso de incentivos.

#### ***Términos de afiliación: divulgación obligatoria de información***

La divulgación de transacciones entre partes relacionadas utiliza a los mercados de capitales, así como a los analistas financieros y los medios de comunicación, para disuadir transacciones sospechosas bajo la amenaza de una caída en el

precio de las acciones, despidos y daños reputacionales. También genera incentivos personales para evitarlas, ya que los responsables de la toma de decisiones actuarán de manera más asertiva al saben que la transacción estará sujeta al escrutinio público. Además, facilita el enforcement tanto privado como público en contra de la extracción de beneficios privados. La falta de divulgación es más fácil de castigar que el abuso real, dado que no se requiere demostrar el daño. Finalmente, la divulgación obligatoria no impone restricciones sustantivas o procesales a los negocios legítimos, acuerdos de remuneración o al intercambio de acciones (Reiner Kraakman 2017).

Si bien la mayor parte de las jurisdicciones requiere la divulgación de self-dealings, compensación ejecutiva y transacciones con acciones de la compañía, la intensidad regulatoria varía. En el caso de Estados Unidos, la SEC requiere la divulgación de self-dealings a todas las empresas americanas y –hasta cierto punto– extranjeras que cotizan en la bolsa. Estas empresas deben divulgar anualmente todas las transacciones en las que (i) directores, ejecutivos o accionistas mayoritarios tengan un “interés material” y (ii) excedan el monto de US \$120.000. Los principios contables GAAP complementan este requisito imponiendo la divulgación anual de toda transacción “material” entre la empresa y sus directores, ejecutivos o accionistas controlantes (Reiner Kraakman 2017).

En el caso de la Unión Europea, los requisitos son menos exigentes. Sin embargo, bajo los principios contables NIIF (IFRS), las empresas cotizantes europeas también deben divulgar anualmente cualquier transacción con directores, ejecutivos o el accionista controlante. Al igual que en Estados Unidos, la divulgación de transacciones no sustanciales puede ser omitida (Reiner Kraakman 2017).

Por su parte, en Inglaterra, las empresas deben circular un formulario antes de entrar en una transacción entre partes relacionadas material. Italia y Brasil, por su parte, requieren que las empresas cotizantes revelen grandes transacciones entre partes relacionadas dentro de los siete días.

En el caso de Argentina, desde principios de 2018, se requiere la utilización de las reglas NIIF en las empresas tanto locales como extranjeras que cotizan en la bolsa. Por lo tanto, de acuerdo a la Norma Internacional de Contabilidad 24, deben divulgar anualmente cualquier transacción con directores, ejecutivos o el accionista controlante, al igual que en Europa. Asimismo, dicha norma establece que se deberán revelar las relaciones entre una controlante y sus subsidiarias independientemente de si ha habido transacciones entre ellas. A su vez, si una entidad ha tenido transacciones con partes relacionadas deberá revelar la naturaleza de la relación con la parte relacionada, así como la información que sea necesaria para que los usuarios comprendan el efecto potencial de la misma sobre los estados financieros. El alcance de la definición de estas transacciones es más amplio que el establecido por la LMC mencionado precedentemente, ya que esta última regula el tratamiento exclusivamente de las operaciones que superen el 1% del patrimonio social. Por lo tanto, algunas transacciones que deben ser detalladas en las notas a los estados financieros, no se encuentran dentro de la definición de la LMC (OCDE 2012).

Respecto a la remuneración de gerentes y directores, requiere la divulgación anual de la información agregada, mientras que en jurisdicciones como Estados Unidos se requiere la divulgación individualizada de los principales gerentes.

Por otra parte, la LMC requiere que los contratos entre partes relacionadas, inmediatamente después de haber sido aprobados por el directorio, sean publicados en la Autopista de Información Financiera (AIF), con la indicación de la existencia de los pronunciamientos del Comité de Auditoría o, en su caso, de las firmas evaluadoras independientes. Dicho informe o pronunciamiento no es divulgado públicamente, sino que debe ser puesto a disposición de los accionistas en la sede social de la sociedad al día siguiente hábil de haberse adoptado la resolución del directorio, debiendo notificar a los accionistas de tal hecho en el boletín del mercado (art. 73 LMC).

Respecto a la divulgación de información a los accionistas, sería útil que cualquier relación entre los directores, compañías, proveedores, clientes,

relaciones de amistad cercana o cualquier otro grupo de interés sea presentado a la asamblea antes de la asamblea general junto con la bibliografía de los directores, y el número de posiciones como director en otras empresas (de acuerdo a las recomendaciones anteriores del presente trabajo). Esto sería de gran relevancia ya que actuaría de manera preventiva.

### **Incentivos: el rol de los directores independientes**

La mayoría de las jurisdicciones requiere la revisión del directorio de al menos ciertas transacciones entre partes relacionadas. Dicha revisión se vale de los incentivos de los agentes, siempre que la parte interesada se abstenga de votar o el asunto sea reservado a los directores independientes (Reiner Kraakman 2017).

Requerir o incentivar la aprobación por parte de directores independientes o desinteresados presenta varias ventajas: es relativamente fácil de implementar, implica que las transacciones en condiciones de mercado probablemente serán aprobadas; y permite a los directores independientes y los que no tienen un interés en la transacción puedan hacer preguntas cuando la operación resulta sospechosa (Reiner Kraakman 2017).

Dentro de esta estrategia, la legislación puede optar por cuatro opciones distintas, en orden creciente de protección ex ante a los accionistas. En primer lugar, puede requerir que el directorio sea informado sobre transacciones entre partes relacionadas, lo cual equivale a una forma de autorización o ratificación indirecta (Shaw and Nissen 1979). Este es el caso de Alemania, Italia e Inglaterra. En segundo lugar, puede requerir o incentivar la aprobación explícita del directorio de al menos algunas transacciones entre partes relacionadas. En tercer lugar, puede requerir la aprobación del directorio, y que la parte interesada se abstenga de votar. Por último, y asegurando una mayor protección a los accionistas minoritarios, puede otorgar poder de veto o poder exclusivo en la toma de estas decisiones a los directores independientes o a un comité

compuesto exclusivamente por ellos (Reiner Kraakman 2017). Estas distintas variantes serán analizadas posteriormente a la luz del tratamiento argentino.

Argentina utiliza tanto la aprobación del directorio, sin el voto de la parte interesada, como la revisión de los directores independientes mediante el Comité de Auditoría (y/o consultores independientes). Si bien la aprobación por asamblea no es obligatoria, la ley establece fuertes incentivos para que esto suceda. En el mismo sentido que la ley de Delaware, el art 74 de la LMC, invierte la carga de la prueba en litigios de accionistas si no se obtuvo la aprobación de la asamblea en casos de transacciones fuera de condiciones de mercado. La parte demandada deberá demostrar que la transacción fue realizada en condiciones de mercado o que las condiciones de la operación no afectaron a la sociedad.

Respecto al voto del directorio, el art. 271 de la LGS establece que el director con interés en la transacción deberá abstenerse de votar, y el art 73 de la LMC agrega que el acta que apruebe la transacción deberá hacer constar el sentido del voto de cada director. En este sentido, la ley argentina toma las precauciones adecuadas, evitando la interferencia de conflictos de interés en el voto y haciendo que cada director sea responsable de su opinión.

En cuanto a la revisión de los directores independientes, esta cumple un rol muy importante en Argentina. Esto se debe a que el Comité de Auditoría debe contar con mayoría de directores independientes y debe expedirse acerca de la razonabilidad de las condiciones de la transacción.

Más allá del requisito legal de contar con una mayoría de directores independientes, la Práctica 20 del CGS recomienda que el presidente del Comité sea independiente y que dentro de sus miembros no haya ningún director ejecutivo, incluido el gerente general. En el Comité de Auditoría, a diferencia de los que ocurre generalmente en el directorio, los directores independientes tienen una influencia determinante, al poder imponer su voluntad como mayoría. Esto es de gran relevancia, ya que, en contextos de propiedad concentrada, las

transacciones entre partes relacionadas son la principal vía de abuso de los accionistas controlantes.

Contar con la opinión de directores que no tienen ningún interés en la transacción, tienen en miras los intereses de la empresa en su totalidad y ponen en juego su reputación, brinda un velo de objetividad que asegura un grado significativo de protección a los accionistas minoritarios. Asimismo, las principales limitaciones que se suelen argumentar al rol de los directores independientes no se encuentran presentes aquí. Estos cuentan con conocimiento específico del área y fuentes independientes de información.

En cuanto al conocimiento específico del área, la Resolución General 622/2013 (Normas N.T. 2013) art 15 establece que, salvo disposición en contrario del estatuto, los miembros del Comité de Auditoría deberán contar con versación en temas empresarios, financieros o contables. En la misma línea se expide la Práctica 20 del CGS. Por otra parte, tal como comenta Gastón Pinnel, los parámetros de evaluación de las cuestiones sujetas a la revisión del Comité de Auditoría suelen ser los mismos a través de las distintas industrias. De todas maneras, en caso de existir asuntos que escapen el conocimiento específico de los directores independientes o querer complementar su conocimiento, el art. 15 del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública –al igual que los arts. 109 y 110 de la LMC- establece que pueden requerir el asesoramiento de letrados y otros profesionales independientes a cargo de la sociedad. Estos hechos hacen que los directores independientes puedan ejercer una supervisión adecuada de los asuntos de su competencia.

En cuanto a la disponibilidad de fuentes independientes de información, además de los informes de la auditoría interna, el Comité de Auditoría puede requerir que los directores, miembros del órgano de fiscalización, gerentes y auditores externos asistan a sus sesiones y que presten su colaboración y acceso a la información de que dispongan. (art. 15, Régimen de Transparencia de la Oferta Pública). Por lo tanto, tienen la facultad legal de requerir información a otros órganos y cuentan con flujos de información independientes y periódicos.

Por otra parte, vía el Comité de Auditoría, los directores independientes cuentan con amplias facultades que ayudan a disminuir los conflictos de interés y la desviación de valor a los accionistas controlantes en general. Entre sus funciones primordiales para esta finalidad se encuentran: la mencionada opinión respecto de operaciones con partes relacionadas y su comunicación a los mercados; opinar respecto de la propuesta del directorio para la designación de los auditores externos y velar por su independencia; supervisar el funcionamiento de los sistemas de control interno y del sistema administrativo-contable; supervisar la aplicación de las políticas sobre la gestión de riesgos; divulgar información completa sobre operaciones donde existan conflictos de interés; opinar sobre la razonabilidad de las propuestas de remuneración que formule el directorio; revisar los planes de los auditores externos e internos y evaluar su desempeño y emitir una opinión al respecto en ocasión de la presentación y publicación de los estados financieros anuales.

Sin embargo, como se puede ver, en los casos de transacciones entre partes relacionadas y la elección de auditores externos, el Comité simplemente da su opinión. Respecto del primer caso, Argentina no sigue la opción más protectoria de los derechos de los accionistas minoritarios, ya que el Comité no cuenta con poder de veto o decisión exclusiva sobre estas transacciones. Esto limita en cierta medida su función, ya que por más que el mismo considere que una transacción no cumple los requisitos para considerarse en condiciones de mercado, esta podrá ser llevada a cabo con el voto del directorio. Si bien es cierto que tanto en el directorio como en la asamblea las partes interesadas se deben abstener de votar, allí el rol del director independiente se encuentra diluido en el primer caso y nulo en el segundo.

Respecto a la elección de auditores externos, en Argentina es el directorio quien propone los mismos para ser aprobados por asamblea, y los miembros del Comité de Auditoría dan su opinión. De manera contraria, internacionalmente suele ser el Comité el que propone los auditores externos y el directorio el que da su opinión. Tal decisión es trascendental para asegurar que no haya una

desviación de valor hacia el accionista controlante, por lo que su tratamiento por una mayoría de directores independientes significa un reaseguro para los minoritarios y empodera la función de estos directores.

En este respecto, la Práctica 20 del CGS recomienda que el Comité de Auditoría actúe en base a un reglamento que detalle sus finalidades y funciones. Es por ello que, sin alterar las atribuciones del Comité establecidas por ley, las sociedades interesadas en otorgar mayores garantías a los accionistas minoritarios y afianzar el rol de los directores independientes, podrían establecer en dicho reglamento el poder de veto o decisión exclusiva del Comité de Auditoría en caso de transacciones entre partes relacionadas; y que sea dicho Comité quien recomiende al directorio los auditores externos.

#### Aprobación por asamblea

Como alternativa o complemento a la aprobación del directorio de transacciones entre partes relacionadas, las jurisdicciones pueden requerir o incentivar la aprobación por asamblea. Si bien los accionistas son las partes que efectivamente se ven perjudicadas con el oportunismo de la gerencia o el accionista controlante, esta estrategia va en contra de la delegación de la dirección de la empresa, que caracteriza el funcionamiento de las sociedades (Reiner Kraakman 2017).

Ninguna jurisdicción requiere la aprobación de la asamblea de todas las transacciones entre partes relacionadas, ni siquiera ante la existencia de accionistas controlantes. Tal exigencia perjudicaría la eficiencia en el manejo de la empresa, especialmente en el caso de grupos empresariales, donde dichas transacciones son frecuentes. A su vez, tampoco sería eficaz, ya que tanto la votación por todos los miembros como la votación de una mayoría de la minoría presentan problemas. En el primer caso, el requisito solo cumple una función informativa, mientras que, en el segundo, puede que la minoría carezca de información para tomar una decisión o que abuse de tal poder (Reiner Kraakman 2017). Aún más, la aprobación por asamblea puede ser contraproducente, ya que

se obvia a la junta directiva, y toda la independencia que pueda tener esta última se vuelve irrelevante.

En el caso de Argentina, como se mencionó anteriormente, se requiere el voto en asamblea de la mayoría de la minoría para evitar la inversión de la carga de la prueba en caso de litigio. Lo mismo ocurre en Estados Unidos, Inglaterra y Europa en general (Reiner Kraakman 2017). Un problema adicional que presenta la legislación argentina es que solo deberán cumplir el proceso descrito anteriormente las transacciones que superen el 1% del capital social. Por un lado, este monto es considerablemente alto, lo que hace que muchas transacciones que pueden afectar los derechos de ciertos accionistas no tengan un grado de escrutinio acorde. Por otro lado, se permite la realización de múltiples transacciones de montos inferiores, pero que acumulativamente superen el 1% del capital social.

#### Aplicación de estándares de conducta

Si bien hoy en día la prohibición de transacciones entre partes relacionadas es poco frecuente, el uso de estándares como el deber de lealtad se encuentra muy extendido. El deber de lealtad requiere que los jueces determinen ex post si los accionistas, ya sea como clase o individualmente, se encuentran en una situación peor como consecuencia del acto o contrato entre partes relacionadas.

Algunas jurisdicciones, como Inglaterra, toman una visión formalista. Es decir, evalúan la existencia de un conflicto de interés de acuerdo a la definición de la ley, la observancia del proceso para lidiar con él y el perjuicio ocasionado.

En el derecho argentino, todo director debe cumplir con dos clases de deberes generales de actuar basados en los arts. 59 y 274 de la LGS. En primer lugar, debe cumplir con el deber de lealtad, y el deber de actuar con la diligencia de un buen hombre de negocios. En segundo lugar, debe cumplir con determinadas obligaciones inherentes al cargo que desempeñan como directores de una sociedad (Allende 2010). En este sentido, la jurisprudencia ha dicho que para

responsabilizar a un administrador no alcanza con constatar un obrar anti normativo, sino que es necesaria la prueba del perjuicio concreto (Pérez Héctor Pedro y Otro c/Schaerer S.A.I.C. y Otros s/Ordinario 2010).

Si bien como regla general las sociedades cerradas y las abiertas se rigen por los mismos estándares de conducta, la aplicación de “buenas prácticas de gobierno corporativo” en el Régimen de Transparencia en la Oferta Pública, también contempla otros valores propios de los mercados de capitales (art. 77). Dentro del deber de lealtad se encuentran las obligaciones de manejar la información a la que se accede por la gestión administrativa en forma confidencial; la prohibición de hacer uso de los activos sociales con fines privados; priorizar las oportunidades de negocios de la sociedad frente al interés personal; evitar escrupulosamente conflictos de intereses, directa o indirectamente, con la sociedad (Rovira 2005).

Por otra parte, además de los estándares establecidos por ley, las empresas podrían tener una política de transacciones entre partes relacionadas tal como recomienda la Práctica 24 del CGS. Dicha práctica aprobada por el directorio establece el rol de cada órgano societario y define cómo se identifican, administran y divulgan aquellas transacciones perjudiciales a la compañía o a ciertos inversores.

### **Conclusión rol de los directores independientes en transacciones entre partes relacionadas**

El tratamiento legislativo de las transacciones entre partes relacionadas en Argentina es exhaustivo y los directores independientes juegan un rol clave en este aspecto. Sin embargo, el umbral de revisión del 1% del capital social es relativamente alto, y puede ser obviado mediante transacciones sucesivas de un monto menor. Es por ello que las empresas cotizantes podrían tomar ciertas medidas para incrementar la protección de los accionistas minoritarios por parte de los directores independientes.

En primer lugar, podrían divulgar a los accionistas -antes de la asamblea general- la existencia de potenciales conflictos de interés, como relaciones de amistad, familiares u empresariales entre los miembros del directorio, junto con la biografía de cada uno de ellos. De acuerdo a la recomendación realizada anteriormente, dicha información también debería incluir el número de posiciones como director de cada uno. Esto permitiría prevenir conflictos de interés ex ante y en el caso particular de los directores independientes, resaltar situaciones que en los hechos podrían limitar su carácter de independiente sin afectar su condición de acuerdo a la ley.

En segundo lugar, las sociedades interesadas en mandar una señal fuerte de protección a los accionistas minoritarios podrían adoptar un reglamento interno del Comité de Auditoría que otorgue a los directores independientes poder de veto o el poder exclusivo de aprobar o rechazar transacciones entre partes relacionadas. Asimismo, dicho reglamento podría establecer que sea el Comité de Auditoría aquel que recomiende los auditores externos al directorio -y no a la inversa- para la aprobación de la asamblea. Estas medidas realmente afianzarían el rol de los directores independientes y les permitirían realizar una protección más acabada de los accionistas minoritarios.

## **Observaciones finales**

Los directores independientes tienen las mismas obligaciones que cualquier director, pero presentan ciertas características particulares. Si bien estos deben representar a todos los accionistas, cumplen un rol crucial de protección de los intereses de los accionistas minoritarios en contextos de propiedad concentrada. Tal como se ha desarrollado en este trabajo, su función encuentra ciertas limitaciones en la práctica, pero estas no socavan el fundamento de su función. Por el contrario, su rol puede ser afianzado implementando ciertas prácticas.

En primer lugar, debido al gran poder que tienen los accionistas controlantes en Argentina, las empresas que busquen afianzar el rol de los directores independientes deberían tener un Comité de Nominación conformado por una

mayoría de directores independientes. A su vez, el directorio debería contar con mínimamente cinco miembros para facilitar el uso del voto acumulativo y evitar que una sola persona pueda ejercer el control.

Por otra parte, para mejorar el acceso a la información de los directores independientes, las empresas deberían incrementar la presencia del director independiente en comités más allá del Comité de Auditoría, ya que así obtendrían información de distintas fuentes. Esto se encuentra en línea con la recomendación de la composición del directorio.

En segundo lugar, para aumentar el conocimiento específico de los directores, deberían contar con un programa de orientación completo, oportunidades de capacitación profesional continua; reuniones exclusivas de miembros independientes; y paquetes de información, agendas y calendario anual. Asimismo, deberían optar por un balance de miembros ejecutivos y no ejecutivos en la composición del directorio. Esto les permitirá complementar el conocimiento estratégico y experiencia de los directores independientes con el conocimiento específico de la empresa de los ejecutivos. A su vez, las empresas deberían divulgar, mínimamente a los accionistas, el número de cargos como director de cada uno de los miembros, ya que esto les daría información a los inversores para apreciar la seriedad con que la empresa toma el rol de los directores independientes.

Finalmente, dentro de las funciones que realizan, los directores independientes cumplen un rol clave en el escrutinio de transacciones entre partes relacionadas. Para afianzar aún más su papel, las empresas podrían divulgar a los accionistas - antes de la asamblea general- la existencia de potenciales conflictos de interés junto con la biografía de cada uno de los miembros. De acuerdo a la recomendación realizada anteriormente, dicha información también debería incluir el número de posiciones como director de cada uno. Esto permitiría prevenir conflictos de interés ex ante, permitiendo tanto a los inversores individuales como a los directores independientes estar alertas de ciertas transacciones. Por otro lado, las empresas podrían incorporar un reglamento

interno del Comité de Auditoría que refuerce aún más el rol de estos directores. En concreto, podrían otorgar a los directores independientes poder de veto o el poder exclusivo de aprobar o rechazar transacciones entre partes relacionadas. Asimismo, podrían establecer que sea el Comité de Auditoría aquel que recomiende los auditores externos al directorio –y no a la inversa- para la aprobación de la asamblea.

La figura del director independiente se encuentra en transición en el país, pero su paso de un rol meramente ceremonial a ser un miembro clave del directorio generará valor tanto para la empresa como los accionistas minoritarios, el mercado de capitales y la sociedad. La empresa se beneficiará de un mayor acceso al capital a un menor costo. Los accionistas minoritarios, por su parte, tendrán mayores garantías de que el accionista controlante no obtendrá beneficios privados de control a sus expensas. Esto hará que aumente la confianza en el mercado de capitales local, y que más inversores estén dispuestos a invertir. Finalmente, un mercado de capitales robusto ayuda a la protección y multiplicación de los ahorros, financiando a su vez, proyectos que generan valor a la sociedad. Como consecuencia, se potencia el desarrollo. La implementación de las prácticas recomendadas es un paso en esta dirección.

Universidad de  
San Andrés

## Bibliografía

- OECD. *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*. OECD, 2004.
- Baum, Harald. «The Rise of the Independent Director: A Historical and Comparative Perspective.» *Max Planck Private Law Research Series Paper No. 16/20*, 2016: 1-34.
- Instituto Argentino de Mercado de Capitales. *Instituto Argentino de Mercado de Capitales*. 2019.  
[https://iamcmmediamanager.prod.ingecloud.com/mediafiles/iamc/2019/1\\_16/0/11/44/732405.pdf](https://iamcmmediamanager.prod.ingecloud.com/mediafiles/iamc/2019/1_16/0/11/44/732405.pdf).
- «Codigo de Gobierno Societario.» 2018.
- CFA. *Independent Non-Executive Directors: A Search for True Independence in Asia*. CFA Institute Center for Financial Market Intergrity, 2008.
- Anahi Briozzo, Diana Albanese, Agustin Argañaraz, Diego Santoliquido, Eliana Barco. «Relevancia del gobierno corporativo para las finanzas. Analisis de la normativa vigente.» *XXXV Jornadas Nacionales de Administracion Financiera*. Universidad Nacional del Sur, 2015. 43.
- Bebchuk, Lucian A., and Assaf Hamdani. «Independent directors and controlling shareholders.» *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 165, Iss.6, 2017: 1-49.
- Ehrhardt, Olaf, and Eric Nowak. «Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation - Empirical Evidence from IPOs of German Family-Owned Firms.» *Center for Financial Studies*, No.10, 2001: 1-47.
- Fama, Eugene F., and Michael C. Jensen. «Separation of Ownership and Control.» *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No.2, 1983: 301-325.
- Martinez, Aurelio Gurrea, and Oliver Orton. «Hacia un sistema creible de directores independientes en las sociedades cotizadas latinoamericanas.» *Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas*, 2018: 1-30.
- Novelli, Marcelo Emmanuel. «Tesis Estudio comparativo de prácticas de gobierno corporativo en empresas del índice Merval25.» Tesis Maestria, 2016, 1-102.
- R. La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Vishny. «Investor Protection and Corporate Governance.» *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 2000: 1-39.
- Reiner Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Herting Klaus Hopt, Hideki Kanda, Mariana Pragendler, Wolf-Georg Ringe, Edward Rock. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Perspective*. New York: Oxford University Press, 2017.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. «Management entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments.» *Journal of Financial Economics Vol 25*, 1989: 123-139.
- Tricot, Danny, and Claire V.Cahoon. *New Listing Rules for Premium-Listed UK Companies: The Fine Line Between Upholding Majority Rule and Protecting Minority Rights*. Skadden, 2015.
- Gomez, Adrian Aguilar. *El voto acumulativo como mecanismo de proteccion al accionista minoritario: Analisis a la luz de la doctrina de las Buenas Practicas de Gobierno Corporativo*. Tesis Facultad de Derecho, Universidad de Costa Rica, 2013.
- CFA. «Dual-Class Shares: The Good, the Bad, and the Ugly.» 2018.

- Rouges, Julio. *Societario y Cambio*. 2018.  
<https://societarioycambiaro.blogspot.com/2018/06/consejo-de-vigilancia.html>  
(accessed 18 de Abril de 2019).
- Fairfax, Lisa M. «The Uneasy Case for the Inside Director.» *GW Law Faculty Publications*, 2011.
- Grispo, Jorge Daniel, and Mariano Jose Navarro Lynch. «Es posible el ejercicio del derecho de voto acumulativo en aquellas sociedades con directorio unipersonal?» *El Derecho*, 2017.
- Fare, Alejandro Marchionna. 27 de Agosto de 2013. (accessed 18 de April de 2019).
- Brennan, Niamh M., Collette E. Kirwan, and John Redmond. «Accountability Processes in Boardrooms: A Conceptual Model of Manager-Non-Executive Director Information Assymetry.» *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2016.
- Nili, Yaron, and Kobi Kastiel. «"Captured Boards": The Rise of "Super Directors" and the Case for a Board Suite.» *Wisconsin Law Review*, 2017.
- OCDE. *Latin American Corporate Governance Rountable Task Force Report on Related Party Transactions*. OCDE, 2012.
- OCDE. «Achieving Effective Boards: A comparative study of corporate frameworks and board practices in Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Panama and Peru.» 2011.
- OCDE. *Board Processes in Latin America – Board Nomination / Selection and Handling of Conflicts of Interest*. OECD, 2011.
- «Codigo de Gobierno Societario.» 2018.
- Shaw, Carlos Bollini, and Ricardo Nissen. «Derechos de las minorias en las sociedades anonimas - Problemas que se suscitan.» *II Congreso Argentino de Derecho Societario*. Mar del Plata, 1979.
- Pérez Héctor Pedro y Otro c/Schaerer S.A.I.C. y Otros s/Ordinario. (CNCom, Sala D, 22 de Septiembre de 2010).
- Nenova, Tatiana. «The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis.» *Journal of Financial Economics*, 2003.
- Dyck, Alexander, and Luigi Zingale. «Private benefits of Control: An International Comparison.» *Journal of Finance*, 2004.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling. «Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure.» *Journal of Financial Economics*, 1976.
- Porta, Rafael La, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Shleifer. «Corporate Ownership Around the World.» *The Journal of Finance*, 1999.
- «Companies Law 5759-1999, § 239 y 239(b).»
- Trevisan & Associati. «Proxy Access System in Italy "Voto di Lista" & Less represented gender in the Italian Boards of Directors and Statutory Auditors.»
- Verly, Hernan. «Voto acumulativo: otra vuelta de tuerca.» *La Ley*, 1993.
- Faré, Alejandro Marchionna. *Accionistas minoritarios y voto acumulativo: algunas garantías de pluralidad en el directorio*. 27 de Agosto de 2013.  
<http://catedrapwciae.com.ar/accionistas-minoritarios-y-voto-acumulativo-algunas-garantias-de-pluralidad-en-el-directorio/> (accessed 18 de Abril de 2019).
- Taliercio, Christian A. *El voto acumulativo en la eleccion de directores. Vision actual*. Tesis Maestria Derecho Empresario, Universidad Austral, 2008.

"Cerámica Milano S.A.". (CNCom, Sala A, 21 de Junio de 1974).

Schettini, Jose Luis c/Gasa Gasonera Argentina SA . (CNCom, Sala A ( E.D., t. 91, ps. 590/91), 20 de Marzo de 1980).

Akerlof, George A. «The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanisms.» *The Quarterly Journal of Economics*, 1970.

Coffee, John C. «Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance.» *Oxford University Press*, 1944.

Long, Tracy. «Diving for Pearls: The Importance of Board Induction.» *Int. J. Business Governance and Ethics*, 2008.

Allende, Lisandro A. «La buena fe y la responsabilidad de los directores. La experiencia del Estado de Delaware.» *La Ley*, 2010.

Rovira, Alfredo L. «Responsabilidad del directorio por la gestion empresaria.» *La Ley*, 2005.

OECD. «Principios de Gobierno Corporativo de la OECD y del G20.» 2016.

OECD. «Principios de Gobierno Corporativo de la OECD y del G20.» 2016.

BYMA. *Reglamento de Panel de Gobierno Corporativo*. 2018.



Universidad de  
**San Andrés**

## Lista de entrevistados

Entrevistado	Descripción	Fecha
Gastón Pinnel	Gerente de Investor Relations Loma Negra.	14/03/2019
Eva Micheler	Profesora Corporate Finance, London School of Economics; miembro del Expert Group on Technical Aspects of Corporate Governance Processes.	19/03/2019
Javier Agranati	Profesor Derecho Societario Maestría de Derecho Empresario San Andrés y Facultad de Derecho UBA; Profesor Derecho y Economía, Facultad de Derecho San Andrés; Director en Fiplasto S.A.; Socio Marton Agranati Albores & Asociados.	20/03/2019
Stilpon Nestor	Director General Consultora de Gobierno Corporativo Nestor Advisors (Londres), Director del Área de Gobierno Corporativo de la OCDE (1995-2002).	22/03/2019
Niamh Moloney	Decana del Departamento de Derecho, London School of Economics; Profesora Corporate Finance Securities Regulation, London School of Economics; Directora del Banco Central de Irlanda; Directora Junta de Apelación de la Autoridad Europea de Supervisión (ESA).	01/04/2019
Cristian Enrique Fox	Profesor Derecho Societario: Conflictos y Soluciones, Universidad de Buenos Aires; Profesor Crisis Empresariales y Derecho Concursal, Universidad de San Andrés; Socio Allende & Brea.	03/04/2019