Universidad de San Andrés

Departamento de Derecho

Maestría en Derecho Empresario

El riesgo del efecto greenwashing en la aplicación de las prácticas de buen gobierno corporativo en la Argentina

Autor: Gastón Sayús

Febrero, 2021

Febrero, 2021

El riesgo del efecto *greenwashing* en la aplicación de las prácticas de buen gobierno corporativo en la Argentina

Gastón Sayús

Universidad de
SanAndrés

Índice Temático

I. Objetivo

II. *Greenwashing* y gobierno corporativo
- A. *Greenwashing*
  - 1. Breve reseña histórica del *Greenwashing*
  - 2. El impacto del *Greenwashing* y su importancia
  - 3. Otros fenómenos similares
- B. Gobierno corporativo
  - 1. La importancia del gobierno corporativo
  - 2. El gobierno corporativo en la Argentina

III. Prácticas de buen gobierno corporativo
- A. Marco normativo de gobierno corporativo de organismos multilaterales de crédito
  - 1. OCDE
  - 2. International Finance Corporation
  - 3. CAF – Banco de Desarrollo de América Latina
- B. Marco normativo del gobierno corporativo en la Argentina
  - 1. Ley de Mercado de Capitales N° 26.831
  - 2. Normas de la Comisión Nacional de Valores – Código de Gobierno Societario
  - 3. Panel de Gobierno Corporativo - BYMA
- C. Políticas y lineamientos de gobierno corporativo de fondos de inversión

IV. Análisis de la información publicada por distintas emisoras argentinas
- A. Grado de cumplimiento reportado por las emisoras
- B. Similitudes entre las prácticas adoptadas
- C. Análisis: Efectividad de las prácticas adoptadas para cumplir con los principios de buen gobierno corporativo

V. Conclusión
- A. Detección de posibles casos de *greenwashing* en la aplicación de las prácticas de buen gobierno corporativo en la Argentina
- B. Debilidades en las prácticas de buen gobierno de la legislación argentina para evitar el efecto greenwashing corporativo
- C. Propuesta a los fines de desalentar el greenwashing corporativo en el mercado de capitales argentino

VI. Bibliografía

QUAERERE VERUM
Universidad de San Andrés

I. Objetivo

En el presenta trabajo se analizarán dos conceptos, el *greenwashing* y el gobierno corporativo, los cuales a primera vista poco tendrían que ver entre sí. Sin embargo, el objetivo de este trabajo es establecer una suerte de paralelismo entre ambos conceptos. En tal sentido, se analizará si en el contexto actual de las prácticas de buen gobierno corporativo en la Argentina tiene o podría tener lugar una situación similar a la que ocurre con el *greenwashing* en la gestión sostenible y adecuada del ambiente. Es decir, si algunas compañías podrían "subirse" a la ola del buen gobierno corporativo, dando la impresión de que han adoptado prácticas en ese sentido, pero con el solo objetivo de mejorar su imagen, en especial frente al público inversor.

Este fenómeno podría darse ya sea porque una compañía dice haber adoptado prácticas de buen gobierno corporativo cuando en realidad no lo ha hecho o porque las ha adoptado solo en lo formal, pero sin ningún tipo de impacto real en el desarrollo de la compañía. A modo de ejemplo, así como veremos que existen empresas que a través del marketing se presentan como entidades respetuosas del medioambiente cuando en realidad no lo son, de igual manera las empresas podrían formalizar políticas y códigos (o incluso en sus propios estatutos) donde dan cuenta de su compromiso frente al gobierno corporativo, pero en la práctica estos documentos no son tenidos en cuenta o respetados. Es decir, empresas cuyo único interés es hacerle creer al público en general que son responsables desde el punto de vista del gobierno corporativo para obtener aceptación social.

Así como el consumidor es el destinatario de las prácticas de *greenwashing* de las empresas, el inversor sería el destinatario (y una de las víctimas) de las empresas que sólo en apariencia adoptan prácticas de buen gobierno corporativo como una máscara pero que en la realidad no adoptan dichas prácticas.

De hecho, la sustentabilidad en sí misma es uno de los temas que cubre el buen gobierno corporativo. Por lo tanto, el gobierno corporativo podría ser incluso escenario de prácticas de *greenwashing*, por ejemplo, a través de la información y reportes de sustentabilidad que las empresas hacen públicos (obviamente en la medida en que esa información no guarde relación con la realidad de la empresa y sólo forme parte de su estrategia publicitaria).

Si bien las prácticas de buen gobierno corporativo son aplicables a todas las sociedades, cobran mayor relevancia en las sociedades abiertas de grandes dimensiones, con un accionariado numeroso, que recurren para su financiamiento al ahorro público a través del mercado de capitales. Como se verá más adelante, en muchos casos la adopción de prácticas de buen gobierno corporativo es tenida en cuenta a la hora de decidir invertir en una u otra compañía, haciendo a una empresa más atractiva tanto a los inversores como a los prestamistas. Por ello, el análisis se enfocará en las sociedades que listan sus valores en el mercado de capitales.

Por su parte, el buen gobierno corporativo y, en particular, sus prácticas, pueden ser abordadas a nivel internacional. Máxime teniendo en cuenta que, por lo general, tanto las legislaciones de los distintos países como las exigencias de los diferentes grupos inversores que operan a nivel internacional (individuos, fondos de inversión bancos, etc.) son muy similares. En virtud de ello, si bien este trabajo se centrará en el mercado de capitales argentino, su contexto actual, las normas que lo regulan y las prácticas de buen gobierno corporativo que los principales actores demandan, también se recurrirá a los principios, directrices y/o estándares de distintos actores internacionales relevantes en el tema.

Dada la imposibilidad fáctica de inmiscuirse en los asuntos internos de las compañías listadas (para, por ejemplo, saber si efectivamente aplican o no las políticas que aprueban y publican, o la efectividad de sus mecanismos de control o la verdadera participación que puede tener un director independiente en la toma de decisiones relevantes), se analizará la información que las compañías listadas han publicado durante el 2020, en especial los reportes presentados junto a sus memorias anuales de ejercicio cerrado al 31 de diciembre de 2019, en las que dan cuenta sobre la aplicación o no de las prácticas de buen gobierno corporativo recomendadas por la Comisión Nacional de Valores en su

Código de Gobierno Societario. Se hará foco en aquellas compañías listadas en el Panel de Gobierno Corporativo de Bolsas y Mercados Argentinos S.A.

Finalizado el análisis, se intentará llegar a una conclusión en cuanto a si: (i) se detectaron o existen indicios de compañías listadas en la Argentina que manifiestan adoptar prácticas de buen gobierno corporativo pero que en realidad no formarían parte de su cultura; y (ii) las prácticas de buen gobierno corporativo de la legislación argentina son lo suficientemente robustas como para evitar el efecto *greenwashing*. Asimismo, de ser posible, se propondrán cambios en la legislación vigente y la adopción de nuevas prácticas que permitan desalentar los efectos nocivos de un eventual *greenwashing* en el gobierno corporativo argentino.

A los fines de este trabajo, llamaremos "greenwashing corporativo" a todo tipo de acción que las sociedades emisoras lleven a cabo con el sólo fin de aparentar ser responsables desde el punto de vista del gobierno corporativo, pero sin ningún tipo de aplicación práctica.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

II. *Greenwashing* y gobierno corporativo

A. Greenwashing

El *greenwash* o *greenwashing* (del inglés *green*, verde, *whitewash*, blanquear o encubrir), "ecoblanqueamiento" o "lavado verde" es un fenómeno que tiene lugar en el marco de la adopción de prácticas sostenibles, específicamente en aquellas referidas a la protección del medio ambiente. Se trata de una suerte de pseudoecologismo, una propaganda en la que se realiza marketing verde de manera engañosa para promover la percepción de que los productos, los objetivos o las políticas de una organización son respetuosos con el medio ambiente y por lo tanto mejores, pero con el solo fin de aumentar sus beneficios.

El *greenwashing* se evidencia típicamente cuando una empresa invierte significativamente más dinero en publicitar ser verde que en prácticas realmente ecológicas. Incluso se da la paradoja de empresas que, por ejemplo, utilizan en sus anuncios imágenes inspiradoras de aguas cristalinas pero que en la realidad son las culpables de contaminar esas aguas, o empresas que hablan de su respeto por los bosques pero que son las responsables de su desaparición.

Tal es la importancia que el término ha adquirido que a finales de la década de los ´90 fue incorporado en los principales diccionarios de la lengua inglesa. Por ejemplo, el diccionario Longman Dictionary of Contemporary English[1] lo define como la práctica por la cual una compañía oculta los verdaderos efectos de sus productos o acciones en el medioambiente haciendo parecer que se preocupa mucho por el medioambiente. A su vez, el diccionario Oxford Learners' Dictionary[2] lo define como la actividad de una compañía u organización que están dirigidos a hacerle creer a la gente que están preocupados por el medioambiente, cuando en realidad sus negocios dañan el medioambiente. Cita como un ejemplo típico de *greenwashing* declarar públicamente el compromiso con el medioambiente mientras que en simultáneo y en secreto se hace lobby para evitar las regulaciones.

Por su parte, la Asociación del Español Urgente (Fundéu)[3], asesorada por la Real Academia Española, refiere al greenwashing -o sus voces españolas ecoimpostura, lavado de imagen verde o ecopostureo- como a "cierta estrategia de mercado que utilizan algunas empresas para aparentar ser más respetuosas con el medioambiente de lo que en realidad son" y a la "estrategia publicitaria desarrollada por algunas empresas u organizaciones mediante la que se presentan como entidades respetuosas con el medioambiente con el fin de ocultar ciertas prácticas nocivas para la naturaleza que ellos mismos llevan a cabo".

Si bien en español existen diversas alternativas a este extranjerismo, como ecoimpostura, lavado de imagen verde, ecopostureo, impostura verde o impostura ecológica, a lo largo de este trabajo se utilizará el término *greenwashing* por considerar que la voz inglesa es la más utilizada y habitual incluso entre los hispanoparlantes.

1. Breve reseña histórica del *Greenwashing*

El término *greenwashing* fue acuñado en 1986 por el ambientalista norteamericano Jay Westervel en una publicación sobre la práctica dentro de la industria hotelera de colocar letreros en cada cuarto promoviendo la reutilización de toallas para, supuestamente, "salvar el medioambiente"[4]. Sin embargo, Westervel notó que en la mayoría de los casos había poco o nulo esfuerzo por parte de los hoteles para reducir el derroche de energía, como lo demostró la falta de reducción de costos que esta práctica generó. Según él, el objetivo real de esta campaña verde por parte de muchos hoteleros

[1] https://www.ldoceonline.com/dictionary/greenwash
[2] https://www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/english/greenwash
[3] https://www.fundeu.es/recomendacion/greenwashing-alternativas-validas-en-espanol/
[4] https://www.theguardian.com/sustainable-business/2016/aug/20/greenwashing-environmentalism-lies-companies y https://corpwatch.org/article/brief-history-greenwash#3

era simplemente aumentar sus ganancias. Por lo tanto, calificó este y otros actos que en apariencia promovían la consciencia ambiental pero que en realidad encubrían el propósito de aumentar ganancias como *greenwashing*. Sin embargo, más allá del término, esta práctica se remonta a antes de la década de los '80. Por ejemplo, en la década de los ´60 y ante el avance del movimiento antinuclear, empresas de energía nuclear en los EE.UU. realizaron campañas promocionando dicha energía como limpia y segura, pese a que fueron protagonistas de accidentes nucleares en sus plantas.

Asimismo, en la década de los ´80, la petrolera Chevron lanzó una enorme campaña publicitaria para convencer al público de su buena fe en materia ambiental y en la que se mostraban a empleados de Chevron protegiendo todo tipo de animales como osos, mariposas y tortugas marinas[5]. Los comerciales tuvieron tanta repercusión que incluso ganaron premios de la industria publicitaria y se convirtieron en un caso de estudio de la Escuela de Negocios de Harvard. Sin embargo, entre los ambientalistas la empresa se convirtió en un paradigma de *greenwashing:* mientras los comerciales estaban al aire la petrolera violaba normas de protección del aire, la limpieza de las aguas y derramaba hidrocarburos en refugios de vida silvestre[6]. Asimismo, estimaciones efectuadas por ambientalistas dieron cuenta de que mientras Chevron gastaba millones de dólares en su campaña publicitaria, destinaba una milésima de dicha suma a sus programas ambientales.

A comienzo de los ´90 los consumidores empezaron a preocuparse más por la sostenibilidad y las encuestas mostraban que los registros ambientales de las empresas influían en la mayoría de las compras de los consumidores[7].

El término se hizo aún más conocido al público global a través de un informe publicado por Greenpeace pocos días antes de la Cumbre de la Tierra de 1992 celebrada en Río de Janeiro. Dicho informe incluía estudios de casos concretos sobre empresas que tenían un discurso verde pero no se comportaban de manera verde, poniendo en evidencia la contradicción entre sus relacionas públicas y su comportamiento real.

Greenpeace continuó con dicho informe cada diez años, en el 2002, en oportunidad de celebrarse la Cumbre de la Tierra de Johannesburgo, y por última vez en el 2012, coincidiendo con la celebración de la Cumbre de la Tierra Río+20[8].

El último informe intenta explicar, través de varios casos, cómo el sector empresarial se "pinta de verde" pero, al mismo tiempo, pone palos en la rueda del desarrollo sostenible. Por ejemplo, cita a la empresa petrolera Shell -ganadora del premio al mejor greenwashing (*Greenwash Award*) otorgado por las ONG en Johannesburgo en 2002- indicando que acude siempre a los foros sobre sostenibilidad, participa de asociaciones empresariales para el desarrollo sostenible y utiliza una las mejores publicidades verdes, pero engañosas, del mundo. Asimismo, evalúa los veinte años de "liderazgo empresarial" de Shell y encuentra que Shell aumentó sus inversiones en combustibles fósiles, incluso en el Ártico, lo que incrementa su responsabilidad con los problemas climáticos, mientras redujo su inversión en energías renovables.

Otro caso que cita es el de Syngenta, la primera empresa mundial en producción de pesticidas y la tercera más grande de semillas. El informe del 2012 indica que Syngenta utilizaba su influencia para defender su modelo agrícola basado en la utilización masiva de sus propios productos agrícolas (semillas, fertilizantes, herbicidas, insecticidas), mientras intentaba evitar un modelo agrícola alternativo. En su misión de control de la agricultura mundial, la empresa gastaba millones de dólares

[5] https://youtu.be/bReBO55XzZc

[6] Cherry Miriam A., Sneirson Judd F. Chevron, Greenwashing, and the Myth of "Green Oil Companies" Washington and Lee Journal of Energy, Climate, and the Environment. Vol. 3, Edición 1. Visto en: https://scholarlycommons.law.wlu.edu/jece/vol3/iss1/5/

[8] https://archivoes.greenpeace.org/espana/Global/espana/report/generales/gp_res_ejecutivo_greenwash20.pdf Informe Greenwash +20 completo, en inglés, disponible en www.greenpeace.org

colocando su personal en las instituciones de investigación, creando una fundación sin ánimo de lucro, influyendo en los estudios y socavando los esfuerzos científicos independientes, e incluso desacreditando a los científicos que cuestionaban la seguridad de los productos de la compañía.

El informe concluye que, aunque una parte del sector empresarial juega a favor del medio ambiente, los casos de estudio demuestran que hasta que se consiga una mejor gobernanza mundial que obligue a estas grandes corporaciones a responder y a responsabilizarse de sus impactos sociales y ambientales, lo único que veremos por parte de este sector será un greenwashing cada vez más caro y sofisticado.

2. El impacto del Greenwashing y su importancia

Un informe de Nielsen del 2015[9] demuestra cómo los consumidores han adoptado cada vez más prácticas sostenibles, aumentando el número de personas que participan o apoyan a organizaciones dedicadas a la promover cambios en la sociedad y el medioambiente. En esa línea, los consumidores intentan ser ciudadanos responsables y esperan lo mismo de las empresas. Por lo tanto, a la hora de comprar, miran etiquetas, investigan sobre prácticas de las empresas y prestan atención a la opinión pública sobre ciertas marcas en las noticias y en las redes sociales.

De las personas encuestadas para el informe, el 66% manifestó estar dispuesto a pagar más por los productos ambientalmente sostenibles (versus el 55% en 2014 y el 50% en 2013). Ese número se eleva al 72% cuando se incluye a la Generación Z (o *centennials*), quienes pagarían más por productos y servicios que vienen de empresas comprometidas con la sociedad y el medioambiente.

El informe demuestra cómo las marcas que establezcan una buena imagen y reputación en términos de sustentabilidad (incluyendo el uso de productos frescos, naturales y orgánicos, prácticas amigables con el medioambiente y socialmente responsables) tienen la posibilidad de no sólo de aumentar su participación en el mercado sino también de obtener la lealtad de los consumidores, en especial del público más joven, quienes en el futuro se convertirán en sus principales consumidores.

Si bien el informe resulta muy alentador en términos de la concientización de los usuarios en lo que hace a la sustentabilidad, también dejaría entrever que existe lugar a prácticas que podrían calificar como *greenwashing*. Es decir, empresas que, atentas a estos cambios en la mentalidad de los consumidores, intentan vestirse de verde, haciendo alarde entre sus clientes y consumidores de la adopción de prácticas sustentables de poco impacto y/o periféricas pero que mantienen su principal modelo de negocio ambientalmente insostenible.

Es por eso que, si pretendemos un verdadero cambio en los hábitos de consumo que permita un desarrollo sostenible desde el punto de vista social, económico y medioambiental, resulta fundamental desalentar las prácticas catalogadas como *greenwashing*. De esa manera, los consumidores y el público en general estarán informados y podrán distinguir entre aquellas, empresas, productos y servicios que son realmente sostenibles o que verdaderamente intentan lograr una mejora en términos de sustentabilidad y aquellas que sólo utilizan el marketing para ser percibidas como algo que en verdad no son.

3. Otros fenómenos similares

El término *greenwashing* dio incluso lugar a otros, como por ejemplo el *pinkwashing* utilizado en el contexto de los derechos de LGBTQ+ (lesbiana, gay, bisexual, transgénero, y queer) y se refiere a la promoción por parte de ciertas instituciones de su condición de simpatizante LGBTQ+ con el

[9] La encuesta global de Nielsen sobre responsabilidad social empresaria y sustentabilidad se realizó entre febrero y marzo de 2015 e incluyó a más de 30.000 consumidores en 60 países a lo largo de todos los continentes. https://www.nielsen.com/us/en/insights/article/2015/green-generation-millennials-say-sustainability-is-a-shopping-priority/

objetivo de ser percibidos como progresistas, modernos y tolerantes, cuando en verdad lo único que buscan es mayores beneficios y mejorar su imagen de marca al incorporar a su publicidad una causa catalogada como justa. También se la ha catalogada como *rainbow-washing* en alusión a la bandera multicolor que representa a la comunidad LGBTQ+ y como crítica a las instituciones públicas y privadas que adoptan dicha insignia o participan de eventos donde se reivindican dichos derechos (por ejemplo las marcha del orgullo gay) pero que puertas adentro toleran actitudes homofóbicas, o tienen brechas salariales entre trabajadores heterosexuales y sus colegas LGBTQ+ o en las posibilidades de crecimiento y desarrollo dentro de la institución.

Si bien *greenwashing* y *pinkwashing* son los términos más conocidos, este tipo de prácticas pueden darse en una infinidad de escenarios donde instituciones se publicitan como a favor y activos en una causa determinada y socialmente aceptable pero que en verdad hacen poco o nada al respecto. Basta con imaginar, por ejemplo, una empresa que efectúe una campaña publicitaria de lucha contra el cáncer pero que elabore productos catalogados como cancerígenos.

B. Gobierno corporativo

Cada vez que con más frecuencia escuchamos hablar del gobierno corporativo de las sociedades, al menos quienes están inmersos en o vinculados al mundo de las empresas. El gobierno corporativo es un concepto que al principio probablemente resulte difícil de comprender en forma clara porque puede parecer -y es probable que sea- muy amplio o dificultoso delimitar.

Según la International Finance Corporation (IFC)[10], el gobierno corporativo es el conjunto de estructuras y procesos por los cuales las compañías se dirigen y controlan. Este ayuda a las compañías a operar en forma más eficiente, mejora su acceso al capital, reduce riesgos y las protege de una mala administración. Asimismo, hace a las compañías más responsables de su gestión y transparentes para los inversores y les otorga herramientas para que puedan responder a las inquietudes e intereses de las partes interesadas (*stakeholders*). Por su parte, también contribuye al desarrollo en general al incentivar nuevas inversiones que impulsan el crecimiento económico y la creación de fuentes de trabajo.

De acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el objetivo del gobierno corporativo es "facilitar la creación de un ambiente de confianza, transparencia y rendición de cuentas necesario para favorecer las inversiones a largo plazo, la estabilidad financiera y la integridad en los negocios"[11], todo ello con miras a contribuir a un crecimiento más sólido y al desarrollo de sociedades más inclusivas.

Para CAF - Banco de Desarrollo de América Latina las prácticas de gobierno corporativo son "herramientas que, entre otros beneficios, permiten a las empresas contar con los mecanismos adecuados para la identificación y gestión de riesgos, el fortalecimiento de los órganos de dirección y control, el mejor uso de los recursos, así como lograr mejores condiciones para acceder a fuentes alternativas de financiamiento"[12].

Por su parte, el Código de Gobierno Societario emitido por la Comisión Nacional de Valores (CNV), actualizado por última vez en el 2019, define al gobierno societario como "el conjunto de prácticas, procesos y estructuras por el cual se dirigen y controlan las compañías".

Muchas son las definiciones que podemos encontrar de gobierno corporativo, pero todas en definitiva hacen alusión a un conjunto de normas, principios y prácticas que regulan la forma en que las empresas deben estructurarse y funcionar. El gobierno societario involucra a todos las partes que componen una sociedad: órgano de administración (Directorio o Gerencia), órgano de gobierno

[10] https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/IFC+CG
[11] Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20
[12] CAF, 2015, Programa de Gobierno Corporativo. Caracas.

(accionistas o socios), órganos de supervisión (comité de auditoría y comisión fiscalizadora) y otras partes interesadas (clientes, empleados, gobierno y comunidad). No sólo contempla las atribuciones, responsabilidades y funcionamiento (toma de decisiones) de cada una de esas partes sino también la interrelación entre ellas. Todo esto, como fuera mencionado más arriba, con la finalidad de lograr sociedades con una gestión adecuada y transparente que aseguren la creación de valor y su sostenibilidad en el largo plazo.

En los hechos, el gobierno corporativo se traduce en una serie de principios y prácticas, algunos obligatorios y otros recomendados, que los distintos accionistas, reguladores e inversores demandan a las compañías. Estos principios y prácticas se refieren en términos generales a:

- la existencia de directores independientes y una adecuada estructura de gobierno con claras definiciones de la responsabilidad y funciones;
- un ambiente de control robusto;
- el respeto de los derechos de los accionistas y su tratamiento equitativo de manera independiente de su participación en el capital de la empresa, en especial su protección frente a abusos del accionista controlante o accionistas mayoritarios;
- la divulgación de información en forma simétrica, fluida y transparente a todos los inversores;
- la adopción de formas efectivas de comunicación con el público interesado en la empresa; y
- el compromiso con la sustentabilidad.

Al ser algo inherente a la organización de las empresas, podríamos decir que el gobierno corporativo, de una u otra forma y en mayor o menor medida, existió siempre. Sin embargo, el foco en el gobierno corporativo cobró mayor fuerza a partir de escándalos corporativos que se dieron en la década de los noventa y, más aún, con el escándalo de Enron en el 2001 y la crisis financiera del 2008, que golpearon fuertemente a los mercados de valores. Dichos escándalos pusieron a la luz la debilidad de los gobiernos corporativos de grandes empresas, multiplicando las exigencias de transparencia, veracidad, buenas prácticas y comportamiento empresarial responsable por parte de los inversores, de los consumidores y de la sociedad en general.

Asimismo, cuando se haga referencia a gobierno corporativo a lo largo de este trabajo se estará haciendo referencia a lo que suele llamarse "buen" gobierno corporativo, entendiéndose como tal a aquellos principios y prácticas que efectivamente logran un adecuado funcionamiento de las compañías. De no ser así, y como ya se mencionara anteriormente, podría decirse que todas las compañías cuentan con gobierno corporativo, independientemente de que pueda considerarse bueno y efectivo, o no malo e inefectivo. Por lo tanto, a los fines de este trabajo, cada vez que se hable de gobierno corporativo se estará haciendo referencia al buen gobierno corporativo.

1. La importancia del gobierno corporativo

La importancia del gobierno corporativo puede verse desde diferentes niveles. A nivel empresa, la adopción de estas prácticas tiende a mejorar el acceso y las condiciones de financiamiento ya sea a través del mercado de capitales como a través del crédito bancario tradicional. Ello en tanto las empresas que acogen estas prácticas son percibidas por sus distintos acreedores como más transparentes, mejor gestionadas y menos riesgosas. Por lo tanto, siguiendo las palabras del propio Adrian Cadbury[13], el incentivo que tienen las empresas y sus propietarios y administradores para adoptar normas de gestión aceptadas a nivel internacional es que ellas los ayudarán a alcanzar sus metas y a atraer inversiones[14]. En este sentido, la evaluación del gobierno corporativo es uno de los factores que se tienen en cuenta a la hora de analizar el otorgamiento de financiamiento y proyectos

[13] Sir George Adrian Hayhurst Cadbury fue el presidente de la empresa de golosinas Cadbury y un pionero en generar consciencia y abrir el debate sobre gobierno corporativo. Redactó el "Informe Cadbury", un código de buenas prácticas que sirvió como base para para la reforma del gobierno corporativo en todo el mundo.
[14] Sir Adrian Cadbury, prólogo Corporate Governance and Development, Foro Mundial sobre Gobierno Corporativo, Focus 1, 2003.

de inversión. A modo de ejemplo, en un reporte efectuado por Bank of America donde se destaca la importancia de las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza para un buen desempeño financiero de las sociedades a largo plazo, el banco estima que entre 2014 y 2019 compañías de los EE.UU. perdieron más de USD500 billones en valor de mercado debido a controversias relacionadas a las cuestiones antes mencionadas[15].

A nivel de los inversores o acreedores, vemos la otra cara de la misma moneda, y es que invertir en empresas con buenas prácticas de gobierno corporativo brinda mayor seguridad a su inversión, reduciendo los costos de monitoreo. Asimismo, los inversores y la comunidad en general prestan cada vez más atención a otras cuestiones que no tienen que ver con los indicadores financieros o rentabilidad que generan las empresas. En tal sentido, el modo en que las empresas logran sus resultados, como ser el cuidado del medio ambiente o la forma en la que se vinculan con las comunidades en las que operan, cobran mayor relevancia.

A un nivel más general, la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo ayuda al desarrollo institucional de sistema financiero y del mercado de capitales. Con respecto a los países, una base sólida de gobierno corporativo mejora la imagen del país y atrae inversiones de capital extranjero, todo lo cual contribuye a mantener un nivel elevado de prosperidad.

2. El gobierno corporativo en la Argentina

En la Argentina, la mayoría de estos principios, prácticas recomendadas y orientaciones que componen un buen gobierno corporativo se encuentran en el Código de Gobierno Societario (CGS) emitido por la Comisión Nacional de Valores (CNV), actualizado por última vez en el 2019. Si bien el CGS fue pensado para el mercado de capitales argentino y las sociedades emisoras sujetas al régimen de la oferta pública local, la tercera y última actualización del código ha tomado como principal referencia los Principios de Gobierno Corporativo desarrollados por la OCDE, los cuales son de aplicación tantos para empresas cerradas como empresas listadas en la oferta pública. Asimismo, estos principios de la OCDE fueron pensados para ser comprensibles y accesibles para toda la comunidad internacional. Por lo tanto, más allá de algunas particularidades, podríamos decir que los principios, prácticas y orientación que componen el CGS se encuentran en línea con los estándares internacionales. Esto se verá reforzado más adelante cuando se avance en el análisis.

Cabe destacar también, y como el propio CGS lo indica, que al momento en que fue lanzado, la Argentina tenía un marcado interés en acceder como país miembro de la OCDE, por lo que sus principios tuvieron una especial importancia para el gobierno societario local. En tal sentido, los países que aspiran a convertirse en miembros plenos de la entidad deben pasar por una compleja adecuación de sus leyes a los estándares que promueve la OCDE.

Cabe mencionar que el selecto grupo de países que integran la OCDE representan en su conjunto el 60% del comercio internacional, más del 60% del PBI global y el 75% de la inversión directa del planeta[16]. Por lo tanto, el ingreso al organismo supone el acceso a la mayor fuente de inversiones del mundo. Sin embargo, sus miembros se suponen cumplidores de una nutrida lista de reglas de buenas prácticas que permiten la consolidación de las instituciones democráticas, facilitan la llegada de inversiones extranjeras, fomentan el libre comercio y promueven el desarrollo social y económico de las naciones. A la fecha, la Argentina no ha logrado acceder a la OCDE.

Las compañías sujetas al régimen de la oferta pública de valores deben presentar en forma anual al regulador junto a su memoria de ejercicio un reporte en el cual el Directorio debe explicar si aplica o no las prácticas recomendadas en el CGS y, en su caso, detallar cómo lo hace o por qué no la aplica.

[15] https://about.bankofamerica.com/en-us/what-guides-us/esg-a-z-report.html#fbid=vgZugy9prKX
[16] https://www.lanacion.com.ar/politica/el-impacto-para-la-argentina-del-retraso-en-el-ingreso-a-la-ocde-nid2324797

Las respuestas brindadas en los reportes tienen carácter de declaración jurada por el Directorio al ser el reporte presentado como un anexo a la memoria. A lo largo de este trabajo se describirán dichos principios, prácticas y orientaciones.

La CNV podrá monitorear los reportes que preparen las compañías y sus buenas prácticas de gobierno societario. Independientemente de dicho control, al tratarse de información pública y dirigida a sus accionistas, es en última instancia el inversor (actual o potencial) quien evaluará y tendrá en cuenta el cumplimiento o no de dichos principios

Asimismo, a fines del 2018 Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA), lanzó el Panel de Gobierno Corporativo, una sección donde se destaca a las empresas con buenas prácticas de gobierno corporativo. Consiste en un panel de cotización para negociar acciones emitidas por compañías que voluntariamente adoptan prácticas de buen gobierno corporativo adicionales, es decir, más allá de las requeridas por la legislación argentina. Entre estas prácticas, y a modo de ejemplo, podemos citar la aprobación de un programa de integridad, contar con un Directorio conformado por personas de ambos géneros, tener una política de dividendos y designar un comité de nominaciones y remuneraciones de los miembros del Directorio. Actualmente dicho panel se encuentra integrado por sólo cinco compañías[17], aunque se espera que a futuro ese número aumente.

Los principios y prácticas contenidos en el CGS y los requisitos exigidos por BYMA para integrar el panel son muy similares, más allá de que el CGS es más extenso y brinda mayor explicación en cuanto a los motivos detrás de las prácticas que pretende que las emisoras adopten. Por su parte, el Panel de Gobierno Corporativo es un tanto más concreto a la hora de exigir determinadas prácticas. Pero más allá de ello, podemos decir que el CGS y el panel de BYMA se complementan, en el sentido de que una emisora que adopte la mayoría de las prácticas del CGS seguramente cumpla con los requisitos para integrar el Panel de Gobierno Corporativo y viceversa.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

[17] Grupo Supervielle, Pampa Energía, YPF, Banco Macro y el propio BYMA.

III. Prácticas de buen gobierno corporativo

Como ya mencionáramos, gran parte del conjunto de prácticas que conforman el buen gobierno corporativo lo encontramos en la legislación, ya sea nacional como internacional. En el primer caso, es cada país el que dicta las normas aplicables a las sociedades domiciliadas en su jurisdicción, algunas de cumplimiento obligatorio y otras a modo de recomendación, siendo cada vez más fuerte la presión sobre las sociedades para su adopción. En el caso de la Argentina, las normas sobre gobierno corporativo se encuentran principalmente en la Ley de Mercado de Capitales, N° 26.831, las Normas de la CNV (T.O. 2013), incluido el CGS que integra uno de sus anexos y el Panel de Gobierno Corporativo de BYMA.

En el segundo, se trata de lineamientos, directrices y/o recomendaciones emanados de organismos internacionales integrados por distintos países como la IFC, la OCDE y el CAF - Banco de Desarrollo de América Latina.

A continuación, se hará un breve análisis de los cuerpos normativos antes mencionados, empezando por el marco normativo internacional. En este caso se hará foco sólo en algunos de los cuerpos normativos más relevantes.

Cabe destacar que en este trabajo se utiliza la palabra "norma" en forma genérica para hacer referencia tanto a la legislación emanada de los poderes del estado (i.e., leyes, decretos, resoluciones) como así también a los lineamientos, directrices y/o recomendaciones emanados de organismos internacionales. La diferencia entre unos y otros, es que los primeros suelen tener carácter vinculante y aplicarse erga omnes, es decir que son de aplicación general para todas las sociedades emisoras sujetas a contralor de las autoridades competentes en materia de oferta pública de valores. En cambio, las emanadas de organismos internacionales suelen tener el carácter de recomendación y reúnen las mejores prácticas en la materia. No obstante, veremos que hay normas de organismos internacionales que son de cumplimiento obligatorio, por ejemplo, para los países que quieran ingresar a los mismos o para aquellas empresas que estén vinculadas contractualmente con dichos organismos (por ejemplo, cuando acceden a financiamiento y se obligan a cumplir con ciertos requerimientos y someterse a un control periódico a tal fin).

A. Marco normativo de gobierno corporativo de organismos multilaterales de crédito

1. OCDE

La OCDE es un organismo de cooperación internacional cuyo objetivo es coordinar las políticas económicas y sociales de los países miembros. Sus miembros representan, en su mayoría, las principales potencias económicas del mundo (Estados Unidos, Alemania, Reino Unido, Francia, Japón, entre otros).

En 1999 la OCDE en colaboración con el G20[18], emitió los "Principios de Gobierno Corporativo del G20 y de la OCDE". Estos principios fueron revisados dos veces luego de su primera edición, habiéndose efectuado la última en el 2015, la cual derivó en el texto actualmente vigente. Según su prólogo, los principios tienen como objetivo ayudar a los legisladores a evaluar y mejorar el marco legislativo, reglamentario e institucional del gobierno corporativo, con el objetivo de favorecer la eficiencia económica, la estabilidad financiera y el crecimiento económico sostenible. Desde su

[18] El "Grupo de los 20" está integrado por la Unión Europea y 19 países (Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Rusia, Reino Unido, Sudáfrica y Turquía). En conjunto, sus miembros representan el 85% del producto bruto global, dos tercios de la población mundial y el 75% del comercio internacional. El Grupo de los 20 es el ámbito donde los presidentes y jefes de estado de los países desarrollados y emergentes más importantes se reúnen para debatir y aprobar estrategias comunes sobre la economía mundial y los temas centrales de la actual coyuntura internacional.

primera publicación, los principios se han convertido en un referente internacional para legisladores, inversores y otros actores interesados en todo el mundo.

Como ya mencionáramos, hace unos años la Argentina tuvo un firme interés en ingresar a este selecto grupo por lo que estos principios tuvieron especial importancia para el gobierno societario local y la redacción de la última versión del CGS de la CNV.

Los principios de gobierno corporativo del G20 y de la OCDE se dividen en seis capítulos, que podríamos resumir de la siguiente manera:

1. Consolidación de la base para un marco eficaz de gobierno corporativo: se refiere a la promoción de la transparencia y la equidad de los mercados, así como la asignación eficiente de los recursos; la importancia de la calidad en la supervisión y en la aplicación de los principios; y el rol fundamental del mercado bursátil en el fomento del buen gobierno corporativo.
2. Derechos y tratamiento equitativo de los accionistas y funciones de propiedad clave: se debe proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas, en especial a la información y a la participación, y garantizar el trato equitativo a todos ellos, incluidos los minoritarios y los extranjeros. Todos tendrán la posibilidad de que se reparen de forma eficaz las violaciones de sus derechos. Regulación de procedimientos de aprobación de operaciones con partes vinculadas.
3. Inversores institucionales, mercados de valores y otros intermediarios: se deben proporcionar incentivos sólidos a lo largo de toda la cadena de inversión y facilitar que los mercados de valores funcionen de forma que contribuya al buen gobierno corporativo. Fomento del diálogo entre los inversores institucionales y los órganos de la sociedad; divulgación, por parte de los inversores institucionales, de sus políticas de voto y de gobierno corporativo, así como de la forma de gestionar los conflictos de interés generados en el ejercicio de sus derechos.
4. El papel de los actores interesados en el ámbito del gobierno corporativo: se deben reconocer los derechos de los actores interesados que disponga el ordenamiento jurídico o se estipulen de mutuo acuerdo y fomentar la cooperación activa entre éstos y las sociedades con vistas a la creación de riqueza y empleo, y a la sostenibilidad de empresas sólidas desde el punto de vista financiero. Se debe proporcionar a los grupos de interés acceso a la información de forma oportuna, completa y suficiente.
5. Divulgación de información y transparencia: garantizar la comunicación oportuna y precisa de todas las cuestiones relevantes relativas a la empresa, incluida la situación financiera, los resultados, la propiedad y sus órganos de gobierno.
6. Las responsabilidades del Consejo de Administración: garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección por parte del Consejo (Directorio) y la rendición de cuentas ante la empresa y los accionistas. Relevancia de las sesiones de capacitación para directores y evaluación de su actividad; constitución de comités especializados, como mínimo, en materias de remuneración, auditoría y riesgos.

2. International Finance Corporation (IFC)

La IFC es el brazo financiero del Banco Mundial y según informa en su web[19], es la principal institución financiera internacional dedicada exclusivamente al sector privado en los países en desarrollo.

La IFC efectúa a todas las entidades que le requieran financiamiento un análisis previo de gobierno corporativo como parte de su proceso de debida diligencia. En este análisis, se evalúan los riesgos y oportunidades de mejora en términos de gobierno corporativo de las compañías que requieran su financiamiento. Dicho análisis se efectúa a través de la metodología propia de la IFC -*IFC's Corporate*

[19] https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/multilingual_ext_content/ifc_external_corporate_site/home_es

Governance Methodology (la "Metodología IFC") la cual, según la propia IFC, ayuda a identificar, mitigar y controlar los riesgos.

La Metodología IFC contiene cuestiones ambientales y sociales consistentes con la política de la IFC sobre sustentabilidad ambiental y social y se enfoca en seis parámetros que considera claves:

1. Compromiso en términos ambientales, sociales y de gobernanza (cultura y liderazgo): la compañía y sus accionistas deben demostrar su compromiso en la implementación de prácticas de gobierno corporativo de alta calidad.

2. Estructura y funcionamiento del Directorio: el Directorio debe estar calificado y estructurada de forma adecuada para supervisar la estrategia, la gestión y el desempeño de la empresa.

3. Ambiente de Control: el sistema de control interno de la compañía, la función de auditoría interna, el sistema de gestión de riesgos (incluido un sistema de gestión ambiental y social) y la función de *compliance* deben garantizar una buena administración de los activos de la compañía, la efectividad de las operaciones, la precisión en la presentación de informes y el cumplimiento de las políticas, procedimientos y normativa.

4. Divulgación y transparencia: la divulgación de información financiera y no financiera de la empresa es una representación relevante, fiel y oportuna de eventos materiales para los accionistas y otras partes interesadas.

5. Tratamiento de los accionistas minoritarios: los derechos de los accionistas minoritarios de la empresa son adecuados y no se abusa de ellos, y las otras partes interesadas son tratadas de manera equitativa.

6. Compromiso con las partes interesadas: la empresa debe garantizar que sus normas de gobierno corporativo permitan un involucramiento adecuado con las partes interesadas, en particular, el mapeo que se haga de esas partes interesadas, la política de participación de partes interesadas y los mecanismos para que puedan realizar reclamos.

Una de las principales herramientas que utiliza la Metodología IFC es la Matriz de Progresión (*CG Progression Matrix*) que está organizada por cuatro niveles de madurez y complejidad de la compañía y enfatiza la importancia que se le da a las mejoras continuas en las prácticas de gobierno corporativo de una compañía, graduándose desde básico, pasando por intermedio hasta llegar a avanzado.

Nivel 1: prácticas básicas de gobierno corporativo que la empresa debe desarrollar y adoptar. El Nivel 1 probablemente refleja empresas recién formadas o jóvenes, o aquellas que se encuentran desarrollando una agenda ambiental, social y de gobernanza desde el inicio. Sólo cumplen con los requerimientos de la legislación obligatoria de su país.

Nivel 2: prácticas intermedias de gobierno corporativo, que incorporan pasos básicos para fortalecer la agenda ambiental, social y de gobernanza dentro de la organización, lo que refleja una cultura de mejora continua, más allá de la legislación obligatoria de su país.

Nivel 3: buenas prácticas internacionales, incluida la incorporación de prácticas intermedias y otras buenas prácticas de gobierno corporativo que demuestran que la organización tiene un historial de prácticas de gobierno corporativo incorporadas.

Nivel 4: liderazgo en gobierno corporativo, lo que indica que la empresa ha alcanzado los tres niveles anteriores de madurez y se ajusta a las prácticas internacionales reconocidas. Se trata de compañías reconocidas a nivel global como pioneras en términos de gobierno corporativo.

La Metodología IFC puede y es utilizada no sólo por la propia IFC, sino también por reguladores a la hora de dictar y mejorar normas relacionadas al gobierno corporativo. Asimismo, es utilizada por otros organismos de crédito a la hora de evaluar las prácticas de gobierno corporativo de sus clientes.

De hecho, la Metodología IFC derivó en el 2010 en lo que se conoce como "Corporate Governance Development Framework". Se trata de un enfoque común que fue adoptado por más de 30 instituciones financieras de desarrollo[20] que cubren mercados emergentes alrededor del mundo, para su uso en procesos de inversión. Este marco provee a las instituciones signatarias una plataforma común para evaluar y mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las empresas que solicitan financiamiento.

Las instituciones que lo adoptaron se comprometieron a (i) incluir el gobierno corporativo en sus operaciones de inversión; (ii) asegurar la responsabilidad interna; (iii) brindar capacitación en la materia; (iv) colaborar con otros miembros; y (v) reportar en forma periódica sobre su implementación.

Como ya se mencionara, el Corporate Governance Development Framework se basó en la Metodología IFC y consiste en un juego de herramientas (*toolkit*) que incluye instrucciones, cuestionarios, matrices de progresión, modelos de programas de mejoras, entre otras.

3. CAF – Banco de Desarrollo de América Latina

El CAF - Banco de Desarrollo de América Latina ("CAF"), antiguamente denominado Corporación Andina de Fomento, es un banco de desarrollo cuyo objetivo es impulsar el desarrollo sostenible y la integración regional en América Latina, mediante el financiamiento de proyectos de los sectores público y privado, entre otros servicios. Actualmente está conformado por 48 países miembros, principalmente de América Latina y el Caribe, incluido la Argentina. Es una de las principales fuentes de financiamiento multilateral para la región.

En términos de gobierno corporativo, CAF emitió un documento denominado "Lineamientos Para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo", actualizado por última vez en el año 2013. Tal como indica su prólogo, dicho documento tiene como objetivo "poner a consideración de las empresas de la región, operadores de los mercados de capital y responsables de políticas públicas, un conjunto de normas básicas que constituyen las bases para un buen Gobierno Corporativo".

Con la promulgación de 43 lineamientos, CAF formula medidas y recomendaciones, con el propósito de fomentar que las empresas en la región pongan en práctica y tomen como base las experiencias internacionales más recientes para lograr una buena y eficiente cultura de gobierno corporativo en sus modelos empresariales. Los lineamientos están agrupados en cinco grandes áreas:

1. Derechos y Trato Equitativo de Accionistas: refiere principalmente al principio de paridad de trato de todos los accionistas independientemente de su porcentaje de participación, el fomento de su participación y la información a los accionistas.
2. Asamblea General de Accionistas: se refiere a un conjunto de medidas de buen gobierno corporativo cuyo objetivo es revitalizar el papel de la asamblea de accionistas como órgano de gobierno y de control efectivo de los administradores, de forma que los accionistas pasen a un estado de "activismo accionarial", con capacidad para introducir temas en la agenda de la asamblea, contar con información adecuada con carácter previo a su celebración y participar activamente durante su desarrollo.

[20] Entre ellas se destacan, además de la IFC, la CAF, el European Investment Bank, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Banco de desarrollo de Brasil (BNDES) y el Banco de Inversión y Comercio Exterior S.A. de la Argentina. Para mayor información visitar http://cgdevelopmentframework.com/cg-development-framework/signatories-page/

3. Directorio: se trata la composición, estructura, conformación, nombramiento y cese de los miembros del Directorio, sus funciones, derechos y deberes, dinámica, y capacidad, con el objetivo de contar con directorios eficientes, activos y suficientemente empoderados, con una clara separación de funciones con la alta gerencia.
4. Arquitectura de Control: se refiere a todo lo todo lo que tiene ver con el ambiente de control, gestión de riesgos, sistemas de control interno, información y comunicación, y monitoreo.
5. Revelación de Información Financiera y No Financiera: tiene por objetivo ofrecer a los accionistas e inversores la mayor información posible para que éstos puedan formar un juicio fundado y racional sobre la sociedad y sus negocios, y ejercer un control activo y reducir las posibilidades de que los directores, administradores y miembros de la alta gerencia puedan apropiarse de forma indebida de beneficios derivados de ventajas informativas a costa o en detrimento de los accionistas.

Tanto a la hora de brindar financiamiento como luego de efectuado el desembolso, CAF puede exigir y monitorear la adopción y cumplimiento de estos lineamientos.

B. Marco normativo del gobierno corporativo en la Argentina

El Decreto 677/2001 denominado "Régimen de Transparencia en la Oferta Pública" fue la primera norma que introdujo las prácticas de buen gobierno corporativo en la Argentina, imponiendo a las sociedades emisoras de valores negociables la revelación de información destacada, así como la obligación de contar con un comité permanente dentro del Directorio, conformado en su mayoría por miembros independientes.

Posteriormente, la Ley de Mercado de Capitales, N° 26.831 ("LMC") del 2012 derogó el Decreto Nº 677/2001 y receptó tales prácticas.

1. Ley de Mercado de Capitales N° 26.831

La LMC, sancionada en el año 2012 y reformada por última vez en el 2018, regula a los sujetos comprendidos dentro del mercado de capitales argentino.

Esta ley, que reemplazó la antigua Ley Bursátil de 1968, contiene disposiciones aplicables a las entidades emisoras comprendidas en el régimen de la oferta pública, en forma complementaria a las normas aplicables según la forma jurídica adoptada por dichas sociedades. Varias de estas disposiciones versan sobre temas relacionados al gobierno corporativo. A diferencia de otras normas que disponen prácticas de buen gobierno corporativo recomendadas, la LMC contiene disposiciones de cumplimiento obligatorio para las sociedades emisoras. Es decir, que la LMC establece un piso mínimo, un orden público inderogable en término de gobierno corporativo.

A continuación, haremos un breve resumen de las principales disposiciones de gobierno corporativo que contiene la LMC.

- Régimen informativo general (hechos relevantes): las sociedades emisoras, a través de sus directores y los integrantes de su órgano de fiscalización, tienen la obligación de informar a la CNV y al mercado en general, en forma inmediata acerca de todo hecho o situación que por su importancia sea apto para afectar en forma sustancial la colocación de valores negociables o el curso de su negociación. A tal fin, la sociedad deberá designar a una persona para que se desempeñe como responsable de relaciones con el mercado a fin de realizar la comunicación y divulgación de las informaciones. Si bien el criterio general es el que fija el artículo 99 de la LMC y que fuera descripto anteriormente, la Normas de la CNV enumeran a mero modo ejemplificativo algunos supuestos que las emisoras deben informar obligatoriamente. Por ejemplo, alteraciones de importancia en sus actividades, pérdidas superiores al 15% de su patrimonio neto o situaciones de insolvencia o renuncia de directores.

- Comité de auditoría y criterio de independencia: el artículo 109 de la LMC exige la constitución de un comité de auditoría en las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones y cuya mayoría esté compuesta por directores independientes, conforme a los criterios que determine la CNV. Estos criterios determinan en forma genérica que, para ser calificado de independiente, el director deberá serlo tanto respecto de la sociedad como de los accionistas de control y no deberá desempeñar funciones ejecutivas en la sociedad. Las funciones del comité de auditoría son principalmente de supervisión y control como, por ejemplo, opinar respecto de la propuesta del Directorio para la designación de los auditores externos a contratar por la sociedad y velar por su independencia, supervisar el funcionamiento de los sistemas de control interno y gestión de riesgos, brindar opinión sobre la propuesta de honorarios de los directores de la sociedad y verificar el cumplimiento de las normas de conducta. Asimismo, es su función emitir opinión fundada respecto de las operaciones que la emisora celebre con partes relacionadas.
- Régimen informativo contable: a las entidades emisoras comprendidas en el régimen de la oferta pública les aplican disposiciones particulares referidas a la información contable que publican. En tal sentido, de conformidad con el artículo 60 de la LMC, y sin perjuicio de la información requerida por las disposiciones legales aplicables, las emisoras deberán incluir adicionalmente en sus memorias y notas complementarias a sus estados contables información específica que se presupone de interés del público inversor.
- Contratos con partes relacionadas: de conformidad con el artículo 72 de la LMC, las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones deben cumplir un procedimiento específico para los actos y contratos que la sociedad celebre con una "parte relacionada" y que involucre un "monto relevante", tal como la ley define a ambos términos. El comité de auditoría o, en su defecto, dos firmas evaluadoras independientes, deberán pronunciarse previamente acerca de si las condiciones de la operación pueden razonablemente considerarse adecuadas a las condiciones normales y habituales del mercado. La operación deberá ser sometida a aprobación previa de la asamblea cuando las condiciones previstas no hayan sido calificadas como razonablemente adecuadas al mercado por el comité de auditoría o por ambas firmas evaluadoras. Asimismo, estos actos o contratos, inmediatamente después de haber sido aprobados por el Directorio (previo pronunciamiento favorable del Comité de Auditoría o de las firmas independientes) o por la asamblea en su caso, deberán ser informados al mercado como un hecho relevante. El objetivo de la norma es principalmente proteger al público inversor o accionistas minoritarios frente a posibles actos que puedan implicar un pago de un dividendo encubierto al accionista controlante o sociedades a él vinculadas o pagos indebidos a los miembros de los órganos de administración o fiscalización, a través de la celebración de contratos por precios fuera de mercado, por ejemplo pagando la sociedad emisora más de lo que pagaría a un tercero contratante independiente o cobrando menos por un producto o servicio de lo que le cobraría a un tercero independiente.

- Lealtad de los directores: la LMC hace énfasis en el deber de lealtad con el que deben actuar los directores de las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones. Entre ellas, la prohibición de hacer uso de los activos sociales y la de hacer uso de cualquier información confidencial, con fines privados, la prohibición de aprovechar para su favor las oportunidades de negocio de la sociedad y evitar todo potencial conflicto de intereses con los de la sociedad.

2. Normas de la CNV – Código de Gobierno Societario

Como ya se mencionara anteriormente en este trabajo, en nuestro país la mayoría de las prácticas de buen gobierno corporativo se encuentran en el CGS que forma parte de las Normas de la CNV. Se trata de un reporte que los directorios de todas las sociedades emisoras deben incluir como anexo en la memoria de ejercicio anual. Para la preparación del reporte el Directorio debe seguir el modelo que se adjunta como anexo al CGS y detallar cómo aplican los principios y prácticas allí contenidos bajo el sistema denominado "aplica o no, explique". En tal sentido, el Directorio debe informar: (i) si

aplica la práctica recomendada en su totalidad y de qué modo lo hace; o (ii) explicar las razones por las cuales no la adopta, si contempla aplicarla en un futuro y cómo cumple actualmente con el principio que inspira a la práctica no aplicada.

El primer CGS fue introducido por la CNV en el 2007 y fue actualizado por última vez en el año 2019. Su principal objetivo es promover la transparencia y proteger los derechos de los inversores y del público en general. Asimismo, busca ser educacional, generando una cultura sólida de buenas prácticas de gobierno societario en todas las compañías.

Entre las razones que motivaron la última versión del CGS, se observó que ante el incumplimiento de una práctica las sociedades utilizaban, por lo general, tres tipos de justificaciones: (i) el directorio no consideraba necesario adoptar la recomendación, sin proveer explicaciones adicionales de por qué; (ii) la existencia de un área dentro de la compañía que se encargaba apropiadamente de llevar adelante la recomendación, y por lo tanto no resultaba necesario incorporar la práctica recomendada; y (iii) la emisora consideraba que la normativa vigente (ya sea de la CNV, leyes, etc.) regula de manera suficiente todo lo relativo a la recomendación. Asimismo, se observó que, por la calidad de las respuestas obtenidas, el CGS por entonces vigente fallaba en constituirse como una herramienta completamente efectiva para generar un cambio de comportamiento en la gobernanza de las emisoras. Por su parte, había mucho margen de mejora en la calidad de información que podría proveer para monitorear las buenas prácticas de las compañías por parte del público inversor. El actual CGS está estructurado en tres niveles: (i) 22 principios; (ii) 29 prácticas recomendadas; y (iii) sus respectivas orientaciones. Tal como explica el propio CGS, los principios son conceptos generales que subyacen a todo buen gobierno societario y guían e inspiran a las prácticas recomendadas en el CGS y otras prácticas *ad-hoc* que las sociedades emisoras puedan determinar. Luego, en un segundo nivel, encontramos a las 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 misma manera como detalla el CGS. Por último, las orientaciones funcionan como guía, justificando y explicando con mayor detalle y claridad los principios y las prácticas que los reflejan.

Estos principios, prácticas y orientaciones están a su vez agrupados en siete subgrupos:

A) La función del Directorio: hace referencia a la existencia de un Directorio profesional y capacitado que lidere a la sociedad, observando los más altos estándares de ética e integridad en función del mejor interés de la compañía. El Directorio debe ser el encargado de asegurar una estrategia inspirada en la visión y misión de la compañía, ejerciendo un control y supervisión permanente de la gestión de esta.
B) La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa: el presidente del Directorio y de cada comité debe liderar a sus miembros y asegurar el cumplimiento efectivo de sus funciones, garantizando que todos estén involucrados y puedan participar contando con los elementos e información necesaria para la toma de decisiones. La Secretaría Corporativa apoya al presidente en la administración efectiva del Directorio y colabora en la comunicación entre accionistas, Directorio y gerencia.
C) Composición, nominación y sucesión del Directorio: se busca un Directorio independiente y diverso, capaz de tomar decisiones en pos del mejor interés de la compañía, evitando el pensamiento de grupo y la existencia de grupos dominantes dentro del Directorio. Asimismo, el Directorio deberá asegurar la existencia de un plan de sucesión de los miembros del Directorio, a través de la existencia de un Comité de Nominaciones.
D) Remuneración: el Directorio debe generar incentivos a través de la remuneración, para alinear a la gerencia y al Directorio con los intereses de largo plazo de la compañía, de manera tal que todos los directores cumplan con sus obligaciones respecto a todos los accionistas de forma equitativa. Ello se traduce en la existencia de un Comité de Remuneraciones conformado por miembros independientes o no ejecutivos y una política de remuneración para el gerente general y miembros del Directorio.
E) Ambiente de control: vela por la existencia de un ambiente de control compuesto por controles internos desarrollados por la gerencia, la auditoría interna, la gestión integral de riesgos, el cumplimiento regulatorio y la auditoría externa.

F) Ética, integridad y cumplimiento: se refiere a la existencia de una cultura de ética, integridad y cumplimiento de normas, a través de mecanismos que prevengan faltas y conflictos de interés. Ello se traduce en la formalización de un Código de Ética y Conducta y de un Programa de Ética e Integridad. Asimismo, busca asegurar que las transacciones entre partes relacionadas se realicen en miras del mejor interés de la compañía y con un tratamiento equitativo de todos sus accionistas.
G) Participación de los accionistas y partes interesadas: debe asegurarse que todos los accionistas sean tratados en forma equitativa, promoviendo su participación activa y garantizando el acceso igualitario a la información no confidencial y relevante para la toma de decisiones asamblearias. Asimismo, la compañía deberá contar con una Política de Distribución de Dividendo transparente que se encuentre alineada a la estrategia. La compañía deberá además tener en cuenta los intereses de sus partes interesadas y contar con un canal de comunicación para las mismas.

Cabe destacar que el CGS otorga a las sociedades suficiente libertad como para explicar la eventual no adopción de una determinada práctica, pero cumplir con el principio que la inspira de un modo alternativo. En ese caso, la aplicación de una práctica distinta a la sugerida por el CGS pero con un efecto o resultado similar, puede ser equiparada a cumplimiento del principio. Así, resulta fundamental que las compañías incluyan una descripción del modo en que se cumple con el principio en cuestión a través de la aplicación de una o más prácticas alternativas.

A diferencia de las prácticas de cumplimiento obligatorio para todas las sociedades emisoras que fija la LMC, el CGS dispone prácticas que, en principio, tienen carácter de recomendación. En tal sentido, son "mejores prácticas" que las sociedades deben utilizar como una suerte de guía. La CNV supervisa que las empresas informen adecuadamente sobre su grado de cumplimiento al público y al regulador, velando por el cumplimiento de los plazos de entrega y el contenido de la misma.

Si bien su adopción es en principio voluntaria, no así es el deber de informar. De no hacerlo, las sociedades emisoras pueden ser sancionadas de conformidad con el artículo 132 de la LMC. Asimismo, las obligaciones de veracidad de la información quedan bajo la responsabilidad del emisor, directores y síndicos. De verificarse que la emisora ha provisto información falsa, podrá también aplicarse el artículo 132 de la LMC. En tal sentido, la LMC otorga a la CNV el poder disciplinario en relación a las violaciones de la ley, con facultad para requerir informes, realizar inspecciones e investigaciones sobre las personas sujetas a su fiscalización, recabar el auxilio de la fuerza pública, iniciar acciones judiciales, denunciar delitos y constituirse en parte querellante (art. 20 de la LMC). Las sanciones previstas ante la detección de infracciones a la LMC y a las normas reglamentarias son: apercibimiento, multa, inhabilitación para ejercer funciones como miembro de un órgano societario, suspensión del régimen de oferta pública, o prohibición para efectuar ofertas públicas de valores.

Como ya dijimos, la adopción de las prácticas contenidas en el CGS es en principio voluntaria. Sin embargo, y tal como lo indica el CGS al referirse a su alcance, la implementación de estas recomendaciones debe ser considerada dentro del marco del derecho societario y los requerimientos establecidos por la CNV y otras regulaciones relevantes. Por lo tanto, si bien el propio CGS no dispone en forma expresa una sanción específica, en el caso de una sociedad que cumpliera con la obligación de emitir dicho reporte pero que no aplicara sus prácticas o principios, ésta podría ser pasible de sanciones por parte de la CNV en la medida en que dicho incumplimiento derivara en otras faltas pasibles de sanciones por parte de dicho organismo.

Por su parte, al ser un documento que las sociedades emisoras deben obligatoriamente emitir anualmente, de acceso público (basta con ingresar a la web de la Autopista de la Información Financiera de la CNV para poder verlo y descargarlo) y con carácter de declaración jurada, el CGS tiene un gran efecto disuasorio sobre las sociedades emisoras. Ninguna sociedad se sentirá cómoda informando a sus accionistas y/o potenciales inversores que no cumple con los principios o no aplica las prácticas que el CGS enumera simplemente porque no se encuentra obligada por ley o porque no las considera relevantes. Sobre todo si se tiene en cuenta que otras sociedades emisoras, con las que

directa o indirectamente compiten (al menos en lo que hace al acceso de financiamiento) reportan que sí los cumplen y aplican. Por lo tanto, y como veremos más adelante, la mayoría de las respuestas de las principales sociedades emisoras son en sentido favorable en cuanto a la aplicación de las prácticas recomendadas por el CGS.

Asimismo, el propio CGS dispone que los reportes que preparen las compañías serán monitoreados por la CNV. A tal fin, en forma anual la CNV seleccionará a través de un sorteo ciertas compañías para ser monitoreadas detalladamente durante tres ejercicios anuales, considerando la calidad de sus respuestas. El primer sorteo se hizo recientemente en octubre de 2020 en el que, a través del Grupo de Trabajo en Gobierno Corporativo de la CNV[21], resultaron seleccionadas dos sociedades por acciones de alta capitalización, dos sociedades por acciones de media capitalización, dos sociedades por acciones de baja capitalización y dos sociedades emisoras de obligaciones negociables. Por cada sociedad se abrió un expediente que luego contendrá el informe redactado por el profesional designado por la CNV con el análisis de las respuestas brindadas en su reporte. Dicho reporte contendrá tres tipos de calificaciones: (i) "Muy Buena" cuando la respuesta sea satisfactoria y no haya sugerencias; (ii) "Buena" cuando la respuesta sea satisfactoria pero mejorable, para lo cual el profesional ofrecerá una sugerencia y (iii) "Mala" cuando la respuesta sea de baja calidad por lo que deberá ser reformulada en el próximo ejercicio considerando las sugerencias del profesional. Luego de comunicar el informe a la emisora bajo análisis, se dará cierre al expediente para comenzar el mismo procedimiento el año siguiente. Si bien son pocas las emisoras que son efectivamente monitoreadas, el hecho de que cualquiera pueda resultar sorteada tiene un fuerte efecto disuasorio sobre todo el universo de sociedades cotizantes. Adicionalmente a este procedimiento, la CNV mantiene su facultad de monitorear las buenas prácticas de gobierno societario de cualquier compañía cuando lo estime necesario o conveniente.

En principio, podríamos decir que esta suerte de incentivo que el CGS representa para las sociedades emisoras es positivo en tanto tiene por efecto incrementar la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo, "contagiándose" de una sociedad emisora a otra. Sin embargo, también podría llevar a las sociedades emisoras a informar en su reporte que cumplen con un principio o práctica con el sólo fin de evitar ser juzgadas negativamente por quienes evalúen su reporte (organismos de control, accionistas, potenciales inversores y público en general), pero que en realidad no lo han hecho o las han adoptado solo en lo formal, pero sin ningún tipo de impacto real en el desarrollo de la compañía. Esto nos lleva al objetivo de este trabajo que es justamente determinar si existen o podrían existir prácticas de greenwashing corporativo por parte de las sociedades emisoras en el mercado de capitales argentino.

Cabe destacar que la última versión del CGS, en su capítulo 2 que tiene carácter introductorio, establece que "No es el objetivo del Código que las respuestas que brindan las compañías sean utilizadas para realizar una ficha de puntuación o ranking dado que ello podría llevar a un mero ejercicio de "marcar la casilla" para evitar puntuar o clasificar mal". Es decir, que el CGS hace un esfuerzo por evitar que las sociedades emisoras busquen responder afirmativamente a toda costa, cayendo en un mero ejercicio de marcar la casilla o *box ticking*, contestando todos los años de la misma forma, y busca que las respuestas sean sinceras y fundamentadas. Según la OCDE, las empresas que consideran al cumplimiento como *box ticking* generalmente no tienen una visión para mejorar su gobierno corporativo, sino que simplemente buscan cumplir con el reporte bajo el menor costo posible. Esto genera que el nivel de efectiva implementación de prácticas de gobierno corporativo -y por ende los cambios en prácticas que generen un impacto positivo- se mantenga igual o baje[22].

[21] Equipo integrado por la Gerencia de Gobierno Corporativo y Protección al Inversor de la CNV y al que fueron invitados a participar las sociedades listadas.

[22] OECD (2016), Strengthening Corporate Governance Code in Latin America, OECD Publishing, Paris http://www.oecd.org/daf/ca/LART-2016-Strengthening-Corporate-Governance-Codes-Latin-America.pdf

3. Panel de Gobierno Corporativo - BYMA

A fines del 2018, BYMA lanzó el Panel de Gobierno Corporativo (PGC), una iniciativa de autorregulación (es decir, no exigida por ninguna ley o normativa argentina) donde se destacan las empresas con buenas prácticas de gobierno corporativo. A tal fin, BYMA emitió el Reglamento de PGC que contiene los requisitos que las emisoras deben acreditar en caso de decidir ingresar al PGC. Al igual que el CGS, el PGC sigue estándares internacionales, por lo que puede decirse que las sociedades listadas en el PGC se encuentran alineadas a las mejores prácticas. Una sociedad que ha ingresado al panel se supone, por las normas y prácticas que ha adoptado, que protege aún más los derechos de sus accionistas, que posee mejores mecanismos de divulgación y estructuras de monitoreo y control.

El PGC fue ideado a semejanza del "Novo Mercado" de la Bolsa de San Pablo, Brasil (B3 - Brasil Bolsa Balcão S.A., antes denominado BM&FBOVESPA). El Novo Mercado ("nuevo mercado" en español) es un panel para la comercialización de acciones emitidas por compañías que se han comprometido voluntariamente a adoptar prácticas de gobierno corporativo adicionales, más allá de las requeridas por la legislación brasilera.

Tanto el Novo Mercado como el PGC tienen como uno de sus objetivos y ventaja para las sociedades allí listadas darles mayor visibilidad en el mercado de capitales. Con eso se busca atraer un mayor número de inversores, al asegurar derechos a los accionistas, la posibilidad de que los participantes del mercado tengan más información, buscando mitigar la asimetría de la información.

Como ya se mencionara, la adhesión de las sociedades emisoras al panel es voluntaria. Se materializa a través de la firma de un acuerdo entre los emisores y BYMA, que deberá ser informado al mercado como hecho relevante.

Actualmente dicho panel se encuentra integrado por sólo cinco compañías, aunque se espera que a futuro ese número aumente, tal como sucedió con el Novo Mercado, donde actualmente se encuentran listadas más de 40 sociedades[23].

Los requisitos para ingresar al PGC son similares a las prácticas recomendadas que contiene el CGS. Desde esa óptica, el PGC y el CGS son complementarios. Sin embargo, a diferencia del CGS, donde las sociedades pueden informar en su reporte que cumplen todas, algún o ninguna de las prácticas y principios allí contenidos, para ingresar al PGC las emisoras deben cumplir con todos los requisitos enumerados en el Reglamento de PGC. Por ello, en caso de detectarse el apartamiento de un emisor listado en el panel a algún requisito de su reglamento, BYMA podría aplicar sanciones que incluyen la suspensión transitoria del emisor del PGC y su salida del mismo para el supuesto en el que el emisor no remedie su incumplimiento. Por su parte, BYMA no efectúa un análisis o evaluación del contenido de los documentos de las emisoras que ingresan al panel, limitándose a verificar que dichas sociedades cuenten efectivamente con dicho documento. A modo de ejemplo, si una emisora debe contar con una determinada política para ingresar al panel, BYMA constará la existencia de dicha política, pero no efectuará un juicio de opinión sobre esa política, dejando en manos del inversor esa función. Esto difiere del monitoreo que la CNV efectúa sobre los reportes sobre cumplimiento del CGS de las emisoras. Como se verá más adelante, esto hace al PGC más permeable a eventuales prácticas de greenwashing corporativo, mientras que el monitoreo de la CNV -en la medida en que sea eficiente- limita o reduce esa posibilidad. Asimismo, el CGS resulta más flexible que el PGC dado que el primero establece principios que pueden ser cumplidos de diversas maneras mientras que el segundo exige el cumplimiento de varios requisitos específicos de ingreso y mantenimiento en el panel, resultado por lo tanto más rígido que el CGS.

Asimismo, si bien los principios y prácticas que orientan tanto al PGC como al CGS son en varios puntos similares, el PGC está orientado a un inversor más sofisticado, como por ejemplo los fondos

[23] https://www.parmais.com.br/blog/novo-mercado/

de inversión institucionales. Por ello es que, por ejemplo, gran parte de la información que las emisoras del PGC publican debe estar en idioma español e inglés (i.e. toda la información contenida en la Sección de Relaciones con Inversores y Gobierno Corporativo, su Reporte Anual y la posibilidad de recibir consultas de las partes interesadas en inglés). Esto elimina una barrera idiomática que muchas veces impide a los inversores extranjeros conocer y estar al día con lo que sucede con las sociedades argentinas. Asimismo, el PGC hace mucho foco en todo lo relativo al relacionamiento de la emisora con sus inversores, como ser:

- Contar con una Sección de Relaciones con Inversores y Gobierno Corporativo dentro de su sitio web que incluya como mínimo, cierta información requerida por BYMA.
- La designación de un Oficial de Relaciones con Inversores, encargado de responder las solicitudes de información de los inversores y otras partes interesadas, mantener actualizada la Sección de Relaciones con Inversores y Gobierno Corporativo del sitio web y coordinar el proceso de creación y divulgación del reporte anual.
- Presentar todos los años un calendario de relaciones con inversores.
- Publicar en la Sección de Relaciones con Inversores y Gobierno Corporativo de su sitio web un Reporte Anual aprobado por el Directorio que contenga información del emisor, sus estructuras, principios y prácticas de gobierno corporativo información, descripción de las prácticas, políticas y proyectos adoptados en materia de sustentabilidad y un resumen de los resultados financieros.

Todos estos requerimientos para ingresar al PGC si bien pueden ser aprovechados por cualquier inversor (una persona que compró una acción o que planea invertir en la emisora puede ponerse en contacto con el Oficial de Relaciones con Inversores, analizar la información de la emisora e incluso hacer consultas sobre la misma) suelen ser solicitados, utilizados y vistos con buenos ojos por parte de los inversores institucionales.

A continuación, se enumerarán otros de los requisitos para ingresar al PGC, haciendo foco principalmente en aquellos que serán de mayor utilidad a los fines del presente trabajo:

- El Directorio debe aprobar un Reglamento para su funcionamiento que, como mínimo, debe contemplar (i) el rol del Directorio, sus funciones y responsabilidades; (ii) su estructura y la duración del cargo de sus miembros; y (iii) las prácticas y procedimientos para la realización de sus reuniones.
- El Directorio debe estar conformado por personas de ambos géneros.
- Las sociedades listadas deben contar con procedimientos formales de evaluación anual del Directorio y divulgarlos al mercado.
- El emisor debe establecer un Comité de Nominaciones y Remuneraciones (con la alternativa de poder optar por separar las funciones de nominaciones y remuneraciones en dos comités), integrado por al menos tres directores no ejecutivos y cuyo presidente debe ser independiente.
- Asimismo, deberá contar con políticas de Nominaciones para la selección de candidatos a ocupar las vacantes en el Directorio y de Remuneraciones que determine los paquetes remunerativos para los directores.
- El Directorio debe aprobar una Política de Dividendos que contengan (i) las circunstancias legales e internas que habilitan la distribución de dividendos; (ii) los criterios utilizados por el Directorio para decidir la recomendación de distribuir dividendos; (iii) el método utilizado para determinar el porcentaje de las ganancias que serán pagadas como dividendo; y (iv) el procedimiento para su pago.

Al igual que mencionáramos con el CGS, con el PCG podría darse el mismo fenómeno de greenwashing corporativo. Es decir, el riesgo de sociedades que, en su afán de ingresar al PGC y obtener mayor visibilidad, se muestren más robustas en términos de buenas prácticas de gobierno corporativo de lo que realmente son.

C. Políticas y lineamientos de gobierno corporativo de fondos de inversión

Además de las exigencias en materia de gobierno corporativo propias de cada país a través de su plexo normativo y de organismos internacionales, otro actor importante en lo que hace a la promoción de buenas prácticas de gobierno corporativo son los fondos de inversión.

Últimamente ha aumentado el número de fondos de inversión que no sólo miran el rendimiento de las sociedades en las que invierten desde una óptica netamente económico-financiera, sino que también prestan atención a otras cuestiones como la sustentabilidad y la buena gobernanza. Se trata por lo general de fondos de inversión de los denominados "institucionales" con mandatos de inversión a largo plazo y que asumen un rol activo exigiendo a las sociedades la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo

Según un reporte de Morningstar[24], una empresa de servicios financiero con sede en Chicago, EE.UU., los fondos enfocados en cuestiones medioambientales, sociales y de gobernanza operan actualmente alrededor de USD1,1 billones, más que el doble de los niveles registrados en 2016.

A modo de ejemplo, BlackRock, Inc., el fondo de inversión más grande del mundo y uno de los principales impulsores del acuerdo de deuda que el gobierno argentino selló con los bonistas en agosto de 2020, emitió en enero de 2020 las "BlackRock Investment Stewardship. Corporate governance and proxy voting guidelines for U.S. securities". Se trata de una guía con las principales pautas para la emisión de votos y filosofía de BlackRock sobre cuestiones de gobierno corporativo que surgen comúnmente a la hora de votar valores estadounidenses y sus expectativas respecto a los Directorios de las sociedades. Si bien estos lineamientos aplican a los valores de los Estados Unidos podría decirse que son extensibles al resto de los países del mundo con mercados de capitales desarrollados, máxime considerando la importancia que tiene el mercado de valores de los Estados Unidos. Asimismo, en el caso de la Argentina, muchas sociedades locales cotizan sus valores también en dicho mercado bajo la forma de *American Depositary Receipts* (ADR). De hecho, la propia guía establece que para compañías listadas en varios mercados o listadas en los Estados Unidos pero constituidas en otro país, se buscará aplicar las pautas de mercado más relevantes al análisis de la estructura de gobierno corporativo de la empresa y, en caso de silencio de las pautas principales sobre un determinado tema, se usará el juicio profesional en busca de proteger los intereses a largo plazo de los inversores.

Estas directrices están divididas en ocho puntos principales que suelen aparecer en la agenda de las asambleas de accionistas ordinarias y extraordinarias. A continuación, haremos un breve resumen de esos puntos, los cuales en su mayoría guardan una gran similitud con los marcos normativos y principios analizados en los puntos anteriores.

- Directorio y directores: la mayoría de los miembros del Directorio deben ser independientes al igual que los miembros clave de los comités (auditoría, remuneraciones y nominaciones). El Directorio debe tener un rol activo y apropiado en el control del *management* y los negocios de la compañía. No se votará a favor de propuestas de directores que pueda tener conflictos entre sus propios intereses y los de la compañía, que hayan tenido una baja asistencia a reuniones de directorio o de comités (al menos deben contar con un 75% de asistencia) o que cumplan funciones en varios directores a la vez, lo que reduce el foco y atención que deben tener en los asuntos de cada sociedad. Asimismo, se espera que los directores estén comprometidos y respondan a los intereses y preocupaciones de los accionistas. Debe haber diversidad en la conformación del Directorio, el cual debe ser renovado en forma periódica para asegurar las habilidades y experiencia necesaria para el cargo, con revisiones periódicas de desempeño y evaluaciones de habilidades junto a un plan formal de sucesión de miembros clave del Directorio y *management*.

- Auditores y cuestiones relacionadas con la auditoria: BlackRock reconoce la importancia crítica de los estados contables para brindar información completa y precisa de la situación

[24] https://www.morningstar.com/company/esg-investing

financiera de las emisoras. Por eso el rol clave del Comité de Auditoría en su control de la auditoría de la compañía y la importancia de la designación de sus miembros.

- Estructura de capital: BlackRock apoya la existencia de cantidades de votos en proporción a la participación económica de cada accionista sin distinción, por lo que recomienda revisar la existencia o creación de clases acciones. Su estándar es "Un voto por una acción".

- Fusiones, ventas de activos y otras transacciones especiales: La principal preocupación de BlackRock son los mejores intereses económicos a largo plazo de los accionistas. Por ello, la transacción propuesta debe ser, en principio, aprobada por el Directorio en forma unánime, responder a un criterio estratégico, operativo o financiero claro y representar una prima sobre el precio de negociación de la empresa.

- Remuneración de ejecutivos: en líneas generales, BlackRock apoya planes de compensación en acciones que alineen los intereses económicos de los directores, managers y empleados con los de los accionistas.

- Cuestiones sociales y medioambientales: BlackRock considera que una compañía bien administrada es aquella que tiene en cuenta todas aquellas cuestiones ambientales y sociales que son relevantes para su negocio. Una divulgación sólida en ese sentido es esencial para que los inversores puedan evaluar eficazmente las prácticas comerciales y la planificación de las empresas relacionadas con los riesgos y oportunidades en materia ambiental y social. BlackRock cuenta con una guía específica relativa a cambio climático ("How BlackRock Investment Stewardship engages on climate risk"), donde se reconoce que el cambio climático presenta riegos y oportunidades a la hora de invertir y que puede afectar la sustentabilidad financiera de las compañías a largo plazo. De ahí la importancia de que las compañías puedan identificar, manejar y difundir a sus inversores los riesgos propios del cambio climático. Más recientemente, hace pocos meses BlackRock emitió un nuevo documento titulado "Our approach to sustainability. BlackRock Investment Stewardship" en donde incluso informa que ha puesto a 191 compañías "on watch", algo así como en vigilancia debido a que su nivel de divulgación de información, objetivos y prácticas sobre cuestiones ambientales no fue satisfactorio, dándoles un plazo de entre 12 y 18 meses para revertir dicha situación y alcanzar las expectativas del fondo, bajo pena de emitir votos negativos contra sus directivos.

- Cuestiones generales de gobierno corporativo: BlackRock apoya por lo general medidas tales como (i) los pases de las asambleas a cuarto intermedio para obtener mayores votos para la toma de decisiones; (ii) el no uso de propuestas u órdenes del día atados o agrupados, de modo de permitir a los accionistas tomar decisiones de forma individual; (iii) el voto favorable sólo en aquellos casos en los que se otorga a los accionistas la oportunidad de revisar y comprender las medidas propuestas y llevar a cabo un nivel adecuado de supervisión; y (iv) la revisión periódica de las estructuras de gobierno corporativo y control, de manera que puedan evolucionar a medida que cambian las circunstancias de la empresa.

- Protección de los accionistas: no se votará a favor de propuestas -en especial a los que hace a cambios de documentos de gobierno corporativo- que no sean puestas a consideración de los accionistas con la debida anticipación. Asimismo, BlackRock considera que los accionistas minoritarios deberían tener la posibilidad de poder nominar y elegir miembros del directorio. En igual sentido, en circunstancias excepcionales, los accionistas deberían tener la oportunidad de plantear cuestiones que consideren de importancia sustancial sin tener que esperar a que el Directorio convoque a una asamblea.

A su vez, este año en su tradicional carta a los CEO de las distintas empresas, Larry Fink, Presidente y CEO de BlackRock y considerado el financista más influyente del mundo, destacó la importancia del cambio climático como un factor determinante en las perspectivas a largo plazo de las empresas y el sistema financiero global. Y cómo a raíz de ello, muchos de sus clientes (tanto instituciones como

individuos) cada vez prestan más a atención en dónde el fondo invierte su dinero, solicitando un cambio en el porfolio de inversiones que tenga el medio ambiente en cuenta. Según sus propias palabras, en un futuro cercano, y antes de lo que la mayoría anticipa, habrá una reasignación significativa de capital en ese sentido. Cada gobierno, empresa y accionista debe enfrentar el cambio climático.

En esa línea, BlackRock considera que las carteras de inversión integradas en sostenibilidad y clima pueden proporcionar mejores rendimientos para los inversores a futuro, por lo que se colocará a la sostenibilidad en el centro de su enfoque de inversión.

BlackRock es sólo un ejemplo, pero hoy en día prácticamente todos los grandes fondos de inversión contemplan al gobierno corporativo dentro de sus lineamientos. Así, Vanguard -otro de los grandes fondos de inversión a nivel mundial y con sede en EE.UU.- en su reporte anual de este año destacó cómo las lecciones de 2020 tendrán un efecto duradero en el gobierno corporativo y la administración de inversiones[25]. Fidelity también cuenta con sus propios principios de gobierno corporativo y lineamientos de voto por poder ("Proxy Voting Guidelines") [26], en las que explica cómo evalúa las prácticas de gobiernos corporativo de cada sociedad en la que invierte.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

[25] https://about.vanguard.com/investment-stewardship/perspectives-and-commentary/2020_investment_stewardship_annual_report.pdf
[26] https://www.fidelity.com/bin-public/060_www_fidelity_com/documents/about-fidelity/fidelity-stewardship-and-proxy-principles.pdf y https://www.fidelity.com/bin-public/060_www_fidelity_com/documents/Full-Proxy-Voting-Guidelines-for-Fidelity-Funds-Advised-by-FMRCo-and-SelectCo.pdf

IV. Análisis de la información publicada por distintas emisoras argentinas

Habiendo ya efectuado un repaso por las prácticas de buen gobierno corporativo y sus principales cuerpos normativos, a continuación nos adentraremos en el objetivo específico de este trabajo. Para ello, analizaremos la información publicada por varias sociedades emisoras argentinas, en especial aquella publicada a través de los reportes que deben preparar en cumplimiento del CGS de la CNV y en sus respectivos sitios web (políticas, normas, etc.). Las sociedades que se han seleccionado para este trabajo son aquellas que a la fecha se encuentran listadas en el PGC de BYMA, en el entendimiento que se trata de las sociedades que han adoptado las mejores y más completas prácticas de gobierno corporativo.

Dado que el objetivo de este trabajo no es efectuar una crítica ni reproche ni elogio puntual a determinadas sociedades emisoras, sino un análisis a nivel macro del gobierno corporativo en la Argentina, omitiré nombrar a las sociedades en particular, otorgándoles a cada sociedad en forma aleatoria un número para identificarlas: Sociedad Uno, Sociedad Dos, Sociedad Tres, Sociedad Cuatro y Sociedad Cinco. A su vez, se hará foco en aquellas cuestiones en las que se detecten faltas, inconsistencias o incumplimientos.

A. Grado de cumplimiento reportado por las emisoras

Reglamento del Directorio y sus comités

Una de las primeras prácticas del CGS se refiere a la existencia de reglas claras y formalizadas para el funcionamiento y organización del Directorio y sus comités, las cuales deben divulgarse través de la página web de la compañía.

Asimismo, el PGC de BYMA, en su capítulo correspondiente a "Transparencia y Divulgación de la Información", establece como requisito que el emisor cuente con una Sección de Relaciones con Inversores y Gobierno Corporativo dentro de su sitio web que incluya, entre otros, los reglamentos de sus órganos.

La **Sociedad Uno** informa que aplica esta práctica y en particular manifiesta que cada Comité de Directorio cuenta con un Reglamento Interno, los cuales se encuentran disponibles en su página web. Sin embargo, luego de navegar por su web, no ha sido posible dar con el reglamento del Directorio ni de sus comités.

Con el resto de las sociedades analizadas no hubo inconvenientes para dar con los reglamentos internos de sus órganos.

Plan de sucesión del Directorio

El CGS incluye como buena práctica el desarrollo por parte del Directorio, a través del Comité de Nominaciones, de un plan de sucesión para sus miembros. Dicho plan debe guiar el proceso de preselección de candidatos para ocupar vacantes y tener en consideración las recomendaciones no vinculantes realizadas por sus miembros, el Gerente General y los accionistas. Asimismo, debería contemplar la combinación de experiencias y capacidades que la sociedad requiere que sus directores posean, de modo de lograr la conformación de un Directorio diverso, profesional e independiente. El Comité de Nominaciones deberá proponer al Directorio los candidatos a ocupar las vacantes, con una opinión fundada sobre ellos.

En igual sentido, el PGC dispone que el Directorio debe aprobar, a propuesta del Comité de Nominaciones, una Política de Nominaciones, que, como mínimo, contemple: lineamientos y exigencias legales en cuanto a independencia e incompatibilidades de los directores; el proceso de identificación y evaluación de los candidatos, teniendo en consideración el perfil y composición de Directorio deseado; el proceso para que el Directorio elabore una propuesta de candidatos, etc.

La **Sociedad Uno** informa que aplica esta práctica dado que, con ajuste a lo establecido en su reglamento interno, el Comité de Nominaciones y Remuneraciones asiste al Directorio en materia de nominación de directores y miembros de la Alta Gerencia y desarrolla sus planes de sucesión. Sin embargo, no resultó posible acceder a dicho reglamento interno, política de nominaciones ni a plan de sucesión alguno dado que no hay información al respecto publicada en su web. Asimismo, en el punto 2.3 de su propio Código de Gobierno Corporativo la sociedad informa que "Los Directores son designados por la Asamblea de Accionistas de […]. **No existe ni se considera necesario contar con un Comité de Nombramientos que fije las normas y procedimientos inherentes a la selección de directores** […]" (el destacado me pertenece). Por lo tanto, daría la impresión de que la sociedad no cuenta realmente con un documento formal para la selección de los sucesores en el Directorio tal como lo recomienda el CGS y lo exige el PGC.

Por su parte, la **Sociedad Tres** al referirse al plan de sucesión se limita a repetir lo que dice su estatuto en cuanto a la designación de directores suplentes por clase de acciones y que las vacantes que se produzcan en el Directorio se irán ocupando modo en que irán ocupando las vacantes en el orden de su designación. Asimismo, hacen referencia a la facultad de los síndicos de designar directores, en caso de vacancia, cuyo mandato se extenderá hasta la elección de nuevos directores por la asamblea. Es decir, lo mismo que dispone el artículo 258 de la Ley General de Sociedades N° 19.550 (LGS).

Queda claro que, al menos por lo que informa, la Sociedad Tres no cuenta con un verdadero plan de sucesión o política de nominaciones que esté en línea con lo que tanto el CGS como el PGC pretenden.

Asimismo, la **Sociedad Cuatro** directamente informa que su Comité de Nombramientos "no tiene entre sus funciones y responsabilidades, desarrollar un plan de sucesión para sus miembros o los miembros que componen el Directorio". Tampoco da cuenta de la existencia de dicho plan o política de nominaciones a cargo de ningún otro órgano. Sin embargo, cuando uno investiga en su sitio web puede ver que existe un documento titulado Política de Nominaciones. Ahora bien, la política, de una carilla y media de extensión, se limita a informar que los miembros del Directorio son electos por la Asamblea de Accionistas, enumera los requisitos legales para poder ocupar los cargos en el Directorio y aclara que "los miembros del Directorio serán designados teniendo en cuenta su trayectoria profesional, idoneidad, conocimientos calificados, independencia de criterio, económica y de intereses, considerando además que puedan desempeñar sus funciones de forma objetiva e imparcial". Esta última enunciación de carácter genérico (y que podría aplicar a prácticamente cualquier emisora) no parece satisfacer lo que el CGS se refiere en cuanto a la combinación de experiencias y capacidades que cada sociedad requiere de sus directores, de modo de lograr la conformación de un Directorio diverso, profesional e independiente

<u>Diversidad de Género</u>

El PGC es terminante al requerir que el Directorio debe estar conformado por personas de ambos géneros para poder estar listado en el mismo. Esta es una medida que apunta a que haya cada vez más mujeres en los órganos más importantes de las sociedades, de modo que formen parte de la toma de decisiones más relevantes y ayudando a tener una sociedad cada día más igualitaria en términos de género.

El CGS por su parte dispone como mejores prácticas que el Directorio activamente propicie la conformación de un Directorio diverso, teniendo en consideración, entre otras cuestiones, la diversidad de género. Ello va de la mano de equidad en la remuneración, la posibilidad de que mujeres tengan acceso a puestos de liderazgo y combatir lo que se denomina "pensamiento de grupo" en los grupos homogéneos.

Sin embargo, nada dicen sobre el número o proporción de directoras que las sociedades deberían tener para considerar satisfecho el requisito. Tampoco se refieren a si bastaría con contar sólo con directoras suplentes, pero sin presencia del sexo femenino entre los directores titulares.

La Resolución General N° 34/20 dictada recientemente por la Inspección General de Justicia dispone la incorporación del cupo femenino obligatorio en órganos de administración y fiscalización de ciertas sociedades aunque excluye específicamente a las sociedades comprendidas en el inciso 1 del artículo 299 de la LGS, es decir, aquellas que hagan oferta pública de sus acciones o debentures, sometidas al control de la CNV. Dicha norma va incluso más allá de lo que disponen la CNV y BYMA ya que establece una composición de los órganos referidos que esté integrado por la misma cantidad de miembros femeninos que de miembros masculinos y, cuando la cantidad de miembros a cubrir fuera de número impar exige un mínimo de un tercio de miembros femeninos.

En misma línea, a través de la Decisión Administrativa 1744/2020, que llevó las firmas del jefe de Gabinete y de la ministra de Mujeres, Géneros y Diversidad, el Poder Ejecutivo estableció las pautas para lograr "estándares de igualdad de género en la organización interna de las empresas y sociedades con participación estatal". En sus fundamentos, resulta llamativo lo que informan en cuanto a que, conforme a datos publicados por el Centro de Implementación de Políticas Públicas para la Equidad y el Crecimiento (CIPPEC), la proporción de mujeres en los directorios de las empresas con participación estatal alcanzaba a mayo 2019 un escaso 8,4%. Asimismo, indica que esta cifra es muy similar a la proporción de mujeres en directorios de empresas que operan bajo el régimen de oferta pública, 8,8%.

Uno de sus lineamientos refiere específicamente a la adopción de políticas de promoción para la inclusión de mujeres y de personas LGTBI+. Las empresas que opten por avanzar con la implementación de estos lineamientos deberán trabajar en detectar y eliminar brechas salariales de género, fomentar la composición paritaria de sus directorios, incrementar la participación de las mujeres y de la población LGBTI+ en posiciones de liderazgo y de toma de decisiones, incrementar la presencia de mujeres y de personas LGBTI+ en ocupaciones tradicionalmente masculinas, entre otras medidas.

En este sentido, la norma dispone que se debe respetar un principio de composición que contenga a todas las identidades de género para la conformación del Directorio, conforme lo establecido en la Resolución General N° 34/20 de la Inspección General de Justicia antes analizada. Asimismo, se debe propender a la aplicación este principio para miembros representantes del Estado en los órganos de administración y fiscalización.

En lo que hace al objeto de este trabajo, esta norma aplicaría a las sociedades bajo el régimen de la oferta pública con participación estatal mayoritaria en el capital o en la formación de las decisiones societarias (conforme artículo 8º, inciso b) de la Ley Nº 24.156 de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional). Es decir que los lineamientos serían de aplicación para emisoras como YPF.

Yendo al análisis de las composiciones de los distintos órganos de las emisoras bajo estudio, en base a la información publicada en la Autopista de la Información Financiera de la CNV sobre sus órganos de administración, daría la impresión de que las sociedades consideran que cumplen con el requisito de diversidad de género aunque cuenten con un número muy bajo de mujeres en sus directorios, incluso en algunos casos con una sola directora, e independientemente de si es miembro titular o suplente.

La **Sociedad Uno** cuenta con ocho directores titulares y ningún suplente. Todos los directores son hombres salvo por una mujer.

La **Sociedad Dos** cuenta con diez directores titulares, sólo una es mujer. De los diez directores suplentes, dos son mujeres.

En la **Sociedad Tres**, pese a contabilizarse un total de doce directores titulares, no hay actualmente mujeres entre sus miembros. En el caso de los directores suplentes, la relación mejora a tres directores suplentes sobre un total de diez.

La **Sociedad Cuatro** cuenta con trece directores titulares y tres directores suplentes. De ese total de dieciséis directores, sólo uno es mujer, y resulta miembro de la familia que detenta el control de la emisora.

Por último, la **Sociedad Cinco** cuenta con diez directores titulares del sexo masculino y una directora titular. En cuanto a los suplentes, hay siete hombres y dos mujeres.

Si bien podría decirse que las sociedades Uno, Dos, Cuatro y Cinco cumplen -al menos formalmente- con el requisito de género para ingresar al PGC, dada la falta de precisión al respecto por parte del Reglamento de PGC, el caso de la Sociedad Tres parecería más dudoso dado que actualmente ninguno de los miembros del Directorio en ejercicio activo de sus funciones es mujer. Más llamativo resulta si se tiene en cuenta que la Sociedad Tres cuenta con un número elevado de miembros titulares, lo cual debería dar más chances a que ingresen mujeres. Sin perjuicio de ello, cabe destacar que, en su propuesta a la asamblea celebrada en el 2020, el Directorio incluyó a una mujer entre la nómina de potenciales directores. Sin embargo, la mayoría accionaria terminó designando un directorio titular integrado por hombres en su totalidad.

Es cierto que el camino hacia la igualdad de género en los órganos de las sociedades es, como en el resto de los ámbitos, un proceso paulatino. Probablemente pretender que en un período de tiempo breve las emisoras pasen a tener directorios conformados por mujeres en igual proporción o, al menos, en un número sustancial sea una exigencia muy grande. Sobre todo en aquellas sociedades donde históricamente no hubo mujeres en los órganos decisorios. Podría considerarse más lógico o realista que el aumento de la presencia de mujeres en los directorios sea en forma paulatina.

Sin embargo, no deja de resultar llamativo que, en todas las sociedades bajo análisis, todas cuenten en el mejor de los casos con tan sólo una directora titular. Más aun teniendo en cuenta que se trata de directorios conformados en promedio por diez directores titulares. Es decir, que el número de mujeres en ninguno de los casos supera el diez por ciento. Si bien este dato objetivo no debería ser suficiente para poder concluir que las emisoras están incurriendo en lo que llamamos greenwashing corporativo, sin dudas que el bajísimo o nulo número de mujeres en los directorios (titulares) no resulta para nada alentador en términos de gobiernos corporativo y sí sería un indicio de que podríamos estar en presencia de este fenómeno.

<u>Comité de Remuneraciones y Política de Remuneración</u>

Otra de las prácticas contenidas en el CGS se refiere a la existencia de un Comité de Remuneraciones que esté compuesto por al menos tres miembros, todos los cuales deben ser independientes o, al menos, no ejecutivos. Esta práctica está orientada a que el Directorio supervise y garantice que las decisiones en materia de remuneraciones sean tomadas de forma objetiva, independiente y considerando la equidad de género. Entre las funciones de este Comité está la de supervisar que la remuneración de los miembros del Directorio y gerentes de primera línea se vincule con el rendimiento a mediano y/o largo plazo. Asimismo, deberá explicar a los accionistas reunidos en asamblea, a través del presidente del Comité, la política de la compañía con respecto a la retribución de los miembros del Directorio y gerentes de primera línea.

Por su parte, y en línea con la práctica antes mencionada, el CGS recomienda como práctica que el Directorio, a través del Comité de Remuneraciones, establezca una política de remuneración para el gerente general y miembros del Directorio. Dicha política debe determinar la remuneración del gerente general y de otras posiciones clave de la gerencia fundando su enfoque en el desempeño conforme a la estrategia y sus indicadores de éxito. Asimismo, deberá establecer la remuneración de los miembros del Directorio, en especial la de los no ejecutivos o la de los independientes. A tal efecto, el Directorio deberá elevar una propuesta de su propia remuneración, que luego será determinada y aprobada por la Asamblea de acuerdo con los procedimientos establecidos por ley. La política en base a la cual se desarrolla esa propuesta deberá tomar en consideración el desempeño de

la compañía y criterios objetivos como el número de asistencias a reuniones o los roles y funciones específicos asignados a cada director, como por ejemplo la presidencia de un comité[27].

En forma análoga, es requisito para poder ingresar al PGC que las emisoras cuenten con un Comité de Remuneraciones (o Comité de Nominaciones y Remuneraciones si la sociedad decidió agrupar ambas funciones en un mismo órgano). A su vez, el Directorio debe aprobar, a propuesta de este comité, una Política de Remuneraciones. Como mínimo, la política debe: (i) establecer reglas para determinar la composición de paquetes remunerativos para los directores; (ii) describir, en caso de que aplique, el tratamiento otorgado a los paquetes remunerativos según el tipo de director (ejecutivo, no ejecutivo o independiente); y (iii) establecer reglas para determinar el reembolso de gastos.

Si bien no es del todo claro, de la lectura del CGS y el Reglamento de PGC y de las prácticas habituales del mercado, se desprende que la Política de Remuneraciones debe estar volcada en un documento formal, que contenga estos requisitos mínimos que la normativa dispone y al que cualquier inversor/accionista debería poder acceder. De hecho, el propio BYMA -que como ya dijimos participa a su vez del PGC- cuenta con una Política de Remuneración para Miembros del Directorio de BYMA a la cual cualquier puede acceder a través de su web, lo cual despejaría cualquier duda. Sin embargo, parecería que sólo dos de las cinco sociedades bajo análisis cumpliría con ello.

La **Sociedad Uno**, al responder este punto dice que aplica esta práctica, pero en lugar de referirse a una política específica, remite a lo establecido en el Reglamento Interno del Comité de Nominaciones y Remuneraciones. Asimismo, informa que los reglamentos internos de los comités se encuentran disponibles en su web. Sin embargo, resultó imposible encontrarlos en su web y cuando fueron requeridos a través de su sector de relaciones con invasores nunca se recibió respuesta al requerimiento. De todos modos, en base a la respuesta que da la Sociedad Uno en su reporte de cumplimiento del CGS, dicho reglamento sólo establecería funciones del Comité en la asistencia al Directorio en materia de remuneraciones aplicables a miembros del Directorio. Pero de ningún lado surgiría cuáles son los principios, parámetros y lineamientos vinculados con la política de remuneraciones.

La **Sociedad Dos**, a diferencia de la Sociedad Uno, sí cuenta con una "Política de Remuneraciones de Miembros del Directorio" disponible en su web. En tal sentido, al responder sobre esta práctica, la emisora informa que la aplica. Sin embargo, cuando uno da lectura a dicha política, nota que la misma estaría lejos de cumplir con los requisitos exigidos por la CNV y BYMA. Luego de describir cuál es su objetivo, la política hace una referencia al marco legal aplicable a las remuneraciones de los directores, es decir remite a la LGS. Posteriormente, se refiere al tratamiento que la Asamblea de Accionistas dará a la propuesta de honorarios que efectúe el Directorio y aclara que el monto que se pagará a cada director podrá variar de acuerdo a las funciones que desempeñe dentro de la estructura de la empresa y, en caso de que un director desempeñe funciones ejecutivas, podrá percibir montos adicionales por su desempeño como empleado. Por último, se refiere someramente a reembolso de gastos y a la actualización del monto que cobren los directores por inflación y teniendo en cuenta valores de mercado. Del análisis de esta política no surgirían todos los elementos requeridos por el CNV y que debería contener la política, como ser el desempeño de la compañía, desempeño personal de los directores y otros criterios objetivos. En cuanto al PGC, si bien la política parecería más alineada a los requisitos mínimos para ingresar al panel de BYMA, no cumpliría en forma acabada o integral con el requisito de establecer reglas para determinar la composición de paquetes remunerativos para los directores, dado que la descripción que hace es, al menos, muy genérica.

La **Sociedad Tres** no contaría con una Política de Remuneraciones. Al tratar específicamente este punto parecería desviarse de la respuesta dado que se refiere al reglamento del Comité, pero no da cuenta de la existencia de una política que mida desempeño personal y de la compañía y otros criterios

[27] En principio, quien forma parte de un comité debería recibir mayor remuneración que un miembro que no es parte de ninguno.

objetivos. Asimismo, el reglamento del Comité tampoco refiere a dichos requisitos, sino que se limita a referirse al alcance, facultades y forma de actuación del órgano.

Por su parte, si bien cuenta con un Comité de Nombramientos y Remuneraciones, su actuación no incluye a todos los directores sino sólo a los ejecutivos, dejando afuera por lo tanto a los directores no ejecutivos y a los independientes. En tal sentido, al responder este punto la emisora informa que cuenta con un Comité de Nombramientos y Remuneraciones del Directorio responsable de decisiones en materia de compensaciones y designaciones sobre las posiciones de Gerente General (CEO) y su primer nivel de reporte y a aquellos directores con funciones ejecutivas en la sociedad. Sin embargo, ni en CGS ni en PGC determinan o permiten que el Comité tenga injerencia sólo sobre una parte del Directorio. Es decir, las funciones del Comité deberían abarcar la remuneración de todos los directores.

La **Sociedad Cuatro** informa en su reporte de cumplimiento del CGS que cuenta con lo que denomina "Comité de Incentivos" y que es el responsable del establecimiento de una "Política de Compensaciones Fijas y Variables". Esta política aplica a todos los colaboradores de la sociedad, incluyendo la "Alta Gerencia". La Sociedad Cuatro distingue por un lado a sus "Directivos" y por otro a los Gerentes de "Alta Gerencia". Es decir que la Política de Compensaciones no aplica a sus directores. Asimismo, en su reporte de CGS aclara que "el Comité de Incentivos no tiene responsabilidad respecto el establecimiento de la remuneración del Directorio". De hecho, cuando se ingresa a la sección de relaciones con inversores de la web de la Sociedad Cuatro, el nombre completo del órgano es "Comité de Incentivos **al Personal**" (el destacado me pertenece). Por lo tanto, esta emisora al momento de responder específicamente sobre la existencia de un comité y una política de remuneraciones para los miembros del Directorio hace referencia a un órgano y una política que no tienen injerencia sobre la remuneración de los miembros del Directorio.

Política de selección y monitoreo de auditores externos

El CGS dispone como práctica recomendable la aprobación por parte del Directorio, con opinión del Comité de Auditoría, de una política de selección y monitoreo de auditores externos. Dicha política debe determinar los indicadores que deben ser considerados por el Directorio y el Comité de Auditoria al realizar la recomendación a la Asamblea de Accionistas sobre la conservación o sustitución del auditor externo. Esta práctica está orientada a que, además de opinar sobre la propuesta del Directorio para la designación del auditor externo (conforme una de las funciones y obligaciones que impone la LMC), el Comité de Auditoría supervise su desempeño, especialmente en cuanto a la calidad del servicio que presta. Para ello, lo que se busca es que se determine una serie de indicadores objetivos (por ejemplo, experiencia, capacitación continua, recursos dedicados y autoridad, enfoque basado en riesgos, revisión del control interno sobre los procesos significativos del negocio, profundidad de las pruebas de auditoría detalladas, utilización de herramientas tecnológicas, rotación de profesionales, etc.) que permitan evaluar el compromiso, eficiencia e independencia de la labor del auditor externo.

Por su parte, el Reglamento de PGC nada establece al respecto.

La **Sociedad Uno** informa en su reporte de CGS que cumple con esta práctica. Sin embargo, al explicar cómo cumple, a lo que hace referencia es a otra función del Comité de Auditoría. En tal sentido, remite a su Reglamento del Comité de Auditoría que establece en cabeza de dicho órgano "la obligación de opinar sobre las propuestas que formule el Directorio acerca de la designación de auditores externos o de la revocación de dicha designación". A su vez, establece los requisitos mínimos que debe contener dicha opinión (evaluación de los antecedentes considerados; las razones que fundamentan la continuidad o el cambio y eventuales discrepancias que pudieran haber existido sobre los estados contables). Esta función no es otra que la que establece la LMC en el primer inciso de su artículo 110: "Corresponde al comité de auditoría: a) Opinar respecto de la propuesta del directorio para la designación de los auditores externos a contratar por la sociedad y velar por su

independencia; …". Pero nada dice la Sociedad Uno sobre la existencia de una política de selección y monitoreo de auditores externos o, al menos, de la existencia de indicadores objetivos que deberán tenerse en cuenta a la hora de evaluar a los auditores externos. Es decir que lo que la emisora informa no es otra cosa que el cumplimiento de una obligación que la LMC y las Normas de la CNV imponen a todas las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones pero nada dice sobre la práctica que recomienda el CGS, por encima de lo que establece la ley.

Algo similar sucede que la **Sociedad Dos**, que informa que "De la forma descripta, la Sociedad aplica la presente práctica". Sin embargo, en su descripción informa que el Comité de Auditoría evalúa de forma anual el desempeño del auditor externo "teniendo en cuenta distintos indicadores objetivos, y emite una opinión fundada al respecto, en virtud a lo exigido por el Art. 18 Sección V del Capítulo III de las Normas de la CNV (T.O. 2013) y el Reglamento Interno del Comité de Auditoría". Por lo tanto, y al igual que hace la Sociedad Uno, lo único que informa es que cumple con lo que la normativa vigente establece en forma obligatoria para todas las sociedades en el régimen de oferta pública de acciones. Asimismo, mas allá de que informa que se tienen en cuenta "distintos indicadores objetivos", nada más dice al respecto ni tampoco surgen de la documentación que publica. Seguidamente y continuando con su respuesta a esta práctica, la sociedad informa que cuenta con una política de pre-aprobación de los servicios del auditor externo. Dicha política, que nada tiene que ver con la política a la que se refiere la práctica recomendada por la CNV, responde a requerimientos aplicables a sociedades que cotizan sus acciones en los Estados Unidos, tal como es el caso de la Sociedad Dos[28].

Lo mismo pasa con la **Sociedad Tres** que cuando debe responder sobre la aplicación específica de esta práctica informa que aplica las Normas de la CNV y de la SEC sobre rotación de los Auditores Externos. Asimismo, informa que el Comité de Auditoría evalúa anualmente la idoneidad, independencia y desempeño del auditor externo y de los miembros del equipo de auditoría. Nada dice sobre la existencia de una política de selección y monitoreo de auditores externos o de la existencia de indicadores objetivos que deberán tenerse en cuenta a la hora de evaluar a los auditores externos.

Más llamativo aún resulta el caso de la **Sociedad Cuatro**. Esta emisora lo que hace en su reporte es agrupar todas las prácticas correspondientes al capítulo del CGS correspondiente a "Ambiente de Control" en una misma respuesta. De hecho, sigue esa modalidad de respuesta para todos los capítulos, agrupando todas sus prácticas en una misma respuesta. En principio no habría nada reprochable en este modo de respuesta, siempre y cuando esa respuesta sea lo suficientemente amplia como para dar respuesta en forma puntual y clara a cada una de las prácticas. Cabe destacar al respecto que si bien se trata de prácticas que tienen un punto en común dado que todas giran en torno a la existencia de un ambiente de control, cada una de esas práctica trata un tema particular, a saber: (i) la determinación del apetito de riesgo de la compañía y la existencia de un sistema integral de gestión de riesgos; (ii) el monitoreo y revisión de la auditoría interna y la implementación de un plan anual de auditoría; (iii) la independencia y capacitación del auditor interno; (iv) la composición, experiencia y reglamento del Comité de Auditoría; y (v) la existencia de una política de selección y monitoreo de auditores externos, tema que ahora nos ocupa. El inconveniente se da en que daría la impresión de que la Sociedad Cuatro adopta esta modalidad para disimular la falta de aplicación de algunas de las prácticas. En efecto, cuando la Sociedad Cuatro debe responder si cuenta con una política de selección y monitoreo de auditores externos nada dice al respecto. La única mención que hace relativa a los auditores externos es la siguiente: "Asimismo, evalúa anualmente la idoneidad, experiencia y

[28] Según las normas vigentes de la Public Company Accounting Oversight Board ("PCAOB") y la Ley Sarbanes-Oxley del 2002 ("SOX"), el Comité de Auditoría es responsable del nombramiento, la compensación y la supervisión del trabajo del auditor independiente. Como parte de esta responsabilidad, el Comité de Auditoría debe aprobar previamente los servicios de auditoría y de no auditoría realizados por el auditor independiente, con la finalidad de asegurar que no afecten la independencia del auditor de la sociedad. Para implementar estas disposiciones, la Securities and Exchange Commission ha emitido diversas reglas que especifican los tipos de servicios que el auditor independiente no puede proporcionar a su cliente de auditoría.

desempeño de los Auditores Externos". Sin embargo, no menciona si cuenta con una política específica o, al menos, indicadores objetivos para evaluar a los auditores externos.

Por último, la **Sociedad Cinco** parecería ser la más "sincera" al responder este punto dado que, más allá de informar que cumple con la normativa en materia de auditoría externa, responde en su reporte de CGS que "… al día de la fecha no ha desarrollado una política de selección y monitoreo de auditores externos (con indicadores)".

Política de Transacciones entre Partes Relacionadas

Tal como se explicara anteriormente, la LMC establece un procedimiento específico aplicable a las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones para los actos o contratos que la emisora celebre con una parte relacionada y que involucre un monto relevante.

Este procedimiento, de aplicación obligatoria para todas las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones, persigue evitar que la sociedad emisora celebre cualquier tipo de operación que pueda no ser ventajosa para la sociedad en sí, sino que busque beneficiar a un tercero que la ley defina como "parte relacionada" (entre ellas: directores y síndicos, sociedades controlantes o que posean una participación significativa y otras sociedades que se hallen bajo el control común del mismo controlante).

Como ya se dijo anteriormente, el CGS tiene un espíritu superador que busca llevar a las emisoras más allá de lo dispuesto por la LMC con el fin de elevarlo a estándares internacionales, por lo que recomienda a las sociedades contar con procedimientos formales que busquen asegurar que las transacciones entre partes relacionadas se realicen en miras del mejor interés de la compañía y el tratamiento equitativo de todos sus accionistas. Ello se traduce en la práctica N° 24 que requiere que el Directorio apruebe una Política de Transacciones entre Partes Relacionadas que establezca el rol de cada órgano societario y defina cómo se identifican, administran y divulgan aquellas transacciones perjudiciales a la compañía o sólo a ciertos inversores. Dicha política, además de estar alineada a la regulación vigente, deberá establecer su propia definición de cuándo una operación es considerada como tal para la compañía e incluir los recaudos que deben tenerse en cuenta para asegurar que no sean perjudiciales, sean necesarias para la compañía y se realicen a precio y condiciones de mercado. Es decir que, si bien la Política de Transacciones entre Partes Relacionadas de cada emisora debe tomar como base lo dispuesto por la legislación vigente, debe ir más allá y establecer sus propios estándares, teniendo en cuenta las particularidades, potenciales riesgos y conflictos de intereses de cada emisora.

Del análisis que se hizo de las cinco sociedades bajo examen, si bien algunas cuentan con una política formal, en varios casos las mismas no harían otra cosa más que repetir el procedimiento que la LMC y las Normas de la CNV establecen para operaciones con partes relacionadas, sin agregar o aportar nada nuevo que complemente o afine lo dispuesto por la legislación. Al no disponer nada específico o concreto, se trata de políticas que uno podría intercambiar y aplicar a una u otra sociedad en forma indistinta y sin inconvenientes. Recordemos al respecto que el propio CGS dispone que las explicaciones deberán realizarse contextualizando la situación particular de cada compañía.

Así, por ejemplo, la **Sociedad Dos** informa que cuenta con una Política de Aprobación de Operaciones con Partes Relacionadas, aunque la misma no es de acceso al público en general. Sin perjuicio de ello, en su web informa que "Desde el año 2008, la Sociedad cuenta con una Política de Aprobación de Operaciones con Partes Relacionadas según la cual, de acuerdo a lo prescripto por la Ley de Mercado de Capitales, Nº 26.831, todas las operaciones de monto relevante que […] realice con todas aquellas personas físicas y/o jurídicas que, de conformidad con lo establecido por la normativa aplicable, sean consideradas "partes relacionadas", deben someterse a un procedimiento específico de autorización y control previo que se desarrolla bajo la coordinación de la dirección ejecutiva de asuntos legales de […] y que involucra tanto al Directorio como al Comité de Auditoría (según el caso)." Lo mismo sucede con su respuesta en el reporte de cumplimiento del CGS, donde remite a la definición del artículo 72 de la LMC en cuanto a qué debe entenderse por monto relevante

y parte relacionada. De hecho, termina informando que "La referida Política, sigue estrictamente los lineamientos prescriptos por la normativa vigente en la materia (artículo 72 de la LMC)".

La **Sociedad Tres** no cuenta con una política formal ya que informa que prevé desarrollar una política específica para la contratación con partes relacionadas independientemente del cumplimiento de lo requerido por las normas vigentes. De todas formas, en su extensa respuesta a este punto sólo da cuenta de que sigue lo previsto en los artículos 72 y 73 de la LMC y el artículo 14. Cap. III Tít. II de las Normas CNV.

La **Sociedad Cuatro** vuelve al recurso de agrupar varias prácticas en una misma respuesta y no dice absolutamente nada sobre transacciones entre partes relacionadas. Tampoco pudo observarse en su web ni demás documentos publicados por la compañía información al respecto.

A diferencia del resto de las sociedades bajo análisis, la **Sociedad Cinco** es la única que cumpliría cabalmente con lo exigido por el CGS. En tal sentido, la emisora informa que desarrolló una Política de Transacciones entre Partes Relacionadas que está en concordancia con el marco legal y regulatorio aplicable y en la que se encuentran las pautas y criterios institucionales que determinan cuándo una transacción es considerada entre partes relacionadas y de monto relevante para la Sociedad, con criterio más exigente que el regulatorio. Así, y a modo de ejemplo, BYMA contiene su propia definición de "monto relevante" y baja de 1% a 0,5% el valor sobre el patrimonio que deben representar los actos o contratos que se celebren con partes relacionadas para considerarse relevantes. Asimismo, si bien las operaciones con sociedades controladas no serían en principio consideradas transacciones con partes relacionadas según la LMC, la Sociedad Cinco dispone en su política un procedimiento específico para dichos supuestos.

<u>Paquete de Información Provisorio – Canal de comunicación formal</u>

Una de las últimas prácticas del CGS dispone que el Directorio debe remitir 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 que, al enviar el paquete definitivo de información, expedirse expresamente sobre los comentarios recibidos que crea necesario. Esta práctica está en línea con el principio de que las compañías deben promover la participación activa y con información adecuada de todos los Accionistas, en especial en lo referente a la conformación del Directorio.

Uno de los mecanismos que las compañías pueden adoptar para fomentar esa participación es justamente el envío de paquetes de información a los Accionistas con la anticipación suficiente para que estos realicen, de manera no vinculante, comentarios y nuevas recomendaciones a las propuestas del Directorio. El CGS dispone a su vez que este paquete provisorio deberá contener como mínimo la fecha tentativa de la asamblea, el orden del día propuesto por el Directorio y su opinión fundada respecto a cada uno de los temas, incluyendo la propuesta de remuneración y nominación de directores. Asimismo, el Directorio deberá enviar en su comunicación con los Accionistas, una explicación de por qué las estructuras de gobierno societario que se han desarrollado son las mejores para la compañía.

Según el propio CGS, otras alternativas para mantener informados a los accionistas son las de producir un reporte anual, invitar a reuniones explicativas y/o dar una verdadera oportunidad para realizar preguntas en la Asamblea de Accionistas.

La **Sociedad Uno** informa que tiene por práctica formular recomendaciones de voto en forma previa a la celebración de sus Asambleas, lo cual pudo verificarse dado que en la Autopista de la información Financiera de la CNV la Sociedad remite como hecho relevante las recomendaciones de voto del Directorio y propuestas de moción adelantadas por otros accionistas. Asimismo, si bien informa que no está previsto un canal de comunicación formal para recibir comentarios no vinculantes y compartir opiniones discrepantes con las recomendaciones realizadas por el Directorio, la sociedad sostiene que

cuenta con los medios apropiados (sitio web y datos de contacto) para canalizarlos a través del área de Relaciones con Inversores.

La **Sociedad Dos** también cumpliría con el envío del paquete de información provisorio. Si bien las recomendaciones del Directorio para cada punto de la Asamblea no se publican al mercado como un hecho relevante, se pudo constatar que en su web, en la sección "Servicios para Inversores – Asamblea de Accionistas", la sociedad publica la propuesta del Directorio para cada punto. Sin embargo, si bien la sociedad informa que aplica la práctica, no se constató que exista una canal de comunicación formal y específico a estos fines. Por el contrario, la sociedad remite a su web y, en particular, al canal para efectuar consultas.

La **Sociedad Tres** también cumpliría con el envío de información y recomendaciones así como las propuestas del Directorio sobre los temas a tratar por la Asamblea. Sin embargo, en cuanto a las formulaciones que pueden hacer los accionistas la sociedad se limita a informar que mantiene contacto con sus inversores mediante la Gerencia de Relaciones con Inversores, teniendo a su vez disponible un número telefónico y un e-mail para cualquier consulta o inquietud que pueda tener algún accionista o inversor.

La **Sociedad Cuatro** sólo informa que la Secretaría de Directorio remite a los accionistas, previo a cada Asamblea, el orden del día de estas, conjuntamente con información soporte para el análisis de cada uno de los temas a tratar. Nada dice sobre recomendaciones del Directorio a esos temas. Tampoco especifica un canal formal de contacto para los accionistas con motivo de la asamblea. Simplemente menciona la posibilidad de acceder al sitio de Relación con Inversores mediante la web.

De todos los casos analizados, si bien la mayoría aplica la práctica de enviar el paquete de información provisorio y, en especial, las recomendaciones de voto formuladas por el Directorio a cada punto a tratar en la Asamblea, parecería que todas se quedan en el camino en lo que hace al fomento de la participación de todos los accionistas. Ello se debe a que ninguna cuenta con un canal formal y específico que permita a los accionistas realizar comentarios y nuevas recomendaciones a las propuestas del Directorio. Por el contrario, todas se limitan a informar los canales estándares de contacto con la Sociedad (sección para inversores de su web y mail de contacto, generalmente de su Gerente de Relaciones con Inversores).

<u>Política de Dividendos</u>

La última práctica recomendada por el CGS se refiere a la existencia de una "Política de Distribución de Dividendos" que esté alineada a la estrategia de la Sociedad y que establezca en forma clara los criterios, frecuencia y condiciones bajo las cuales se realizará la distribución de dividendos. En su orientación, el CGS indica al Directorio como responsable de desarrollar y formalizar una Política de Distribución de Dividendos que detalle los lineamientos a seguir para la decisión de distribución o no de dividendos. Asimismo, aclara que si bien la política no puede obligar a la compañía a distribuir siempre utilidades (pues es la asamblea de accionistas la que en última instancia aprobará o no su distribución, siendo absolutamente soberana en ese sentido y no estando obligada a seguir las recomendaciones que en ese sentido pueda hacer el Directorio), puede crear un conjunto de pautas (por ejemplo, los factores a considerar al momento de proponer la distribución o no) que obliguen a la compañía a seguir una práctica clara y consistente, permitiendo a los interesados tomar decisiones informadas en relación a dicha política.

Por su parte, el Reglamento de PGC de BYMA dispone entre los requerimientos para ingresar y mantenerse en el panel que el Directorio apruebe una "Política de Dividendos" que, como mínimo, incluya: (i) las circunstancias legales e internas que habilitan la distribución de dividendos; (ii) los criterios utilizados por el Directorio para decidir la recomendación de distribuir dividendos; (iii) el método utilizado para determinar el porcentaje de las ganancias que serán pagadas como dividendo; y (iv) el procedimiento para su pago.

Si bien no es una práctica habitual en la Argentina, en otros países -sobre todo aquellos que cuentan con mercados de valores muy desarrollados y sofisticados- es muy habitual que cada compañía

informe su política de dividendos, que puede ir de no repartir dividendos (como por ejemplo hacen empresas como Google -Alphabet-, Amazon o Facebook), a repartir un dividendo fijo por acción ya sea anual o trimestral, o repartir un porcentaje de las ganancias anuales como dividendo. Independientemente de la discusión existente en cuanto a la relevancia de las políticas de dividendos[29], esto tiende a otorgar cierta predictibilidad a los inversores, en especial a aquellos que esperan contar con un retorno con cierta periodicidad.

En esa línea, lo que el CGS como el PGC buscan es que las emisoras cuenten con lineamientos y pautas sobre distribución de dividendos que vayan más allá de lo requerido por la legislación, de modo que las partes interesadas (en especial, los accionistas) cuenten con más información y certeza al respecto. En esa línea, así como el CGS aclara expresamente que "no será suficiente que las compañías respondan que no aplican una determinada práctica porque no se encuentran obligadas por ley", en igual sentido, una emisora no debería acreditar el cumplimiento de una práctica recomendada por el mero cumplimiento de la normativa cuyo cumplimiento es de carácter forzoso y aplicable a todas las sociedades. Es decir, no bastaría para cumplir con esta práctica y/o ingresar al PGC el mero cumplimiento de lo dispuestos por la LGS sobre dividendos. Recordemos que las sociedades que ingresan al PGC de BYMA son emisoras que se han comprometido voluntariamente a adoptar prácticas de gobierno corporativo adicionales, más allá de las requeridas por la legislación.

Sin embargo, cuando uno analiza las respuestas y políticas de las cinco sociedades bajo análisis, nota que sus políticas básicamente repiten lo que la LGS dispone sobre distribución de dividendos.

La **Sociedad Uno**, informa que cumple con la práctica y que su Código de Gobierno Corporativo contiene una sección específica con los lineamientos sobre distribución de dividendos y que el Directorio realiza una recomendación a los accionistas respecto al monto de dividendos a distribuir que dependerá de varios factores. Sin embargo, cuando uno va a su Código de Gobierno Corporativo y a su política específica de dividendos lo que ve principalmente son cuestiones ya contenidas en la LGS como por ejemplo: (i) que la declaración y pago de dividendos anuales, en la medida que existan fondos disponibles, será determinada por los accionistas en la asamblea ordinaria anual (tal como lo dispone el artículo 68 LGS); (ii) que será responsabilidad del Directorio hacer una recomendación a los accionistas respecto al monto de dividendos a distribuir (al igual que lo que fija el artículo 63 LGS); (iii) la posibilidad de que el Directorio decida el pago de dividendos anticipados (de conformidad con el artículo 224 LGS); o (iv) los porcentajes y límites relativos a la reserva legal (en línea con lo dispuesto por el artículo 70 LGS). Asimismo, se hace una descripción sobre la forma y plazo de pago de dividendos, también contenida en la normativa vigente, en especial las Normas de la CNV.

Sin perjuicio de lo anterior, cabe destacar que la Sociedad Uno sí enumera algunos factores de los que dependerá la recomendación del Directorio de distribuir o no dividendos. Sin embargo, parecería tratarse de una enumeración bastante genérica, sin mayor detalle o profundidad, que se limita a factores que seguramente sean tenidos en cuenta por y apliquen a cualquier sociedad (por ejemplo, los resultados operativos, el flujo de fondos, la situación financiera, los niveles de capital, requerimientos legales, requerimientos contractuales y regulatorios y oportunidades de inversiones y adquisiciones). Es decir, no parecería cumplir en forma acabada con el objetivo del CGS y del PGC que es que las sociedades cuenten con pautas que las obliguen a seguir una práctica clara y consistente, permitiendo a los accionistas conocer los criterios específicos utilizados por el Directorio para decidir la recomendación de distribuir dividendos.

La **Sociedad Dos** informa que aplica la práctica recomendada dado que cuenta con una política de dividendos, "la cual plasma los lineamientos para mantener un adecuado equilibrio entre los montos distribuidos y los planes de inversión […] con el objetivo de establecer una práctica clara, transparente y consistente que permita a los accionistas tomar decisiones informadas". Sin embargo, y al igual que con la Sociedad Uno, se limita a reiterar cuestiones que surgen en forma clara de la normativa vigente.

[29] Existe una corriente, liderada en su momento por los economistas Franco Modigliani y Merton Howard Miller, que sostiene que a los inversores son indiferentes a la existencia o no de políticas de dividendos y que no es determinante para el valor de mercado de las compañías. En esa línea, sostienen que todo lo que a los accionistas les interesa son altos retornos de su inversión, ya sea en la forma de dividendos o la reinversión de las ganancias por parte de las compañías.

Además, en ninguna parte de la política se menciona cuáles serían los "lineamientos" a seguir. La única referencia que uno podría encontrar es que establece que "al momento de determinar las utilidades a distribuir se deberán contemplar las eventuales limitaciones que la Sociedad pueda tener contractualmente".

El caso de la **Sociedad Tres** es aún más llamativo porque directamente informa que no ha adoptado una política formal en materia de dividendos. Como ya dijimos, no resulta obligatorio adoptar las prácticas recomendadas por el CGS. Sin embargo, para poder ingresar al PGC de BYMA sí resulta obligatorio contar con una política formal de dividendos aprobada por el Directorio[30]. Por lo tanto, su respuesta al CGS no estaría alineada con lo que su presencia en el PGC supondría.

Con la **Sociedad Cuatro** pasa lo mismo que con las sociedades uno y dos. Informa que cuenta con una política de distribución de dividendos, pero la misma se limita básicamente a enumerar lo que la normativa vigente dispone, con una marcada ausencia de pautas o criterios que deba seguir la sociedad. La única diferencia es que también hace mención a requerimientos específicos sobre distribución de dividendos que aplican a las entidades financieras, pero, devuelta, se trata de requisitos dispuestos por la normativa vigente, en este caso dictada por el Banco Central de la República Argentina.

La **Sociedad Cinco** también cuenta con una política de dividendos. Sin embargo, la misma no dispone nada diferente de lo que cualquier persona que conozca la normativa argentina sobre dividendos sabe. Lo único que la política agrega es que se "orienta al mantenimiento de un adecuado equilibrio entre los montos distribuidos y las políticas de inversión y expansión", pero nada más dispone o aclara al respecto. La política cuenta con una sección titulada "Criterios Para la Recomendación del Pago de Dividendos". Allí es donde uno esperaría encontrar pautas o criterios específicos que deba seguir la sociedad a la hora de decidir la distribución de dividendos. Sin embargo, dicha sección se limita a informar que el dividendo a pagar por acción se calculará dividiendo el monto total de dividendos por el número total de acciones emitidas. Es decir, nada nuevo bajo el puente.

B. Similitudes entre las prácticas adoptadas

Cabe destacar una cuestión que seguramente llame la atención de quien lea las políticas de dividendos antes mencionadas: la gran similitud entre las mismas. Y no se trata únicamente a las cuestiones que consideran porque eso sería entendible, al menos en cierto nivel, dado que son políticas que versan sobre el mismo tema y buscan cumplir con las mismas prácticas y requisitos. Pero en tres de las cuatro políticas analizadas, la mayoría de los párrafos son prácticamente idénticos, incluso el orden utilizado. Daría la impresión de que la política de una de las emisoras analizadas (u otra emisora que no ha sido objeto de análisis en este trabajo) fue tomada de modelo por las otras emisoras. Algo así como un "cotar y pegar".

No es objetivo de este trabajo hacer un reproche de dicha semejanza. Es más, resulta entendible que las emisoras se usen como referencia. Es uno de los efectos "contagio" que tiene el gobierno corporativo y que debería ser en gran medida positivo porque las prácticas adoptadas por una sociedad inspiran a las otras. Sería como un efecto multiplicador o círculo virtuoso.

Sin embargo, en este caso particular, lo que se busca también es la existencia de políticas con pautas y criterios específicos sobre distribución de dividendos de cada sociedad, que no tienen por qué ser iguales. Es más, es probable que varios de los factores a considerar al momento de proponer la distribución o no por cada sociedad sean distintos y estén vinculados con el tipo de negocio que desarrollan, el mercado en el que operan, el tipo de inversiones necesarias para asegurar un crecimiento sostenido en el tiempo, etc. Esa es la claridad e información que se pretende para el accionista o potencial inversor. Por lo tanto, no parecería positivo o alentador la existencia de políticas tan similares, además de carecer en su mayoría de dichas pautas y criterios específicos. Imaginemos a

[30] Capítulo V. Derechos de los Accionistas - Artículo 25 del Reglamento de Panel de Gobierno Corporativo

un individuo que está decidiendo dónde invertir y lee las políticas de dividendos de las sociedades emisoras y descubre su gran similitud. ¿Qué utilidad tendrían para él? ¿En qué le sumaría a la hora de tomar una decisión sobre decidir invertir en una u otra?

Por lo tanto, la enorme similitud entre las políticas de dividendos de las sociedades bajo podría ser un indicio más de la ausencia de un compromiso genuino con las buenas prácticas de gobierno corporativo y de la existencia de lo que dimos por llamar greenwashing corporativo.

Desde otra óptica, y sin perjuicio de lo dicho anteriormente, la mera existencia de políticas de dividendos podría considerarse como algo positivo porque implica que al menos las emisoras ya cuentan formalmente con un documento específico sobre dividendos que podría servir como punto de partida para una mejora a futuro, tal como se mencionará en las conclusiones.

C. Análisis: Efectividad de las prácticas adoptadas para cumplir con los principios de buen gobierno corporativo

Habiendo analizado las políticas, normas e información publicada por cinco de las principales sociedades emisoras argentinas, resulta claro que todas, en mayor o menor medida, han adoptado estructuras de gobierno corporativo bastante sofisticadas y que reflejan varios de los principios y prácticas de gobernanza exigidos por distintos cuerpos normativos y actores (legislación, gobierno, inversores y grupos de interés). Asimismo, es claro que con el tiempo la adopción de dichas prácticas ha evolucionado, en el sentido de que se fueron sumando, por ejemplo, nuevos comités en el seno de los directorios, políticas y procedimientos.

Dicha evolución es sin dudas positiva, sin embargo, también podemos destacar algunos aspectos no tan positivos:

- Pese a lo informado por las emisoras, en varios supuestos se detectó que no todos los principios y prácticas recomendados o exigidos por la normativa que les es aplicable son cumplidos, habiéndose incluso detectado casos de nulo cumplimiento (por ejemplo, políticas y reglamentos que dicen tener pero que no existen o, al menos, no son divulgados al público en general).
- En varios supuestos las emisoras pretenden dar cuenta de que cumplen con prácticas de gobierno corporativo -que se supone están por encima de lo requerido por la legislación aplicable a todas las sociedades- pero limitándose a cumplir con lo dispuesto por la LGS o las Normas de la CNV. Es decir que lo que debería significar la adopción de altos estándares de gobierno corporativo más allá de lo requerido por la legislación, termina banalizándose. Por ejemplo, se detectaron políticas de distribución de dividendos o de nominaciones o sucesión de directores que se limitan a repetir lo que la LGS dispone sobre dividendos y designación de autoridades por la asamblea. Lo mismo sucede con las políticas de remuneración de directores.
- Incluso se detectaron casos de llamativa similitud entre la información publicada y documentos redactados por las emisoras, cuando debería tratarse de redacciones originales y propias de cada sociedad, adaptadas a sus particularidades y realidades. El caso más resonante podríamos decir que se da con las casi idénticas políticas de distribución de dividendos de varias de las sociedades analizadas.
- Otra de las conductas seguidas por las sociedades analizadas es la de dar cuenta de que aplican una determinada práctica, pero respondiendo con otra práctica u obligación que puede guardar alguna relación pero que no hace al centro de la cuestión. Eso se da, a modo de ejemplo, con la práctica referida a la aprobación de una política de selección y monitoreo de auditores externos. En lugar de explicar cómo cumplen con la implementación de dicha política refieren a otras funciones en cabeza del Comité de Auditoría que exige la normativa vigente para todas las sociedades en el régimen de oferta pública de acciones (i.e., opinar respecto de la propuesta del directorio para la designación de los auditores externos).

- También se encontraron casos donde el cumplimiento podría definirse como meramente formal pero no de fondo. Es decir, emisoras que parecerían buscar cambiar lo menos posible, lo mínimo e indispensable para alcanzar la práctica requerida por la normativa pero sin que ello tenga el efecto transformador buscado por la norma y el principio en cuestión. Ello se da, por ejemplo, con la diversidad de género en los Directorios, donde las emisoras informan que cumplen con el principio aunque cuenten con un número muy bajo de mujeres en sus directorios, incluso en varios casos con tan sólo una sola directora titular o ninguna directora titular.
- Una de las emisoras analizadas adoptó una forma llamativa de respuesta a su reporte sobre cumplimiento del CGS que consiste en agrupar varias prácticas en una misma respuesta. De ese modo, hay prácticas a las que se hace referencia en forma muy escueta e incluso en algunos casos directamente no responde si aplica o no determinadas prácticas. Así se disimula la falta de aplicación de algunas de las prácticas, lo cual dista mucho de los que dispone el propio CGS al requerir que las respuestas sean "completas, claras y de alta calidad".

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

V. Conclusión

A. Detección de posibles casos de greenwashing en la aplicación de las prácticas de buen gobierno corporativo en la Argentina

Luego de haber efectuado un análisis en detalle de varias emisoras argentinas que fueron tomadas como casos testigo, se pueden efectuar varias consideraciones.

Por un lado, que en algunos casos se detectaron prácticas que podrían ser consideradas greenwashing corporativo, entendiendo a dicho concepto como todo tipo de acción que las sociedades lleven a cabo con el sólo fin de aparentar frente a terceros ser responsables desde el punto de vista del gobierno corporativo pero sin ningún tipo de aplicación práctica. Se utiliza el potencial porque, como ya fuera advertido, el análisis aquí efectuado se limita a la información y documentación publicada por las emisoras, no siendo posible conocer la intención que hubo detrás de cada respuesta, políticas, normas y prácticas adoptadas por las sociedades. Es decir, no se puede afirmar si una sociedad tuvo la voluntad deliberada de causar el efecto negativo que en este trabajo se advierte para determinados casos o si sólo se trató de una suerte de negligencia como podría ser confundir una práctica con otra o creer que se cumple con una práctica cuando en verdad la acción que se lleva a cabo para tal fin no es suficiente o adecuada.

Sin embargo, independientemente de la intencionalidad que pudo tener cada emisora, el efecto sería el mismo y eso es lo relevante. Ese efecto se puede apreciar en distintos niveles.

El primero es el que se genera sobre el inversor o potencial inversor, que erróneamente puede ser inducido a creer que una determinada sociedad cumple ciertos estándares de gobierno corporativo cuando en realidad no lo hace. En este sentido, sería asimilable al consumidor que es destinatario de las prácticas de *greenwashing* en materia ambiental como vimos al comienzo de este trabajo. A su vez, podemos dividir al inversor en dos grandes grupos: el inversor individual (asalariado o trabajador autónomo que busca maximizar el rendimiento de sus ahorros o asegurar su retiro) y los inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de cobertura, bancos y otras entidades financieras). Para ambos tipos de inversores invertir en empresas con buenas prácticas de gobierno corporativo brinda mayor seguridad a su inversión, reduciendo los costos de monitoreo. Asimismo, como se vió a lo largo de este trabajo, los inversores y la comunidad en general prestan cada vez más atención a otras cuestiones que no tienen que ver con los indicadores financieros o rentabilidad que generan las empresas (i.e., el modo en que las empresas logran sus resultados, como ser el cuidado del medio ambiente o la forma en la que se vinculan con las comunidades en las que operan). Si bien ambos tipos de inversores pueden ser víctimas de las prácticas de greenwashing corporativo, tal como se mencionará más adelante en el punto C, los inversores institucionales cuentan con mayores herramientas para poder efectuar un control sobre las compañías listadas en la oferta pública y detectar dichas prácticas de greenwashing corporativo. Por el contrario, el inversor individual carece de estas herramientas o su capacidad de control se ve mucho más limitadas, haciéndolo más vulnerable frente al greenwashing corporativo.

A nivel empresa, así como la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo tiende a mejorar el acceso y las condiciones de financiamiento por ser percibidas por los inversores como más transparentes, mejor gestionadas y menos riesgosas, es de esperar que la detección de prácticas de greenwashing corporativo genere el efecto contrario, dificultando la captación y mantenimiento de inversiones.

Por último, a un nivel más general, la generalización de prácticas de greenwashing corporativo en las sociedades listadas en la oferta pública sin duda que atentará contra el desarrollo de sistema financiero

y del mercado de capitales local, máxime en un contexto actual donde la Argentina a nivel general no es vista como un país seguro a la hora de invertir[31].

Por su parte, también resulta claro que el análisis aquí efectuado se encuentra condicionado por otro aspecto: el número limitado de sociedades examinadas. Ello nos impide alcanzar una conclusión que podamos extender sin más a todo el mercado de capitales argentino. Sin embargo, habiendo elegido para el análisis a las cinco sociedades que hoy se encuentran listadas en el PGC de BYMA y que, se presume, son aquellas que han adoptado las mejores y más completas prácticas de gobierno corporativo, resultaría razonable suponer que existen otras emisoras argentinas que también estarían incurriendo en prácticas de greenwashing corporativo.

Sin embargo, pese a haberse detectado prácticas que podrían ser consideradas greenwashing corporativo, también es cierto que en muchos otros casos -y que son la mayoría- las prácticas adoptadas por las distintas emisoras analizadas serían genuinas. Es decir, que no se detectaron en dichas prácticas la finalidad de sólo aparentar frente a terceros ser responsables desde el punto de vista del gobierno corporativo. Eso indica que estamos ante un mercado que, al menos en gran parte, ha abrazado a las buenas prácticas de gobierno corporativo en forma seria y ha desarrollado un marco de buen gobierno.

Asimismo, incluso en aquellos casos que podrían ser indicados como greenwashing corporativo, el sólo hecho de que las empresas se expresen sobre el tema resulta positivo porque significa que, al menos, está en su agenda. Un ejemplo de ello es que si bien se detectaron políticas de dividendos cuya aplicación práctica podría cuestionarse, eso implica que las emisoras dieron un paso hacia adelante que significa redactar un documento formal y específico sobre dividendos que puede mutar en el tiempo. Máxime si se considera que el gobierno corporativo, como el conjunto de prácticas, procesos y estructuras por el cual se dirigen y controlan las compañías, no es algo estático sino algo que cambia en el tiempo, pudiendo esperarse que aquellas prácticas consideradas deficientes sean mejoradas y profundizadas en el tiempo. También es cierto que, si bien el gobierno corporativo no es algo del todo nuevo en nuestro país, es algo que sigue en desarrollo y el CGS en su versión más reciente tiene muy poco tiempo y fue de implementación obligatoria para las emisoras recién a partir del año 2020.

Por lo tanto, no sería adecuado llegar a una conclusión negativa sin más en cuanto al gobierno corporativo en la Argentina. De hecho, es probable que sea prematuro llegar a una conclusión en esta instancia. Sería más prudente esperar a ver cómo evoluciona el gobierno corporativo en nuestro país en los próximos años, cuando alcance una mayor madurez, para poder determinar si se siguen verificando prácticas que podrían ser consideradas como greenwashing corporativo.

B. Debilidades en las prácticas de buen gobierno de la legislación argentina para evitar el efecto greenwashing corporativo

Tal como fuera analizado a lo largo de este trabajo, las normas, principios y prácticas de gobierno corporativo argentino se encuentran alineadas a los estándares internacionales, siendo en muchos casos un reflejo de la normativa y requisitos internacionales. Ello se debe a varios motivos que podemos resumir en los siguientes: (i) independientemente del país que se trate, el mercado en general pretende que las prácticas, procesos y estructuras por el cual se dirigen y controlan las compañías sean en definitiva las mismas; (ii) quienes demandan la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo no son sólo los reguladores de cada país, sino también los accionistas y/o inversores, muchas veces de origen extranjero (en especial en aquellos casos de sociedades argentinas listadas en mercados del exterior, principalmente de los Estados Unidos); y (iii) la normativa referida a gobierno

[31] Basta para ello ver el nivel de Riesgo País de la Argentina o la tasa de interés que exigen los inversionista para invertir en nuestro país.

corporativo en Argentina fue hecha en base a normas emanadas de organismos internacionales, en muchos casos integrados por nuestro país.

Por ello, en términos generales, no se detectaron debilidades en las prácticas de buen gobierno corporativo para evitar el efecto greenwashing desde el punto de vista de la legislación argentina. Sin embargo, la existencia y la robustez de las normas de gobierno corporativo no son suficientes por sí mismas para evitar prácticas de greenwashing corporativo. Ello explica que, pese a contar con un plexo normativo adecuado en términos de gobierno corporativo, se hallan detectado algunos casos de greenwashing corporativo. Por lo tanto, resulta fundamental el control que se haga sobre la efectiva adopción de dichas prácticas, tal como se explicará a continuación.

C. Propuesta a los fines de desalentar el greenwashing corporativo en el mercado de capitales argentino

Cuando se inició este trabajo se consideró la posibilidad de efectuar alguna propuesta *de lege ferenda* en materia de buen gobierno corporativo. Ello para el supuesto en el que se detectaran deficiencias en materia legislativa que fomenten o permitan a las sociedades incurrir en prácticas de greenwashing corporativo.

Sin embargo, conforme fuera explicado en el punto anterior, no se advirtieron debilidades en las prácticas de buen gobierno corporativo para evitar el efecto greenwashing desde el punto de vista de la legislación argentina. Si bien resulta fundamental contar con normas que fomenten y exijan la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo, ello debe ir acompañado de un control adecuado. Dicha fiscalización podría darse desde tres niveles.

El primero es el que cualquier inversor podría hacer en forma individual sobre cualquier emisora. Para ello bastará con que analice la información publicada por la sociedad -incluido su reporte de CGS- siendo que hoy en día dicha información es de muy fácil acceso. Si bien la existencia de inversores individuales conscientes, responsables y activos en términos de gobierno corporativo es muy positivo y ayudará al combate de eventuales prácticas de greenwashing corporativo, seguramente este control sea el menos eficiente y probable de todos. Ello por tres motivos principalmente. Primero porque el inversor seguramente no contará con el conocimiento, los recursos y el tiempo necesario para efectuar el monitoreo. Segundo porque ese trabajo no resulta compatible con los tiempos y necesidades de hoy en día, donde todo sucede en forma muy rápida (bastan unos pocos clicks para invertir en una u otra sociedad) y donde pretendemos que todo o la mayoría de las cosas estén fácilmente al alcance de la mano. Por último, porque incluso de darse el supuesto de que un inversor pueda realizar un monitoreo, el resultado de dicho control sólo servirá para ese inversor individual, siendo muy difícil que el público tome conocimiento del mismo. Por todo esto, es más probable que un inversor al que le importe la adopción de buenas prácticas de gobierno societario delegue y confíe en el monitoreo que efectúen otros actores del mercado de capitales, lo cual nos lleva a los otros dos niveles.

En el segundo nivel de control encontramos a los inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de cobertura, bancos y otras entidades financieras) y los organismos multilaterales de crédito. Como hemos visto a lo largo de este trabajo, existen fondos y organismos que cuentan con recursos propios abocados a monitorear en forma continua la adopción de buenas prácticas en términos de gobierno corporativo de las sociedades en las que invierten sus recursos. Asimismo, el interés en la adopción de estas prácticas es cada vez más grande y sofisticado, siendo que existen organismos multilaterales de crédito e incluso fondos que han emitido sus propias directrices en la materia y tienen la posibilidad de sancionar a las sociedades que, a su criterio, no adopten las prácticas que consideren adecuadas o necesarias. Esa sanción puede ir desde poner a las sociedades en "listas negras" (o bajo vigilancia), dándoles un plazo para revertir dicha situación y alcanzar las expectativas del fondo, a emitir votos negativos contra sus directivos o directamente retirar la inversión. En este

nivel de control, el poder de disuasión sobre las sociedades es mucho mayor que en el mencionado en el párrafo anterior, lo cual será mucho más determinante a la hora de desalentar posibles prácticas de greenwashing corporativo.

Por último, en el último nivel se encuentran los gobiernos y, más específicamente, los órganos a través de los cuales se protegen los intereses de los accionistas minoritarios y se regulan, supervisan, y sancionan a todas las personas jurídicas que efectúan la oferta pública de sus valores. Un monitoreo apropiado del cumplimiento del CGS por parte de la autoridad de aplicación que se enfoque en la calidad de las respuestas otorgadas por las emisoras resulta fundamental para medir su efectividad, es decir, su capacidad de generar cambios positivos en las emisoras.

Como vimos, en nuestro país la autoridad de aplicación de la LMC es la CNV. A tal fin, conforme surge del artículo 20 de la citada ley, la CNV tiene amplias facultades para solicitar informes y documentos, realizar investigaciones e inspecciones, e imponer sanciones. En tal sentido y en el marco de ese *enforcement*, es de esperar que el monitoreo que la CNV comenzará a realizar a las respuestas en los reportes de CGS de las emisoras que resulten sorteadas sirva a ese fin. Por lo tanto, si de las ocho emisoras que resultaron sorteadas este año y por primera vez -conforme se explicara en el capítulo III, sección B, punto 2 de esta trabajo- se observan respuestas o conductas similares a algunas de las detectadas en el análisis efectuado en este trabajo, sería lógico y esperable que el informe que resulte contenga varias calificaciones "Malas", junto a sugerencias y requerimientos de reformulación de las respuestas. Esto también permitirá tener mayor claridad sobre la efectividad del CGS y eventuales modificaciones que deberían realizarse, aunque como ya se dijera más arriba, no sería un problema de la letra de la legislación sino más bien el verdadero compromiso de las emisoras y el control que sobre ellas se haga,

Asimismo, si bien el CGS no lo dispone expresamente, además de las calificaciones que efectuará sobre los reportes, la CNV podría sancionar a aquellas emisoras que incurran en prácticas de greenwashing corporativo, en especial en aquellos casos donde la falta sea grave y se detecte cierta intencionalidad y no un mero error. Por su parte, siendo que este será el primer año en el que la CNV efectuará el monitoreo, es de esperar que las sanciones que pueda llegar a aplicar no pasen de un mero apercibimiento o multa leve. Independientemente de ello, este control activo que la CNV comenzará a hacer junto a otras medidas que ya se vienen adoptando en la materia (grupos de trabajo, consultas públicas, seminarios, etc.), de seguro que contribuirá para que las emisoras en particular y el mercado en general tomen con mayor seriedad la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo, abocando más tiempo y recursos a ello.

Por su parte, estos tres niveles de control (individuos, inversores institucionales/organismos multilaterales de crédito y reguladores) no deben verse por separado sino como integrados e interrelacionados. Es el individuo el que exige al fondo de inversión a través del cual invierte que ponga foco en qué tipo de sociedades invierte. Ya no es suficiente que la inversión en sí sea rentable sino también que se tengan en cuenta cuestiones que hacen al buen gobierno corporativo, la sostenibilidad y el cuidado del medio ambiente. Luego, es el fondo el que pondrá presión sobre aquellas compañías que no decidan adoptar buenas prácticas de gobierno corporativo. También es el individuo quien debe exigir a sus gobernadores que estas cuestiones sean parte de la agenda política. A su vez, es el regulador quien debe no sólo dictar un marco normativo acorde y controlar la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo, sino también educar y brindar a los inversores las herramientas adecuadas para que puedan efectuar ellos mismos ese control de la forma más simple y transparente.

Por último, pero no menos importante, es la empresa la que debe entender la importancia que el buen gobierno corporativo tiene para su futuro y sostenibilidad. Y para ello resulta fundamental la actitud que los principales directivos de las sociedades adopten al respecto y no sólo de los mandos medios, quienes son habitualmente los encargados de preparar los reportes anuales de cumplimiento del CGS de la CNV y demás documentos de gobiernos corporativo, tales como políticas y normas. En tal

sentido, en una empresa donde se implemente lo que en auditoría suele referirse como "*tone at the top*", es mucho más probable que el riesgo de prácticas de greenwashing corporativo sea mucho menor, dado que todos los miembros de la empresa estarán más inclinados a adoptar buenas prácticas en la materia. Por el contrario, si la alta gerencia parece no preocuparse por el buen gobierno corporativo y se centra únicamente en el resultado económico, la sociedad y sus empleados serán más propensos a caer en prácticas de greenwashing corporativo porque sentirán que no es un tema relevante o prioritario dentro de la cultura de la organización.

Sólo así se logrará que las empresas pongan al gobierno corporativo en el lugar que se merece e inviertan tiempo y recursos en adoptar prácticas que tengan un verdadero impacto[32].

Caso contrario, de no encontrarse sinergias en todos estos niveles, se corre el riesgo de que suceda algo similar a lo que sucede en materia ambiental: un greenwashing corporativo cada vez más caro y sofisticado.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

[32] Un ejemplo de ello se da en la industria de petróleo y gas de los Estados Unidos donde los grupos de lobby que históricamente se enfrentaron a los activistas ambientales estarían ahora adoptando un mensaje ambiental, social y de gobernanza para recuperar a los inversores escépticos de que los combustibles fósiles tengan futuro. En tal sentido, la Independent Petroleum Association of America ha lanzado "The ESG Center", que asesorará a las empresas sobre cómo construir un programa auténtico y eficaz en la agenda de ESG. Para mayor información ver: https://www.ft.com/content/bbfa4f16-a0fd-4c9d-864b-ccddd23c5af1

VI. Bibliografía

A. Arribas Urrutia, Amaia. "Buen Gobierno Corporativo para la Construcción de una Reputación. La Ética en las Organizaciones." Revista ComHumanitas 7, no. 1 (2016): 77-88

B. Bank of America, "10 reasons to care about environmental, social and governance (ESG) investing" (https://about.bankofamerica.com/assets/pdf/BofA_ESG-10-reasons-you-should-care-about-ESG-Investing.pdf)

C. Bernal, Andrés, Andrés Oneto, Michael Penfold, Lisa Schneider y John Wilcox. 2012. "Gobierno Corporativo en América Latina. Importancia para las Empresas de Propiedad Estatal". *Serie Políticas Públicas y Transformación Productiva.* Corporación Andina de Fomento. Cyngular.

D. BlackRock. "How BlackRock Investment Stewardship engages on climate risk" https://www.eenews.net/assets/2017/03/13/document_gw_05.pdf

E. BlackRock Investment Stewardship. Corporate governance and proxy voting guidelines for U.S. securities. Enero 2020. https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-us.pdf

F. BlackRock. Larry Fink's Letter to CEOs. https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-lette

G. BlackRock. "Our approach to sustainability. BlackRock Investment Stewardship" https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/our-commitment-to-sustainability-full-report.pdf?stream=top

H. Bolsas y Mercados Argentinos S.A., Reglamento de Panel de Gobierno Corporativo, 2018, Argentina

I. Brown, Cynthia. "Prácticas de Gobierno Corporativo En América Latina." Academia, no. 43 (2010): Academia, 2010, Edición 43

J. Comisión Nacional de Valores, Código de Gobierno Societario, 2019 (Anexo III de las Normas de la CNV, T.O. 2013)

K. Comisión Nacional de Valores – Presentación Reunión Grupo de Trabajo en Gobierno Corporativo del 02/10/2020

L. CAF - Banco de Desarrollo de América Latina, "Lineamientos Para un Código Latinoamericano de Gobierno Corporativo", 2013

M. Cruz, Guillermo, Carlos Barber y Jorge Fabre. E-libro, Corp. La Institucionalización de la Empresa Casos de Éxito de Gobierno Corporativo. 1ra. ed. México, D.F.: Universidad Anáhuac Del Sur S.C. En Coedición Con Editorial Miguel Ángel Porrúa, 2006

N. Código de Gobierno Societario de la Comisión Nacional de Valores. 2019. Argentina

O. Código de Gobierno Corporativo del Grupo Supervielle

P. Decreto N° 1023/2013, reglamentario de la Ley Nº 26.831. 2013. Argentina.

Q. Delloite. 2014. "Buenas prácticas de Gobierno Corporativo versus prácticas ineficientes". *Boletín de Gobierno Corporativo, Verano 2014.* Consultado: 4 de abril de 2020. https://www2.deloitte.com/co/es/pages/risk/articles/buenas-practicas-de-gobierno-corporativo-vs-practicas-ineficientes.html

R. Engler, Andrés. 2018. "Por la causa de los cuadernos, las empresas aceleran con sus políticas anti-corrupción". Apertura. 17 de septiembre. Consultado: 18 de abril de 2020. https://www.apertura.com/negocios/Por-la-causa-de-los-cuadernos-las-empresas-aceleran-con-sus-politicas-anti-corrupcion-20180917-0004.html

S. Galo, Ramiro Acosta Palomeque. "Gobierno Corporativo y Poder Desde la Perspectiva de la Teoría de Agencia." Ciencias Administrativas 11 (2018): Ciencias Administrativas, 2018, Edición 11.

T. Greenpeace. Junio 2012. "Greenwash +20. Cómo las grandes empresas se interponen en el camino hacia el desarrollo sostenible." https://archivo-es.greenpeace.org/espana/Global/espana/report/generales/gp_res_ejecutivo_greenwash20.pdf y https://issuu.com/greenpeaceinternational/docs/greenwashplus20

U. International Finance Corporation, Corporate Governance Methodology -

V. International Finance Corporation, Corporate Governance Progression Matrix for Listed Companies https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/974872ef-5622-4356-9349-7194d6843792/CG_Instruction_Sheet_Listed_Companies_042219.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mGaU7A7"

W. Ley de Mercado de Capitales N° 26.831. 2012. Argentina.

X. Memorias presentadas durante el año 2020 ante la CNV (mediante el canal denominado Autopista de Información Financiera) por diferentes compañías listadas donde detallan y relatan cómo aplican los principios y prácticas del Código de Gobierno Societario de la CNV.

Y. Normas de la CNV (T.O. 2013). 2013. Argentina

Z. NYSE Corporate Governance Rules y NYSE_Corporate_Governance_Guide

AA. OCDE. 2016. Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20. Éditions OCDE, Paris. http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es

BB. Política de Aprobación de Operaciones con Partes Relacionadas de Pampa Energía S.A. https://ri.pampaenergia.com/faq/politicas-de-aprobacion-de-operaciones-con-partes-relacionadas/

CC. Política de Dividendos del Banco Macro S.A. https://www.macro.com.ar/relaciones-inversores/documento/1517364201676/byma-politica-de-dividendos.pdf

DD. Política de Dividendos de Grupo Supervielle S.A. https://www.gruposupervielle.com/Spanish/Relacin-con-Inversores/Stock-Information/Dividendos/default.aspx

EE. Política de Dividendos de Pampa Energía S.A. https://ri.pampaenergia.com/faq/politica-de-dividendos/

FF. Política de Nominaciones Banco Macro https://www.macro.com.ar/relaciones-inversores/documento/1517364181077/politica-nominaciones.pdf

GG. Política de Operaciones Entre Partes Relacionadas del Grupo Supervielle S.A. https://s21.q4cdn.com/714080446/files/doc_downloads/corporategovernance/Poli%C3%ACtica-de-Operaciones-con-Partes-Relacionadas-GS.pdf

HH. Política de Transacciones Entre Partes Relacionadas de BYMA https://www.byma.com.ar/wp-content/uploads/2019/02/P-81004.01-Pol%C3%ADtica-de-Transacciones-entre-partes-relacionadas-Espa%C3%B1ol.pdf

II. Política de Remuneraciones de Miembros del Directorio de Pampa Energía https://ri.pampaenergia.com/gobierno-corporativo/politicas-de-gobierno-corporativo/

JJ. Política de Remuneración para Miembros del Directorio de BYMA https://www.byma.com.ar/wp-content/uploads/dlm_uploads/2019/08/P-81001.01-Pol%C3%ADtica-de-remuneraci%C3%B3n-para-miembros-del-Directorio.pdf