



ARTÍCULO CIENTÍFICO

EVOLUCIÓN DE LOS CÓDIGOS DE GOBIERNO SOCIETARIO EN LA ARGENTINA

EVOLUTION OF CORPORATE GOVERNANCE CODES IN ARGENTINA

Resumen / Abstract

En la Argentina la Comisión Nacional de Valores (CNV) emitió en el 2007 la resolución N° 516/07 que obligó por primera vez a las empresas bajo régimen de oferta pública a informar sobre el cumplimiento del Código de Gobierno Societario (CGS). Esta resolución fue reemplazada por la resolución N°606/12, manteniéndose el principio de cumplir o explicar. En junio de 2019 la CNV emitió la resolución N° 797/19, que presenta el CGS desde una perspectiva educativa, centrándose en el principio de aplicar o explicar. El objetivo de este trabajo es realizar un análisis conceptual comparativo de la estructura y contenido general de estas tres normativas, mediante una investigación cualitativa empleando el análisis documental. Se observa que los cambios incorporados responden a las actualizaciones normativas y las tendencias más recientes en el tema. Se identifican los principales cambios, incorporaciones y eliminaciones, destacándose el rol explicativo y educativo que desarrolla la normativa más reciente.

Palabras clave: código de gobierno societario; Comisión Nacional de Valores; principio aplicar o explicar.

The capital markets authority of Argentina, Comisión Nacional de Valores (CNV), issued in 2007 Resolution No. 516/07, which compelled public limited companies for the first time to report on their compliance with the Corporate Governance Code (CGS). This regulation was later replaced by Resolution No. 606/12, maintaining the principle of “comply or explain”. In June 2019 the CNV issued Resolution No. 797/19, which presents the CGS from an educational perspective and focuses on the principle of “apply or explain.” The objective of this study is to carry out a comparative conceptual analysis of the structure and general content of these three regulations, using the qualitative method of documentary analysis. The analysis shows that the incorporated changes respond to the latest regulatory updates and trends in the field. The main changes, additions and deletions are identified, highlighting the explanatory and educational role developed by the latest regulation.

Key words: corporate governance code; Comisión Nacional de Valores; “apply or explain” principle.

■ ANAHI EUGENIA BRIOZZO

<https://orcid.org/0000-0002-7865-2821>
abriozzo@uns.edu.ar

Departamento de Ciencias de la Administración. Universidad Nacional del Sur. Argentina.
Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales del Sur (UNS-CONICET). Argentina.

■ ELIANA BARCO

<https://orcid.org/0000-0003-0462-8308>
ebarco@uns.edu.ar

■ DIANA ALBANESE

<https://orcid.org/0000-0002-9462-5356>
dalbanese@uns.edu.ar

Departamento de Ciencias de la Administración. Universidad Nacional del Sur. Argentina.

Introducción

El objetivo del gobierno corporativo (GC) es facilitar una gestión empresarial eficaz y prudente que puede llevar al éxito a largo plazo de la empresa (Council Financial Reporting, 2010). Un GC eficiente contribuye al desarrollo de los mercados de capitales, reduce las fallas de mercado y facilita el acceso a las fuentes de financiamiento (Núñez Reyes et al., 2018).

Un código de gobierno corporativo o código de gobierno societario (CGS) es una guía con un número de componentes clave para lograr prácticas efectivas de gobernanza. Se basa en los principios subyacentes del buen GC: rendición de cuentas, transparencia, probidad y enfoque en el éxito a largo plazo de la empresa (Council Financial Reporting, 2010).

En la Argentina el requerimiento de presentación de un CGS a las empresas emisoras de títulos negociables estuvo regido del 2008 al 2011 por la Res. CNV 516/07 y, posteriormente, la Res. CNV 606/12, con vigencia del 2012 a 2018. Ambas normas estaban basadas en el principio de cumplir o explicar. Este principio es el que se presenta con mayor frecuencia en los códigos a nivel mundial (Seidl et al., 2013). Históricamente, surge con el Comité Cadbury en el Reino Unido (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992), e implica que las empresas pueden optar entre cumplir con los requerimientos del código o explicar por qué no lo hacen. En junio de 2019 se aprobó la Res. CNV 797/19, que mantiene la obligatoriedad de presentar el CGS para empresas bajo órbita de la Comisión Nacional de Valores (CNV), pero incorporando el principio de aplicar o explicar. Asimismo, el nuevo CGS incorpora una faceta educativa tanto para las empresas como para los inversores, explicando la importancia de las prácticas recomendadas y permitiendo flexibilidad en su aplicación (Rosa, 2019).

Este trabajo tiene como objetivo comparar la estructura y contenidos conceptuales del código de gobierno societario bajo las distintas normativas que han estado vigentes en la Argentina: la Res. CNV 516/07, la Res. CNV 606/12 y la reciente Res. CNV 797/19. Se emplea una metodología de investigación cualitativa utilizando el análisis documental como técnica de recolección de datos. El aporte del trabajo consiste en identificar los principales cambios, incorporaciones y eliminaciones en la evolución temporal de los CGS, destacándose el rol

explicativo y educativo que desarrolla la normativa más reciente.

El artículo se organiza del siguiente modo: en primer lugar, se expone el marco de antecedentes y la metodología, y posteriormente se presenta el análisis comparativo de la estructura general y principales contenidos de las tres normativas de CGS que han estado vigentes en la Argentina. En la última sección se desarrollan las conclusiones.

Marco de Antecedentes

Gobierno Corporativo: Definiciones

La estructura del sistema de gobierno corporativo depende de la orientación fundamental de la empresa y de su rol en la sociedad (Larcker y Tayan, 2015). Desde la perspectiva de los propietarios (*shareholders*), el objetivo del GC es maximizar el valor de la empresa alineando los incentivos entre directivos y accionistas en un contexto de información asimétrica y contratos incompletos.

Los problemas de agencia son una parte esencial de la llamada visión contractual de la firma, desarrollada por Coase (1937), Jensen y Meckling (1976), y Fama y Jensen (1983). Jensen y Meckling definen la relación de agencia como un contrato donde una parte, el principal (en este caso, el propietario), compromete a otra persona, el agente (el directivo), para realizar algún servicio en su beneficio, y que involucra la delegación al agente de la toma de decisiones. Las asimetrías de información surgen cuando en una transacción una parte tiene mejor información que la otra. Si principal y agente buscan maximizar su propia utilidad y hay asimetrías de información, hay razones para creer que el agente no siempre actuará en el mejor interés para el principal (riesgo moral).

Luigi Zingales (1997) señala que, si se pudieran establecer contratos completos entre principal y agente que describan, para cada estado posible de la naturaleza, la división de ganancias entre partes y cuáles serían las acciones que debería llevar a cabo el manager, entonces, no serían necesarios sistemas de gobernanza. Como es inviable hacer contratos completos, es el directivo quien se queda con los derechos de control residuales, respecto a decidir qué hacer en las situaciones no previstas en el contrato: discrecionalidad gerencial. La capacidad de los managers de buscar su propio interés depende de

la capacidad de monitoreo de los propietarios. Por lo tanto, se busca brindar soluciones al problema de agencia (Jensen y Meckling, 1976) a través de mecanismos e incentivos diseñados para alinear los intereses de los directivos con los de propietarios de la empresa (Shleifer y Vishny, 1997). En países emergentes, la concentración de la propiedad sumada a mecanismos de gobernanza externa más débiles resulta en conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Esto se conoce como conflicto principal-principal (Young et al., 2008)

Por otro lado, la perspectiva de los *stakeholders* (Freeman, 1984) extiende el objetivo de la empresa considerando los efectos sobre las distintas partes interesadas (acreedores, trabajadores, Estado, clientes, sociedad). Entonces, los mecanismos de GC deben apuntar a incentivar la participación de las partes interesadas y la consideración de sus intereses en las decisiones de la empresa (Letza et al., 2004).

Debe considerarse también la teoría institucional, para la cual las empresas están incorporadas a un conjunto de normas formales e informales. Las estructuras de GC de cada país responden a las restricciones de las instituciones y regulaciones nacionales (Aguilera y Jackson, 2003). La Porta et al. (1997) encontraron que los países cuya tradición legal proviene de la tradición de *common-law* garantizan mayores derechos a los accionistas y acreedores que los países basados en *civil-law* (o *code-law*). Concluyen que los sistemas de GC son más efectivos en países con tradición de *common-law* y con mecanismos confiables de *enforcement*.

El marco regulatorio por sí mismo no es suficiente sin un adecuado control de las autoridades de su cumplimiento, en forma justa y consistente. La relevancia del cumplimiento de las normas es mayor en mercados no integrados con los mercados de capitales internacionales. Cuando un país está integrado con los mercados internacionales, la eficiencia de estos puede compensar fallas en la regulación local. El *enforcement* contribuye a incrementar la confianza de los inversores respecto a que sus derechos serán monitoreados y protegidos. En este punto es crucial la eficiencia del mercado de capitales. Si los mercados son eficientes, los precios son señales válidas para la correcta asignación de recursos. Decisiones acertadas de los gerentes serán recompensadas con aumentos del valor de

la empresa. Si los mercados son ineficientes, los precios están distorsionados y se dificulta la toma de decisiones. Los mercados de capitales eficientes también actúan como mecanismos de control (mercados de control corporativo) (Larcker y Tayan, 2015).

Los mecanismos de implementación normativa de códigos de GC se pueden clasificar en obligatorios y voluntarios. En el primer grupo, es un ejemplo clásico la Ley Sarbanes Oxley sancionada el 30 de julio de 2002 en los Estados Unidos. Esta impone estrictas normas sobre el control interno y establece estándares sobre responsabilidad corporativa para el Comité de Auditoría, el CEO (Chief Executive Officer, Director Ejecutivo) y el CFO (Chief Financial Officer, Director Financiero). En el segundo grupo, de códigos voluntarios, se destaca el Informe Cadbury (1992) del Reino Unido, que ha tenido distintas revisiones en respuesta a eventos que causaron crisis de legitimidad (Arcot et al., 2010).

El código de GC del Reino Unido desarrolla principios que se refieren a la revelación de información sobre remuneración ejecutiva, el entorno, la administración de riesgo y la estrategia corporativa. Esta revelación de información no es obligatoria, sino que se basa en el principio de cumplir o explicar, que permite a las organizaciones que no cumplen con las indicaciones del código proveer explicaciones que fundamenten esta conducta. La calidad de las explicaciones del no cumplimiento son un elemento clave en este sistema (Shrives y Brennan, 2017).

El principio de cumplir o explicar, que brinda mayor flexibilidad al no imponer las mismas normas para todas las empresas, es el paradigma que se presenta con mayor frecuencia a nivel global (Seidl et al., 2013)¹. Bajo este principio las organizaciones pueden cumplir con las sugerencias del código, o, en su caso, explicar por qué no lo hacen. Más recientemente ha surgido una variante de este principio, conocido como “aplicar o explicar”. Las organizaciones pueden “aplicar” las políticas sugeridas o, en su defecto, “explicar” por qué no lo han hecho. Este cambio de palabras indica que en ambos casos (ya sea que se aplique o se explique) se cumple con la normativa. De esta forma se busca que los accionistas den más importancia a las explicaciones (Arcot et al., 2010). La modalidad de “aplicar o explicar” está incorporada en los códigos

1. Sólo tres países no tienen regulaciones guiadas por el principio de cumplir o explicar (o su variante aplicar o explicar): Estados Unidos, India y China (OECD, 2019).

de Rumania (Mihaela y Iulian, 2012), Países Bajos (Nedelchev, 2013) y Sudáfrica (Sarkar, 2015).

Los CGS en Latinoamérica

Los países latinoamericanos comparten ciertas características que determinan el modelo de GC a adoptar: sistema legal codificado (*civil law*), estructuras de propiedad y control concentradas en grupos económicos y empresas familiares, y conflictos de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios (Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, 2015). Los primeros códigos de mejores prácticas surgen en países desarrollados

a partir de 1976. Posteriormente, la iniciativa llega a Latinoamérica: en 1999 a México, 2000 a Chile, 2001 a Brasil y Colombia, 2002 a Perú, 2003 a Venezuela (Fornero, 2007).

En la Argentina la normativa vinculada al gobierno corporativo deriva del Informe Cadbury, por lo que cuenta con recomendaciones y sugerencias para las empresas de capital abierto. El código de gobierno societario ha atravesado tres transformaciones: Res. CNV 516/07, Res. CNV 606/12 y la reciente Res. CNV 797/19, que entró en vigencia a partir de los estados financieros cerrados a partir del 31 de diciembre de 2019. Mientras las dos primeras resoluciones se basaron en el principio de “cumplir o explicar”, la Res. 797/19 sigue el principio de “aplique o no, explique”.

Tabla 1.A
 Códigos de gobierno corporativo en algunos países de Latinoamérica

País	Normativa vigente de código de principios	Principales características
Argentina	Res. CNV 797/19 (año 2019)	Enfoque: aplicar o explicar. Se organiza en siete temas: 1) Función del directorio, 2) La presidencia en el directorio y la secretaría corporativa, 3) Composición, nominación y sucesión del directorio, 4) Remuneración, 5) Ambiente de control 6) Ética, integridad y cumplimiento, 7) Participación de los accionistas y partes interesadas. Las empresas que deseen integrar el panel de gobierno corporativo de Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) deben cumplir con un reglamento específico de GC (BYMA, 2018)*.
Brasil	Código de gobierno corporativo para empresas bajo oferta pública (año 2015)	Enfoque: cumplir o explicar. Se organiza en cinco capítulos: 1) Accionistas, 2) Directorio, 3) Gerencia ejecutiva, 4) Órganos de supervisión y control y 5) Ética y conflictos de interés. Algunas prácticas son obligatorias para las empresas que desean integrar el segmento diferenciado Novo Mercado.
Chile	Norma de carácter general (NCG) N°385 (año 2015)	Enfoque: cumplir o explicar. 23 principios y 99 prácticas agrupadas en cuatro dimensiones: 1) Funcionamiento y composición del directorio, 2) Relación entre sociedad, accionistas y público en general, 3) Gestión y control de riesgos y 4) Evaluación por parte de un tercero.

Nota. Elaboración propia con base a OECD (2019) y normativa específica de cada país. Para Argentina: Comisión Nacional de Valores (2019); Brasil: GT Interagentes (2016); Chile: Superintendencia de Valores y Seguros (2015).

* Este segmento diferenciado de GC en Bolsas y Mercados de Valores Argentinos (BYMA, 2018) incluye empresas que voluntariamente adoptan prácticas de GC adicionales referidas a la composición accionaria, diversidad de género, funcionamiento del directorio, entre otros.

Tabla 1.B
 Códigos de gobierno corporativo en algunos países de Latinoamérica

País	Normativa vigente de código de principios	Principales características
Colombia	Código País 2014	Enfoque: cumplir o explicar. Presenta 33 medidas y 148 recomendaciones agrupadas en cinco áreas: 1) Derechos y Trato Equitativo de Accionistas, 2) Asamblea General de Accionistas, 3) Junta Directiva, 4) Arquitectura de Control, 5) Transparencia e Información Financiera y no Financiera.
México	Ley de mercado de valores (oferta pública) Código de principios y mejores prácticas corporativas (año 2018)	Enfoque mixto. Existe un código adoptado por la Bolsa Mexicana de Valores que se rige por el principio de cumplir o explicar, y posee seis dimensiones: 1) Asamblea de accionistas, 2) Consejo de administración, 3) Función de auditoría, 4) Función de evaluación y compensación, 5) Función de finanzas y planeación y 6) Función de riesgo y cumplimiento. Para las empresas que hacen oferta pública parte de sus recomendaciones son obligatorias en el marco de la Ley de mercado de valores desde el 2005.
Perú	Reporte sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (año 2014).	Enfoque: principio cumplir o explicar. Dimensiones: 1) Derechos de los accionistas, 2) Junta general de accionistas, 3) Directorio y la alta gerencia, 3) Riesgo y cumplimiento y 4) Transparencia de la información. Cuenta también con principios complementarios para empresas del Estado y empresas familiares. Las empresas que deseen integrar el índice de buen gobierno corporativo deberán someter su autoevaluación a una validación externa.

Nota. Elaboración propia con base a OECD (2019) y normativa específica de cada país. Para Colombia: Superintendencia Financiera de Colombia (2014); México: Consejo Coordinador Empresarial (2018); Perú: Superintendencia del Mercado de Valores (2014).

En la Tabla 1 (A y B) se desarrolla una comparación de los códigos de GC de algunos países de Latinoamérica, que presentan distintas particularidades. El código adoptado por Brasil presenta una estructura de principios, razonamiento de cada principio, práctica recomendada y guía de aplicación. De esta forma, su contenido no es solo informativo sino también educativo, similar a la Res. CNV 797/19. El de México brinda una breve explicación por práctica, además de una general al principio de cada dimensión. El código de Colombia tiene una explicación general al principio de cada dimensión. En Perú, Chile, México y Colombia los informes de GC se presentan como una grilla, donde para cada práctica o

principio se contesta si se cumple o no, con columnas adicionales para agregar comentarios o explicaciones.

Metodología

El abordaje metodológico consiste en una investigación cualitativa a través del análisis documental como técnica de recolección de datos. Los principales documentos analizados son las tres versiones del Código de Gobierno Societario emitidas por la CNV: Res. 516/07, Res. CNV 606/12 y Res. CNV 797/19. En forma complementaria como marco para analizar los cambios normativos se consideraron también

Tabla 2
 Comparación del principio “cumplir o explicar” vs “aplicar o explicar”

	Res. CNV 516/07 y 606/12	Res. CNV 797/19
Si cumple o aplica	Informar si cumple totalmente los principios y recomendaciones del CGS y de qué modo lo hace.	Incluir información sobre cómo se aplica la práctica.
Si no, explicar	Se debe explicar en caso de cumplimiento parcial o no cumplimiento cuáles son las razones e indicar si se planifica incorporar aquello que no adopta en el futuro. En el caso de que no se considere apropiada o aplicable la recomendación, indicar los motivos.	Se distinguen tres niveles de justificación: 1) Justificar cómo se cumple el principio con otra práctica. 2) Si 1) no se cumple, justificar el motivo e indicar acciones previstas y tiempo estimado para desarrollar una práctica que cumpla con el principio. 3) Si 2) no se cumple, indicar por qué no se considera aplicable la práctica referida en el CGS.

las resoluciones emitidas por la CNV sobre temas relacionados en el período analizado (2007-2019).

Se realiza en primer lugar un análisis de contenido temático, considerando la ausencia/presencia de palabras y generando listas de frecuencias y recuento de términos (Tabla 3). Los conceptos elegidos para este análisis se centran en los siguientes: confianza, rendición de cuentas y divulgación (estos tres conceptos son analizados por Price et al. (2018)), agregando además ética, transparencia, protección, eficiencia (OECD, 2019).

Posteriormente, se realiza un análisis de forma, comparando la estructura y organización de los tres CGS (Tablas 4 y 5). Se consideran en este caso como variables de análisis la organización interna de las resoluciones, el formato requerido de presentación del CGS, los cambios en el vocabulario específico y el plazo de presentación (Tabla 4). Seguidamente, se aborda el estudio comparativo de las resoluciones a través de cuatro dimensiones: directorio; ambiente de control; ética, integridad y cumplimiento; y accionistas y partes interesadas (Tabla 5).

Comparación de las Res. CNV 516/07, Res. CNV 606/12 y Res. CNV 797/19

Contenido General de las Resoluciones

En la Argentina las empresas que emiten títulos negociables se encuentran insertas en un marco de distintas reglamentaciones respecto al gobierno corporativo. Están reguladas por la Ley General

de Sociedades (ley 19.550), la Ley de Mercado de Capitales (ley 26.831), las Normas 2013 de la Comisión Nacional de Valores (CNV, 2013), y en particular la Res. CNV 797/19 del Código de Gobierno Societario². Las dos versiones previas del GCS fueron aprobadas por la Res. CNV 606/12 y, previamente, la Res. CNV 516/07. En todos los casos se ha mantenido la exclusión de las pymes de presentar el CGS (Briozzo et al., 2018).

Tanto la Res. CNV 606/12 como la Res. CNV 797/19 plantean la intención de un CGS desde la perspectiva de los *stakeholders*, ya que en sus considerandos se indica que las prácticas de buen gobierno societario son un “instrumento de protección a los derechos de los inversores, acreedores y público en general”. Asimismo, la Res. CNV 606/12 se enmarca en la teoría de agencia al afirmar que de esta forma “evitan o, al menos, restringen la posibilidad de difusión de información asimétrica”.

La Res. CNV 797/19 incorpora las siguientes innovaciones:

- Una introducción educativa que busca mostrar a las empresas la fundamentación de los principios y sus beneficios para las firmas.
- Definiciones y explicaciones de las prácticas recomendadas.
- La sustitución del principio de “cumplir o explicar” por “aplicar o explicar”, que en los considerandos define como:

La nueva modalidad del código es “aplique o no, explique”, es decir, una empresa que decide

2. El requerimiento de la presentación del CGS bajo esta nueva norma es aplicable a partir del ejercicio con fecha de cierre 31 de diciembre de 2019.

omitir una práctica puede, no obstante, cumplir con los estándares de buen gobierno corporativo enunciados en el Código, siempre y cuando su justificación se encuentre alineada a los principios que se intenta proteger. (Considerandos de la Res. CNV 797/19)

La Tabla 2 compara el principio general que rige las dos resoluciones más antiguas, cumplir o explicar, con el principio general de la resolución actual, aplicar o explicar. Si bien la estructura de la argumentación es similar bajo ambos principios, se destaca en la Res. 797/19 la posibilidad de cumplir con un principio aplicando una práctica diferente a la recomendada en el CGS. También se realiza un requerimiento más

preciso de información en el caso de planificarse adoptar una práctica, debiendo especificarse curso de acción y tiempo previsto. Asimismo, se especifica que “las respuestas deberán ser completas, claras y de alta calidad, por lo que no será suficiente que las compañías respondan que no aplican una determinada práctica porque no se encuentran obligadas por ley” (Res. CNV 797/19, p. 8 Anexo III). Este es un cambio destacable, ya que los códigos emitidos por las compañías bajo la normativa anterior presentaban justificaciones vagas e incompletas, prevaleciendo la dimensión institucional del GC, o sea cumplir con la legislación vigente (Barco y Briozzo, 2020).

La Tabla 3 presenta una comparación del contenido de las tres resoluciones a través de los

Tabla 3
 Conceptos relacionados al GC en las resoluciones de CGS

Término	Res. 516/07	Res. 606/12	Res. 797/19
Ética	No se menciona	2 veces en los principios (P.II y P. VIII)	1 vez en título de principios 1 vez en A1 cap 2 2 veces en principios (2 y 17) 8 veces en prácticas 15 veces en orientaciones
Transparencia Transparentar Transparente	3 veces en los considerandos	2 veces en los considerandos 6 veces en los principios (P I., IV, P.V)	1 vez en A1 Cap 1 4 veces en A1 cap 2 2 veces en principios 1 vez en orientaciones
Protección	2 veces en los considerandos	1 vez en los considerandos 3 veces en los principios (P. V y P. VIII)	1 vez en los considerandos 1 vez en A1 Cap1 4 veces en A1 Cap 2 1 vez en prácticas
Eficiencia Eficiente	1 vez en los considerandos 1 vez en el CGS	No se menciona	1 vez en A1 cap 1 2 veces en principios 2 veces en prácticas 7 veces en orientaciones
Divulgar Divulgación	1 vez en los considerandos	2 veces en los considerandos 4 veces en los principios (P. I, P. III)	1 vez en A1 cap 1 3 veces en A1 cap 2 3 veces en prácticas (A1) 10 veces en orientaciones
Rendición de cuentas (accountability)	No se menciona	No se menciona	No se menciona
Confianza	No se menciona	No se menciona	1 vez en parte introductoria A1 (cap 2) 2 veces en orientaciones de principios

Nota. Se consideran verbos en infinitivo y conjugaciones.

Tabla 4
 Características generales de las tres versiones de CGS

	Res. CNV 516/07	Res. CNV 606/12	Res. CNV 797/19
Principio general	Cumplir o explicar	Cumplir o explicar	Aplicar o explicar
Presentación de la información del CGS	Anexo separado a la memoria	Anexo separado a la memoria	Anexo separado a la memoria
Formato	Reporte	Grilla que indica para cada recomendación: cumplimiento total, cumplimiento parcial y no cumple.	Reporte
Estructura de la resolución	28 principios agrupados en ocho temas	Nueve principios y un total de 25 recomendaciones generales y 75 desagregadas.	Un glosario y tres capítulos: los dos primeros educativos, y el tercero presenta los 22 principios generales agrupados en siete temas, complementados con 29 prácticas y orientaciones detalladas.
Denominación del máximo órgano de control de la empresa	Directorio	Órgano de Administración	Directorio
Política ambiental o de sustentabilidad	No se menciona en el CGS	La recomendación VI.2 pide indicar si se emite un Balance de Responsabilidad Social y Ambiental anual.	Informar en la memoria
Plazo de presentación	70 días corridos desde el cierre del ejercicio, o dos días corridos de aprobado por el directorio, y por lo menos 10 días corridos antes de la asamblea de accionistas.	Ídem Res. CNV 516/07	70 días corridos de cerrado el ejercicio, o dos días corridos de aprobado por el directorio, y por lo menos 20 días corridos antes de la asamblea de accionistas.

conceptos relacionados con el GC que son nombrados en cada una. Se considera todo el texto de la norma (incluyendo considerandos, CGS y, en el caso de la Res. CNV 797/19, el material educativo). Puede observarse una clara evolución en la incorporación de conceptos en las resoluciones más recientes. Las palabras más mencionadas en la Res. CNV 797/19 son ética y divulgación, mientras que el término confianza aparece por primera vez en el CGS más reciente. La frase rendición de cuentas no ha sido incluida en ninguna de las resoluciones, lo cual resulta llamativo dado que se la asocia con la perspectiva de grupos de interés (Letza et al., 2004).

En la Tabla 4 se analizan las características generales de las tres versiones del CGS en la Argentina. El plazo de presentación, que coincide con el requerimiento de información anual a la emisora,

se amplía en la Res. CNV 797/19 a 20 días corridos antes de la asamblea de accionistas que considera la información. Este mayor periodo de la información en manos de los accionistas es coincidente con uno de los objetivos del principio de aplicar o explicar, que es dar mayor rol a los propietarios de la empresa en el requerimiento de explicaciones.

Se agrega como novedad en la Res. CNV 797/19 el monitoreo específico de la CNV, mediante la selección aleatoria de un número de empresas a ser monitoreadas durante tres ejercicios anuales³. En forma complementaria, se realizará un análisis de impacto, que la CNV compartirá con otras instituciones como universidades, aunque no se detalla la implementación. Este es un avance importante, ya que como consecuencia de la falta de control sobre el Informe de cumplimiento presentado por las emisoras

3. En octubre de 2020 la CNV organizó una reunión para explicarle a las emisoras detalles sobre este monitoreo, cuya retroalimentación se realizará en forma privada. Para llevar a cabo la primera edición de este control fueron seleccionadas por sorteo ocho sociedades (CNV, 2020).

Tabla 5.A
 Comparación de la estructura de las Res. CNV 516/07, 606/12 y 797/19

Res. 797/19	N°	Res. 606/12	N°	Res. 516/07	N°
A- Función del Directorio	G: 5 P: 5	Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la emisora (P. II).	G:7 P: 36	Del directorio en general (9 en total en este título)	7
B- La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa	G: 3 P: 5			Independencia de los directores	4
C- Composición, Nominación y Sucesión del Directorio	G: 2 P: 4			Comités (6 en total en este título)	5
D- Remuneración	G: 1 P: 2	Remunerar de forma justa y responsable (P. VII)	G: 1 P: 16		
E- Ambiente de control	G: 5 P: 5	Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial (P. III)	G: 1 P: 5	Dentro del Apartado "Directorio en general" un punto se refiere a información, control interno y gestión de riesgos y otro al Comité de Auditoría.	2
		Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes (P. IV)	G: 1 P: 4	Dentro del título "Comités" un punto hace referencia a la rotación de Síndicos y Auditores Externos.	1

Nota. La Res. 516/07 se encuentra organizada en recomendaciones. La Res. 606/12 cuenta con en principios (I, II, III...), dentro los cuales hay recomendaciones generales y desagregadas. La Res. 797/19 está estructurada en temas (A, B, C...), los cuales se desagregan en principios y prácticas. A fines de uniformar denominaciones, en esta tabla se emplea G para representar número de recomendaciones generales (Res. 516/07 y 606/12) y principios (Res. 797/19), mientras que se emplea P para representar número de recomendaciones particulares (Res. 606/12) y prácticas (Res. 797/19)

Tabla 5.B
 Comparación de la estructura de las Res. CNV 516/07, 606/12 y 797/19

Res. 797/19	N°	Res. 606/12	N°	Res. 516/07	N°
F- Ética, Integridad y Cumplimiento	G: 2 P: 3	Fomentar la ética empresarial (P. VIII)	G: 1 P: 3	Dentro del apartado Ámbito de aplicación del código un punto hace referencia a la relación emisora-grupo económico (total dos puntos en este principio). No se menciona la palabra ética.	1
		Transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas (P. I)	G: 3 P: -		
G- Participación de los Accionistas y Partes Interesadas	G: 4 P: 5	5-Respetar los derechos de los accionistas	G: 6 P: 9	Relación con los accionistas	5
		6-Mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad	G: 1 P: 2	Relación con la comunidad	2
Se menciona la importancia de la formalización del compromiso con el GC (cap. 2) y de elaborar reglas para su funcionamiento (cap. 1).	Cap 1 y 2	9-Profundizar el alcance del código	G: 1 P: -	En la sección Ámbito de aplicación del código un punto hace referencia a la inclusión del CGS en el estatuto	1

Nota. La Res. 516/07 se encuentra organizada en recomendaciones. La Res. 606/12 cuenta con en principios (I, II, III...), dentro los cuales hay recomendaciones generales y desagregadas. La Res. 797/19 está estructurada en temas (A, B, C...), los cuales se desagregan en principios y prácticas. A fines de uniformar denominaciones, en esta tabla se emplea G para representar número de recomendaciones generales (Res. 516/07 y 606/12) y principios (Res. 797/19), mientras que se emplea P para representar número de recomendaciones particulares (Res. 606/12) y prácticas (Res. 797/19)

bajo la Res. CNV 606/12, la disponibilidad, actualización y plazos de presentación no se verificaba en todas las compañías (Barco y Briozzo, 2020).

La Estructura de las Resoluciones

A continuación, se desarrolla la comparación de estructuras y contenidos planteada en Tabla 5.

- Directorio

Los aspectos relacionados con el directorio han ocupado

en todas las normativas un papel preponderante en su extensión y profundidad. La normativa más reciente lo desarrolla en cuatro temas (A, B, C, D), once principios y 16 prácticas. El CGS establecido por la Res. CNV 606/12 le dedicaba dos principios (II y VII), con ocho recomendaciones generales y 52 particulares. La normativa más antigua incluía 16 recomendaciones relacionadas con el directorio.

La Res. CNV 797/19 incorpora el concepto de secretaría corporativa (o de gobierno societario) y se profundiza la importancia de los aspectos de nominación y sucesión. Como comités no obligatorios dentro del Directorio, todas las normativas solicitan

informar la existencia de comité de remuneraciones y de nominaciones o nombramientos. En la Res. CNV 606/12 se pedía también mencionar si existe un Comité de gestión de riesgos. En cambio, la Res. CNV 797/19 menciona solo a nivel de las orientaciones la posible existencia de un comité de riesgos, de ética y cumplimiento, y de gobierno societario.

El tema de remuneración de los miembros del Directorio y gerentes de primera línea surge como aspecto separado a partir de la normativa del 2012. De la misma forma, el concepto de ética aparece por primera vez en la Res. CNV 606/12 y continúa a nivel de principio en la Res. CNV 797/19, mencionándose el código de ética y conducta y los mecanismos para recibir denuncias.

- Ambiente de control

El control interno y la gestión de riesgos se mencionan en 2007 (con tres recomendaciones), pero se desarrollan en profundidad en la normativa del 2012 (dos principios con nueve recomendaciones particulares) y 2019 (cinco principios y cinco prácticas). En la Res. CNV 797/19 la sección Ambiente de control reúne cuatro principios y cuatro prácticas referidos al rol del Comité de Auditoría y el control interno, y solo un principio y una práctica referidos a la auditoría externa. En cambio, en el 2012 las auditorías externas e independientes abarcan un principio con cuatro recomendaciones. En la normativa 2019 se menciona el rol del directorio, y en particular del comité de auditoría, en la supervisión del desempeño del auditor externo. La normativa más reciente no menciona la rotación del auditor externo, cuestión incluida en el 2012 y 2007.

- Ética, integridad y cumplimiento

Los CGS del 2007 y 2012 hacen referencia a la transparencia de las transacciones de la empresa con su grupo económico, siendo la segunda normativa la que más desarrolla el tema, dedicándole una sección y tres principios. En la Res. CNV 797/19 no se usa el término grupo económico, sino que se define el concepto más general de partes relacionadas, en línea con la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 12⁴. El tema de partes relacionadas se trata en un principio y una práctica en la sección Ética, integridad y cumplimiento.

- Accionistas y partes interesadas

La relación con los accionistas merecía un apartado general en las dos primeras normativas, pero se une al resto de las partes interesadas en la última versión, respondiendo a un cambio de enfoque hacia los *stakeholders*. Con respecto a los derechos de los accionistas todas las resoluciones tratan el acceso a información, consultas y política de dividendos. En las normativas de 2007 y 2012 se menciona también la protección frente a tomas de control (incorporada posteriormente en la Res. CNV 779/2018 sobre oferta pública de adquisición y retiro de oferta pública) y la protección de los accionistas minoritarios, que no es mencionada en el 2019. La normativa 2012 también hace referencia a otros dos aspectos que se dejan de lado en la norma más reciente: el fomento a la igualdad acción-voto y la dispersión accionaria. La Res. CNV 797/19 incorpora como novedad la mención explícita a los medios de participación electrónica en la asamblea.

La relación con la comunidad en la primera normativa se refería solo al sitio web de la empresa y la información disponible. En el 2012 se incorpora además la recomendación de contar con un Balance de Responsabilidad Social y Ambiental. En cambio, la norma más reciente se refiere en términos más generales a presentar un informe de sustentabilidad (con sus indicadores) no como parte del CGS, sino dentro de la Memoria anual (capítulo 1). En el capítulo 2 se menciona que la sustentabilidad es un concepto transversal en el CGS. Es interesante mencionar que el término “relación con la comunidad” es reemplazado en la Res. CNV 797/19 por “relación con las partes interesadas”, dedicándole un principio y una práctica referidos a su identificación y comunicación (sección Participación de accionistas y partes interesadas).

Por último, la incorporación del marco de GC en el estatuto social es mencionada en el 2007 y 2012 a nivel de principio, mientras que en la normativa 2019 solo se la menciona en forma general en los capítulos 1 y 2.

Consideraciones Finales

La evolución de los requerimientos sobre el código de gobierno societario ha respondido a los cambios de la normativa argentina y a las tendencias a nivel mundial sobre el tema. Conceptos como ética, transparencia,

4. La presentación de estados financieros bajo NIIF es de adopción obligatoria en la Argentina para empresas bajo oferta pública (excepto pymes) desde 2012.

divulgación aparecen con más frecuencia reflejando una intención a orientarse hacia los grupos de interés: las prácticas de buen gobierno societario son un “instrumento de protección a los derechos de los inversores, acreedores y público en general” (Res. CNV 797/19, considerandos). Sin embargo, un concepto clave de este enfoque como la rendición de cuentas no aparece en la nueva resolución.

En la edición más reciente del CGS (Res. CNV 797/19) se destaca la incorporación de una faceta explicativa y educativa, en línea con los códigos de otros países latinoamericanos. El cambio de paradigma de “cumplir o explicar” hacia “aplicar o explicar” también resulta una innovación importante. Asimismo, se duplica el tiempo de presentación de la información previa a la asamblea de accionistas. Resulta interesante destacar la introducción del control del CGS a cargo de la CNV y otras instituciones, que se incorpora en la nueva normativa.

Se plantea como futura línea de investigación el análisis comparativo de los códigos presentados por las empresas bajo las distintas normativas, que permitirá identificar si el CGS ha presentado cambios cualitativos o solo responde a cuestiones de forma.

Por último, cabe mencionar que permanece como tema pendiente del marco de GC en la Argentina desarrollar guías para empresas familiares y para pymes, adaptadas a sus características particulares y el contexto económico y cultural.

Referencias Bibliográficas

- Aguilera, R. V. y Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of management Review*, 28(3), 447-465.
- Arcot, S., Bruno, V. y Faure-Grimaud, A. (2010). Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working? *International Review of Law and Economics*, 30(2), 193-201.
- Barco, E. y Briozzo, A. (2020). Código de Gobierno Societario en la Argentina: análisis del nivel de cumplimiento. *RETOS. Revista de Ciencias de la Administración y Economía*, 10(19), 45-63.
- Bolsas y Mercados Argentinos. (2018). *Reglamento del panel de gobierno corporativo*. https://www.byma.com.ar/wp-content/uploads/2019/01/BYMA-Reglamento_Panel_GC-Directorio-ESP.pdf
- Briozzo, A. E., Albanese, D., Santoliquido, D., Argañaraz, Á. A. y Barco, E. (2018). Análisis del marco normativo del gobierno corporativo para la Argentina. *Revista Visión de Futuro*, 22(1), 33-53.
- Coase, R. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
- Comisión Nacional de Valores. (2007). Resolución General 516/2007. Código de Gobierno Societario.
- Comisión Nacional de Valores. (2012). Resolución General 606/2012. Modificación Normas CNV (N.T. 2001). Código de Gobierno Societario.
- Comisión Nacional de Valores. (2013). Normas Comisión Nacional de Valores 2013. Aprobadas por Ley 26.831 y Decreto Reglamentario 1023/2013.
- Comisión Nacional de Valores. (2018). Resolución General 779/2018. Régimen de oferta pública de adquisición y retiro de oferta pública.
- Comisión Nacional de Valores. (2019). Resolución General 797/2019. Normas (N.T. 2013 y mod.). Modificación. Código de Gobierno Societario.
- Comisión Nacional de Valores (2020). Trabajo conjunto de CNV con emisoras y actores institucionales para generar un menú de buenas prácticas de gobierno societario. <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Prensa/Post/2486>
- Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. (1992). *Informe Cadbury*. <https://ecgi.global/sites/default/files//codes/documents/cadbury.pdf>
- Consejo Coordinador Empresarial. (2018). *Código de mejores principios y prácticas corporativas*. https://www.bmv.com.mx/docs-pub/MARCO_NORMATIVO/CTEN_MNOD/CPMPGC-Julio%202018.pdf

- Council Financial Reporting (2010). *The UK corporate governance code*. <https://www.frc.org.uk/getattachment/31631a7a-bc5c-4e7b-bc3a-972b7f17d5e2/UK-Corp-Gov-Code-June-2010.pdf>
- Fama, E. y Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fornero, R. (2007). *El valor de parecer bueno* [Ponencia]. XXVII Jornadas Nacionales de Administración Financiera, Córdoba, Argentina.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman.
- GT Interagentes (2016). *Brazilian Corporate Governance Code –Listed Companies*. http://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/novidades/3877_GT_Interagentes_Brazilian_Corporate_Governance_Code_Listed_Companies.pdf
- Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (2015). *El gobierno corporativo en Iberoamérica*. https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/04/gobierno-corporativo_web.pdf
- Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150.
- Larcker, D. y Tayan, B. (2015). *Corporate governance matters: A closer look at organizational choices and their consequences*. Pearson education.
- Letza, S., Sun, X. y Kirkbride, J. (2004). Shareholding versus stakeholding: A critical review of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 242-262.
- Ley 19.550. Ley General de Sociedades. Modif. Ley 26994/27077. Boletín Oficial de la Nación Argentina, Buenos Aires, Argentina, 8 de octubre de 2014.
- Ley 26.831. Mercado de Capitales. Boletín Oficial de la Nación Argentina, Buenos Aires, Argentina, 27 de diciembre de 2012.
- Mihaela, D. y Iulian, S. (2012). Internal control and the impact on corporate governance, in Romanian listed companies. *Journal of Eastern Europe Research in Business & Economics*, 2012. <https://doi.org/10.5171/2012.676810>
- Nedelchev, M. (2013). Good practices in corporate governance: one-size-fits-all vs. comply-or-explain. *International Journal of Business Administration*, 4(6), 75-81.
- Núñez Reyes, G., Perrotini Hernández, I. y López-Herrera, F. (2018). Gobierno corporativo y deuda internacional de empresas latinoamericanas. *Revista CEPAL*, (126), 31-45.
- OECD (2019). *Corporate Governance Factbook 2019*. <https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>
- Price, M., Harvey, C., Maclean, M. y Campbell, D. (2018). From Cadbury to Kay: discourse, intertextuality and the evolution of UK corporate governance. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 31(5), 1542-1562. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-01-2015-1955>
- Rosa, A. (2019). *Nuevo Código de Gobierno Societario de la Comisión Nacional de Valores – Un paso adelante*. Cátedra PWC. <http://catedrapwciae.com.ar/nuevo-codigo-de-gobierno-societario-de-la-comision-nacional-de-valores-un-paso-adelante/>
- Sarkar, S. (2015). *The Comply-or-Explain approach for enforcing governance norms* [Documento de trabajo]. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2638252>

- Seidl, D., Sanderson, P. y Roberts, J. (2013). Applying the 'comply-or-explain' principle: discursive legitimacy tactics with regard to codes of corporate governance. *Journal of Management & Governance*, 17(3), 791-826.
- Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Shrives, P. J. y Brennan, N. M. (2017). Explanations for corporate governance non-compliance: A rhetorical analysis. *Critical Perspectives on Accounting*, 49, 31-56.
- Superintendencia del Mercado de Valores. (2014). *Reporte sobre el Cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas*. https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwjbgYrA2sbwAhXQIJUCHSU-CqwQFjAAegQIAhAD&url=http%3A%2F%2Fwww.smv.gob.pe%2Fsil%2FRGG0000200500140001.doc&usg=AOvVaw3Gg7OnR1X9Hb_lx0XM6qGB
- Superintendencia de Valores y Seguros. (2015). Norma de Carácter General (NCG) N° 385. https://www.svs.cl/normativa/ngc_385_2015.pdf
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2014). *Código de mejores prácticas corporativas. Código país*. <http://www.icgc.com.co/wp-content/uploads/2018/01/Co%CC%81digo-Pai%CC%81s-2014.pdf>
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D. y Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of management studies*, 45(1), 196-220.
- Zingales, L. (1997). *Corporate Governance* (Documento de Trabajo N° 6309). National Bureau of Economic.