

**Universidad Nacional de Río Negro**

CONTADOR PÚBLICO  
SEDE ATLÁNTICA



*“Análisis del grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario (CGS) de las veinte empresas líderes que cotizan en la bolsa de valores argentina – Período 2022/2023”*

**Autora:** Yesica Elizabeth Avendaño Ramirez  
**Directora:** Cra. Verónica Nilles

AÑO 2025

## **Agradecimientos**

*A Dios, porque lo mejor que hay en mí se lo debo a Él.*

*A mi familia, mis padres y mis hermanos, por su paciencia y su compañía incondicional cada vez que estudiaba para los parciales y finales. Sin su apoyo y comprensión, este logro no hubiera sido posible.*

*Una mención especial a mi hermana Diana, quien compartió conmigo largas madrugadas acompañándome con sus mates durante todo el proceso de escribir mi tesina.*

*A Micaela, compañera de universidad, de trabajo, amiga y futura colega, quien estuvo a mi lado en todos estos años de carrera.*

*A mi directora, Verónica Nilles, por su predisposición y dedicación al acompañarme en este último tramo de mi carrera.*

*Por último, quiero agradecer a la Universidad Nacional de Río Negro, una institución pública y gratuita, que me brindó la oportunidad de convertirme en la primera profesional de mi familia. Este logro no solo es mío, sino también de todos aquellos que creen en la educación como herramienta de transformación.*

*Gracias a cada persona que, de una forma u otra, contribuyó a que hoy pueda ver este sueño cumplido.*

## ÍNDICE

<b>1. Tema de la investigación con indicación del problema.....</b>	<b>6</b>
<b>2. Objetivos que justifican la investigación.....</b>	<b>6</b>
<b>3. Breve descripción contextual (introducción general) y Marco teórico de referencia..</b>	<b>7</b>
3.1 Definiciones de Gobierno Corporativo.....	7
3.2 Mercado de Capitales.....	8
3.3. Fraudes en empresas internacionales y antecedentes normativos.....	10
3.4. Códigos de Gobierno Corporativo.....	11
3.5. Órganos de gobierno.....	12
3.6. Ventajas del Gobierno Corporativo.....	14
<b>4. Marco Normativo Argentino.....</b>	<b>15</b>
<b>5. Antecedentes y situación actual del conocimiento del tema.....</b>	<b>17</b>
<b>6. Metodología de trabajo.....</b>	<b>19</b>
<b>7. Creación del índice para el análisis del grado de Cumplimiento del Código de Gobierno Societario.....</b>	<b>19</b>
<b>8. Análisis de los Temas del Código de Gobierno Societario.....</b>	<b>22</b>
8.1. Temas con mayor Adhesión.....	23
8.1.1 Ambiente de control.....	23
8.1.2. Ética, Integridad y Cumplimiento.....	25
8.1.3 Función del Directorio.....	26
8.2. Temas con cumplimiento intermedio.....	27
8.2.1. La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa.....	27
8.2.2 Participación de los Accionistas y Partes Interesadas.....	29
8.3 Temas del código con menor adhesión.....	30
8.3.1 Composición, Nominación y Sucesión del Directorio.....	30
8.3.2 Remuneración.....	31
<b>9. Análisis del nivel de cumplimiento por sector.....</b>	<b>32</b>
9.1 Sector finanzas.....	33
9.1.1 Banco de Valores S.A.....	34
9.1.2 Grupo Financiero Galicia S.A.....	35
9.1.3 Banco Macro S.A.....	36
9.1.4 El Grupo Supervielle S.A.....	37
9.2 Servicios de utilidad pública.....	38
9.2.1 Pampa Energía S.A.....	38
9.2.2 Central Puerto S.A.....	39
9.2.3 Edenor S.A.....	39
9.2.4 Compañía de Transporte de Energía Eléctrica en Alta Tensión Transener S.A....	
40	
9.3. Materiales.....	41
9.3.1 ALUAR Aluminio Argentino S.A.I.C.....	42
9.3.2 Ternium Argentina S.A.....	43
9.4. Energía.....	44
9.4.1 Sociedad Comercial del Plata S.A.....	45
9.4.2 Transportadora de Gas del Norte S.A.....	47

9.4.3 Transportadora de Gas del Sur S.A.....	48
9.5 Servicios de Comunicaciones.....	49
9.5.1 Telecom Argentina S.A.....	50
9.6 Consumo Discrecional.....	51
9.6.1 Mirgor S.A.....	52
9.7 Productos de Primera Necesidad.....	53
9.7.1 Cresud S.A.....	54
<b>10. Conclusiones.....</b>	<b>55</b>
<b>11. Referencias bibliográficas.....</b>	<b>58</b>

## **ÍNDICE DE TABLAS**

Tabla 1. Empresas líderes a fecha 20/09/2023.....	20
Tabla 2. Porcentajes de cumplimiento de los temas del CGS.....	23
Tabla 3. Porcentajes de cumplimiento CGS por sector.....	33
Tabla 4. Porcentajes de cumplimiento CGS para el sector Finanzas.....	34
Tabla 5. Porcentajes de cumplimiento CGS para el sector Servicios de utilidad pública.....	38
Tabla 6. Porcentajes de cumplimiento CGS para el sector Materiales.....	41
Tabla 7. Porcentajes de cumplimiento CGS para el sector Energía.....	45
Tabla 8 Porcentajes de cumplimiento CGS para el sector Servicios de Comunicaciones....	49
Tabla 9. Porcentajes de cumplimiento CGS para el sector Consumo Discrecional.....	51
Tabla 10. Porcentajes de cumplimiento CGS para el sector Productos de Primera Necesidad.....	54

## **Lista de abreviaturas y siglas**

**AIF:** Autopista de Información Financiera

**BCRA:** Banco Central de la República Argentina

**BYMA:** Bolsas y Mercados Argentinos S.A.

**CEO:** Chief Executive Officer (Director Ejecutivo)

**CGS:** Código de Gobierno Societario

**CNV:** Comisión Nacional de Valores

**GC:** Gobierno Corporativo

**GICS:** Global Industry Classification Standard (clasificación de la industria global)

**LGS:** Ley General de Sociedades (Ley N.º 19.550)

**LMC:** Ley de Mercado de Capitales (Ley N.º 26.831)

**MAE:** Mercado Abierto Electrónico S.A.

**NYSE:** New York Stock Exchange (la bolsa de New York)

**OCDE:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

**RRHH:** Recursos Humanos

**S.A.:** Sociedad Anónima

**SEC:** Securities and Exchange Commission (Comisión de Bolsa y Valores de EE.UU.)

**SOX:** Ley Sarbanes-Oxley

***“Análisis del grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario (CGS) de las veinte empresas líderes que cotizan en la bolsa de valores argentina – Período 2022/2023”***

**1. Tema de la investigación con indicación del problema.**

A finales del siglo pasado y a principios de este, diversos casos de corrupción administrativa y los fraudes corporativos ocurridos en distintos países dieron lugar a que se hablara del gobierno corporativo con mayor énfasis. Principalmente, impulsaron un proceso de regulación y legislación orientado a prevenirlos, incrementar la veracidad de la información, generar credibilidad y proteger a las partes interesadas en general (Barco & Briozzo, 2020).

Entre la normativa aplicable a las empresas incluidas en el régimen de oferta pública en Argentina, se encuentra la obligación de presentar junto con el balance y memoria, un reporte anual del Código de Gobierno Societario. Este requerimiento pone en evidencia la necesidad de estudiar los avances en el cumplimiento de dicho código en las empresas argentinas. La presente investigación tiene como propósito elaborar un análisis respecto a este nivel de cumplimiento, dado que la adopción y aplicación de las buenas prácticas de gobierno societario contribuyen a consolidar la credibilidad y transparencia de las acciones de las empresas, y con ello brindar una mayor confianza en las decisiones que puedan tomar las partes interesadas.

**2. Objetivos que justifican la investigación.**

El objetivo general de la investigación consiste en determinar el grado de cumplimiento del código de gobierno societario en las veinte empresas líderes en el mercado de valores (específicamente de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. - BYMA) en el período 2022/2023.

Se plantean como objetivos específicos:

- Analizar el Código de Gobierno Societario (CGS) presentado en el período 2022/2023 por las veinte empresas líderes en el mercado de valores (Ejercicios finalizados entre el 31/12/2022 y el 30/06/2023).
- Elaborar un índice cuantitativo del grado de cumplimiento del CGS.
- Identificar aquellos temas del código con mayor y menor adhesión.
- Comparar, a través del índice, el nivel de cumplimiento relativo del CGS de cada sector al que pertenecen las empresas seleccionadas como muestra.

### **3. Breve descripción contextual (introducción general) y Marco teórico de referencia**

#### **3.1 Definiciones de Gobierno Corporativo**

A partir de la búsqueda bibliográfica en relación al tema del gobierno corporativo (GC), se pueden encontrar diversas definiciones, entre ellas, la de la Comisión Nacional de Valores (CNV)<sup>1</sup>, que lo define como “el conjunto de prácticas, procesos y estructuras por el cual se dirigen y controlan las compañías” (CNV, Res. 797/19, Anexo III, p.4). Mientras que a nivel internacional la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) señala que el GC:

implica un conjunto de relaciones entre la dirección, la junta directiva, los accionistas y las partes interesadas de una empresa. El gobierno corporativo también proporciona la estructura y los sistemas a través de los cuales se dirige la empresa y se establecen sus objetivos, y se determinan los medios para alcanzar esos objetivos y monitorear el desempeño (2024, p. 8).

De acuerdo con Casal el GC es:

el conjunto de principios, políticas, procedimientos, estándares y normas que se utilizan para dirigir y controlar una entidad de una forma ética, equitativa y responsable. Ese conjunto regula el diseño, integración y funcionamiento de los órganos de gobierno de una organización, reflejando las relaciones de poder entre accionistas, directorio y alta gerencia (2010, p. 1).

Otra definición a destacar es la mencionada por Barco (2017), que, en su tesis de maestría, afirma que el GC:

está formado por los estándares mínimos que adopta una organización para garantizar los derechos y proteger los intereses de los diferentes grupos de interés (stakeholders); estimular la creación de valor; incentivar el uso adecuado y eficiente de los recursos; contribuir a la transparencia de la información emitida y evitar el fraude empresarial (p. 16).

Estas definiciones ofrecen una base teórica sólida que justifica la relevancia de profundizar en su aplicación y cumplimiento en el contexto actual. En síntesis, de ellas se desprende que el GC refleja las relaciones de poder entre la gerencia, el directorio, los accionistas y las demás partes interesadas. Asimismo, proporciona los estándares mínimos que adopta una organización, definidos como el conjunto de

---

<sup>1</sup> El organismo autárquico argentino encargado de la promoción, supervisión y control del mercado de capitales (Comisión Nacional de Valores, 2020)

principios, políticas, sistemas y estructuras a través de los cuales se dirige y controla una compañía de forma ética, equitativa y responsable. Además, permite establecer los objetivos organizacionales, determinar los medios para alcanzarlos y monitorear el desempeño.

### **3.2 Mercado de Capitales**

La normativa argentina relacionada a esta temática alcanza a las empresas autorizadas por la CNV para efectuar oferta pública de sus valores negociables. De acuerdo a lo que expresa la Ley de Mercado de Capitales (LMC), la oferta pública es cuando los emisores, organizaciones unipersonales o sociedades, por diferentes medios, invitan al público en general, sectores o a grupos determinados para que realicen cualquier acto jurídico con sus valores negociables, ejemplos de estas últimas son las acciones, obligaciones negociables, títulos de deuda y demás (Ley N° 26.831, 2012).

Dichos instrumentos son negociados en el mercado de capitales, el cual:

Es el ámbito donde se ofrecen públicamente valores negociables u otros instrumentos previamente autorizados para que, a través de la negociación por agentes habilitados, el público realice actos jurídicos, todo ello bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores (Ley N° 26.831, 2012).

Estos mercados son sociedades anónimas que, por autorización de la CNV, van a tener por objeto principal la organización de “las operaciones con valores negociables que cuenten con oferta pública, quedando bajo competencia del citado organismo las actividades afines y complementarias compatibles con el desarrollo de ese fin” (Artículo 2, Ley N° 26.831, 2012). En Argentina actualmente son cuatro los mercados de capitales que se encuentran en funcionamiento:

- Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA)
- Matba Rofex S.A.<sup>2</sup>
- Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE)
- Mercado Argentino De Valores S.A (MAV)

Las empresas ofrecen sus valores en los mercados con el propósito de buscar fondos que les permitan realizar nuevas inversiones o el pago de deuda corriente, lo cual provoca que el ahorro de millones de personas a nivel mundial se

---

<sup>2</sup> Al momento de realización del presente trabajo de investigación los mercados MAE y Matba Rofex se encuentran en proceso de fusión [https://www.mae.com.ar/index.php/MAE\\_MTR](https://www.mae.com.ar/index.php/MAE_MTR)

destine hacia actividades productivas que permitan la creación de nuevos empleos y la prosperidad económica de las naciones (Lima Machado & Gutiérrez Donatti, 2009).

Dentro de este orden de ideas, para que las partes que negocian los instrumentos financieros acepten y el intercambio funcione “los mercados de capitales deben ser, tanto en apariencia como en los hechos, estables, confiables, transparentes y altamente regulados” (2009, p. 9). Esto tiene que ser así debido a que los fraudes financieros hicieron que se perdiera la confianza en los mismos. Según las Normas Internacionales para el Ejercicio Profesional de la Auditoría Interna se entiende por fraude:

Cualquier acto ilegal caracterizado por engaño, ocultación o violación de confianza. Estos actos no requieren la aplicación de amenaza de violencia o de fuerza física. Los fraudes son perpetrados por individuos y organizaciones para obtener dinero, bienes o servicios, para evitar pagos o pérdidas de servicios, o para asegurarse ventajas personales o de negocio (Citado en Lima Machado & Gutiérrez Donatti, 2009, p. 13).

En la misma línea, el fraude financiero consiste en la distorsión de la información financiera, el mismo es realizado por las organizaciones con la finalidad de causar perjuicio a otros, este tipo de fraude se puede clasificar en fraude laboral y fraude corporativo. El primero se caracteriza por ser el fraude que realizan uno o varios empleados perjudicando así a la empresa. El segundo se distingue por ser el que genera un mayor impacto, ya que implica el fraude que comete la alta gerencia o el consejo de la organización con el fin de obtener beneficios económicos perjudicando a los usuarios de estados financieros, por ejemplo, los prestamistas, accionistas, el Estado o la sociedad en general. En el caso del fraude corporativo, las organizaciones pueden simular fortaleza financiera con el propósito de generar beneficios ilícitos producto de la sobrevaluación de sus acciones que cotizan en la bolsa de valores. Por el contrario, pueden aparentar debilidad financiera con la intención de obtener beneficios ilícitos derivados de la evasión de impuestos, tal como aquellos que alcanzan las utilidades o las ventas (Lima Machado & Gutiérrez Donatti, 2009).

A nivel mundial los escándalos financieros por fraude corporativo ocasionaron la pérdida de la confianza en los mercados de capitales, por lo que se evidenció la necesidad de contar con un efectivo control interno en las empresas y con normas

legales que establezcan “lineamientos y procedimientos tendientes a aumentar la transparencia en las empresas” (Gutierrez & Marcos, 2018, p. 12).

### **3.3. Fraudes en empresas internacionales y antecedentes normativos**

El interés sobre el buen GC en las grandes empresas es un tema que comenzó a cobrar relevancia a principios de los años 90. Este interés surgió como respuesta a la desconfianza en las empresas británicas a causa de los escándalos financieros y quiebras empresariales como los casos del Banco Internacional de Crédito y Comercio (BCCI, por sus siglas en inglés) y las empresas de Robert Maxwell. Como consecuencia de estos acontecimientos, hubo un incremento en la regulación del GC, resultando como primer antecedente destacado el Informe Cadbury, desarrollado en el Reino Unido en el año 1992. Este documento se convirtió en el “precursor de las recomendaciones de buen gobierno que se incorporaron después en numerosos Códigos de Buen Gobierno a nivel europeo” (San Martín García, 2015, p. 7).

Posteriormente, en julio de 2002 en los EE.UU. se promulgó la Ley Sarbanes Oxley (Ley SOX), que derivó de los casos de fraude ocurridos en dicho país entre los cuales destacó el caso de la empresa energética Enron. Su quiebra puso de manifiesto la importancia de la transparencia en la información financiera. Los ejecutivos lograron una gran acumulación de riqueza al ocultar el verdadero valor de la empresa, reportando ganancias que no eran reales y utilizando estrategias contables para cubrir sus deudas. Prácticas que a su vez contaron con la complicidad de la firma auditora Arthur Andersen. Cuando estos hechos se dieron a conocer, se produjo una caída abrupta en el valor de las acciones debido a la desconfianza que provocó en los inversionistas, perjudicando, entre otros, a sus acreedores y empleados quienes, además de perder sus trabajos, perdieron todos los ahorros que habían invertido en acciones de la compañía. Por este y otros escándalos similares es que la Ley SOX tiene como finalidad evitar fraudes y reducir el riesgo de bancarrota, protegiendo a los inversores a través del monitoreo de las empresas que cotizan en bolsa, evitando que éstas incrementen su valor de forma poco transparente (Gutierrez & Marcos, 2018).

Unos años antes, en 1999, la OCDE difundió un documento titulado “Los Principios de la OCDE para el gobierno corporativo”. Tales principios se convirtieron en el fundamento y punto de referencia a nivel internacional para la regulación e

iniciativas de reforma sobre esta temática. Su primera actualización se llevó a cabo en el año 2004, seguida de una segunda en 2015, donde además fueron adoptados por los países integrantes del G-20, incluida Argentina. La última se produjo en septiembre de 2023, tras una revisión exhaustiva que se realizó entre 2021 y 2023, con el objetivo de adaptar los principios a los cambios en el GC y los mercados de capitales (OECD, 2024).

### **3.4. Códigos de Gobierno Corporativo**

El GC “intenta proteger a los inversores de la discrecionalidad y acciones negativas de los directores, de modo de proteger sus derechos y asegurar el retorno sobre sus inversiones” (Barco, 2017, p. 8). Esta protección se puede ver reflejada a través de los códigos de gobierno particulares que desarrolla cada uno de los países. Actualmente, no ha sido posible la creación de un único código internacional que contemple recomendaciones generales que engloben las distintas políticas de GC de las diferentes culturas (Garzón Castrillón, 2021).

Un código de gobierno corporativo o código de gobierno societario (CGS) es:

Un instrumento de protección de los derechos de los inversores, de los acreedores y del público en general, funciona también como una herramienta orientada a incentivar una cultura de buena gobernanza dentro de las emisoras que participan en el Régimen de Oferta Pública” (CNV, Res. 797/19, p.1).

El código es una guía que señala los puntos clave para lograr prácticas efectivas de gobernanza y se basa, tal como dice el Consejo de Informes Financieros del reino unido, “en los principios subyacentes del buen GC: rendición de cuentas, transparencia, probidad y enfoque en el éxito a largo plazo de la empresa” (Citado en Briozzo et al., 2022, p. 2).

Tal como afirman Aguilera y Cuervo Cazurra los códigos buscan mejorar el manejo de una empresa y cobran mayor importancia “cuando otros mecanismos, tales como las tomas de control y el ambiente legal, no son efectivos para garantizar la adecuada protección de los derechos de los accionistas” (Citado en Fornero, 2007, p. 15).

Briozzo et al. (2022) destacaron que “los mecanismos de implementación normativa de códigos de GC se pueden clasificar en obligatorios y voluntarios” (p. 3) un ejemplo de los primeros es la Ley SOX, la cual “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)" (p. 3). Por el contrario, entre los voluntarios, se encuentra el Informe Cadbury del Reino Unido, su código se basa en el principio de cumplir o explicar y, a su vez, "desarrolla principios que se refieren a la revelación de información sobre remuneración ejecutiva, el entorno, la administración de riesgo y la estrategia corporativa" (p. 3).

A nivel global muchos CGS adoptan el criterio de "cumplir o explicar", puesto que al ser un enfoque más flexible las empresas no están obligadas a cumplir con los postulados enunciados en los códigos, por lo tanto, pueden cumplir con las recomendaciones o, en caso de no hacerlo, explicar por qué no lo hacen. Se dice que es un enfoque flexible, porque considera que no existe una única forma o medida para todas las organizaciones, y que, bajo determinadas circunstancias o casos particulares, permite justificar el no cumplimiento (Barco & Briozzo, 2020).

En algunos países se ha incorporado una variante a este criterio que es el de "aplicar o explicar". Según este criterio, las empresas tienen la opción de "aplicar" las políticas sugeridas o, en caso de no hacerlo "explicar" las razones de su decisión. (Briozzo et al., 2022).

### **3.5. Órganos de gobierno**

Las empresas líderes que cotizan sus acciones en el mercado de valores son sociedades anónimas, por lo que es relevante hacer alusión a su estructura de gobierno. Tal como menciona Albanese (2019) el GC define como una empresa debe ser gestionada, dirigida y controlada, lo cual involucra las funciones esenciales de sus tres órganos principales: los socios o accionistas, la dirección y la administración.

La Asamblea de Accionistas es el órgano supremo de una sociedad, a ella pertenecen las personas que han invertido en la empresa y reciben dividendos como retribución. Aunque, generalmente no se involucran directamente en la gestión operativa, tienen a su cargo la designación de los directores y auditor externo, la aprobación de las remuneraciones de los miembros del directorio, la votación en las decisiones estratégicas más cruciales y la evaluación de riesgos y desempeño. De este modo, los demás órganos que se encuentran por debajo deben rendir cuentas a

la asamblea, proteger los intereses de los accionistas y responder ante cualquier eventualidad que pueda potenciar o perjudicar sus inversiones (Empresariales, s. f.).

El Directorio, también llamado consejo de administración o junta directiva, es el órgano máximo de una sociedad anónima, cuyas funciones, obligaciones y responsabilidades se encuentran detalladas en la Ley General de Sociedades (LGS) y definidas en el estatuto constitutivo de la sociedad. Este órgano tiene un papel clave para los stakeholders promoviendo la transparencia, la confiabilidad y la rendición de cuentas, así como un equilibrio en las fuerzas de poder (Albanese, 2019). Según la normativa, el directorio se encuentra en el corazón del GC, lidera el sistema de GS de la empresa, coordinando de manera eficaz y eficiente las relaciones entre inversores, gerencia y su propio funcionamiento. Además, se asegura de que todos los componentes de un buen gobierno funcionen de manera efectiva, proveyendo el liderazgo y supervisión necesarios para la obtención de los objetivos corporativos.

El directorio puede estar integrado por distintos tipos de directores:

- Director ejecutivo: aparte de su función como director, participa activamente en la gerencia de la compañía pudiendo estar involucrado en la toma de decisiones cotidianas.
- Director no ejecutivo: no forma parte de la gerencia y no cumple con los requisitos de independencia establecidos en la normativa de la CNV.
- Director independiente: su única relación con la emisora es el cargo que desempeña y cumple con los requisitos de independencia que establece la normativa en el ART. 11, SECCIÓN III, CAPÍTULO III DEL TÍTULO II DE LAS NORMAS de la CNV (N.T. 2013 Y MOD.). La misma, considera que no se cumple con la condición de independiente cuando se den una o más de las circunstancias enumeradas, siendo ejemplo de estas, que durante los últimos tres años anteriores a la designación como director haya formado parte de la administración de la empresa o su grupo económico, haya establecido relaciones profesionales con la emisora o los accionistas, sea cónyuge o conviviente reconocido legalmente, pariente hasta el tercer grado de consanguinidad o segundo grado de afinidad de individuos que integren el órgano de administración, entre otras.

Asimismo, los directores pueden formar diversos comités, los cuales son organizados según las necesidades de la empresa, las temáticas a tratar y el área de conocimiento y experiencia de los mismos, tales como comités de auditoría, de riesgos, de remuneraciones, de ética y cumplimiento, de nominaciones o de gobierno societario (CNV, Res. 797/19, Anexo III).

La Resolución 797/19 de la CNV menciona a la Secretaría Corporativa como una persona (o departamento dependiendo del tamaño y necesidades) quien reviste un alto rango en la compañía, cuenta con conocimiento, legal o financiero, del negocio y de la industria donde opera. Su rol consiste en asistir al directorio en sus responsabilidades, a su vez, sirve de punto focal para la comunicación entre el directorio, la Gerencia y los accionistas. Es quien va llevar a la práctica en el día a día las funciones de naturaleza administrativa que incluye coordinar el armado del paquete de información para las reuniones de los directores, organizar las asambleas de accionistas, asistir en la producción de reportes anuales y guiar al directorio en el desarrollo e implementación de planes de involucramiento con partes interesadas.

Por último, la administración está a cargo del gerente general (también conocido como Director General o CEO) quien debe supervisar diariamente la gestión operativa y la gerencia en su totalidad (CNV, Res. 797/19, Anexo III). Es el responsable de implementar el sistema de control interno, desarrollar la planificación estratégica y la gestión de riesgos. Este órgano debe ejercer su función alineado con los valores de la compañía, considerando que tiene una atribución delegada, la cual ejerce en representación de los accionistas y el directorio (Terlato, 2020).

### **3.6. Ventajas del Gobierno Corporativo**

La implementación de un buen GC en las empresas conlleva diversos beneficios que fortalecen tanto su estructura interna como la percepción externa.

El artículo de Castillo y Chaves (2007) enumera una serie de ventajas entre las que se incluyen el fortalecimiento de la credibilidad, la transparencia y la competitividad en los mercados. Del mismo modo, enfatiza la capacidad de atraer inversión, garantizar una adecuada gestión y administración de las empresas, especialmente aquellas que hacen oferta pública. En último lugar, resalta que un

buen GC protege los derechos de los inversores y otros grupos de interés, fomenta la confianza en los mercados financieros, y promueve la competitividad.

De acuerdo con Flores Konja & Rozas Flores la implementación de las prácticas de GC permite un uso más eficiente de los recursos en la empresa, facilita la identificación de riesgos estratégicos y promueve la elaboración de planes para afrontarlos y reducir su impacto (citado en Correa Monsalve, 2022).

Adicionalmente, la OCDE (2024) sostiene que un buen diseño de políticas de GC conlleva tres beneficios claves para las políticas públicas de los diferentes países. En primer lugar, facilitan a que las empresas accedan al financiamiento de mayor número de inversores, especialmente a través de los mercados de capitales. Para aquellos que invierten capital, ya sea de forma directa o indirecta, el buen GC garantiza su participación en la creación de valor de la empresa en términos justos y equitativos, y por lo tanto brinda la posibilidad de obtener beneficios. En segundo lugar, establece un marco de protección para los inversores, entre ellos los hogares que invierten sus ahorros. Además, ofrece una estructura de procedimientos formales que promueven la transparencia y la rendición de cuentas de los directores y ejecutivos ante los accionistas y fortalece la confianza en los mercados. En tercer lugar, un diseño sólido de políticas de GC contribuye a la sostenibilidad y resiliencia de las empresas, lo que impacta positivamente en la estabilidad económica de un país. De igual forma, un marco robusto de GC centrado en la sostenibilidad permite a las empresas reconocer y responder a los intereses de los accionistas y las partes interesadas, impulsando su éxito a largo plazo.

#### **4. Marco Normativo Argentino**

En la Argentina, entre la normativa que regula a las empresas que cotizan en bolsa se encuentran la Ley General de Sociedades N°19.550 (LGS), la Ley de Mercado de Capitales N°26.831 (LMC), las Normas 2013 de la Comisión Nacional de Valores y de forma particular la Res. CNV 797/19 del CGS. Según Briozzo et al. (2022) “la normativa vinculada al gobierno corporativo deriva del Informe Cadbury, por lo que cuenta con recomendaciones y sugerencias para las empresas de capital abierto” (p. 4).

El requerimiento de presentación de un CGS, por parte de las empresas emisoras de títulos negociables, comenzó en el año 2007 cuando se dictó la Res.

CNV 516/07, la cual establecía que se presentara de forma anual un informe sobre la aplicación de los principios junto con la Memoria de los Estados Contables del ejercicio. En este primer código se utilizaba el criterio de “cumplir o explicar”, por eso el “Directorio debía responder si seguía y de qué modo las prácticas recomendadas o explicar las razones por las cuales no las adoptaba -total o parcialmente- y/o si contemplaba incorporarlas en el futuro” (CNV, Res. 797/19, Anexo III, p.6).

En el año 2012, la CNV actualizó el código mediante la Resolución 606/12 “manteniendo el espíritu “cumpla o no, explique”, pero eliminando la exigencia de redacción de un reporte y cambiándolo por un cuestionario anexo a presentar al regulador” (CNV, Res. 797/19, Anexo III, p.6).

En 2019 se aprobó la Res. CNV 797/19 que modificó el artículo 1 de la Sección I del Capítulo I del Título IV de las NORMAS de la CNV (T.O. 2013) donde establece que aquellas empresas que operan bajo el régimen de oferta pública de sus valores negociables, están obligadas a presentar junto con la Memoria anual un reporte sobre el grado de cumplimiento del CGS. De esta obligación se excluye a las Pequeñas y Medianas Empresas, sin embargo, aunque no se les exija cumplir con lo mencionado se sugiere su aplicación, a estas y a las demás sociedades, con el objetivo de que generen conciencia sobre el buen gobierno societario (CNV, Res. 797/19, Anexo III, p.6).

El Código abarca siete de los temas principales del buen gobierno societario y está estructurado en tres niveles: principios, prácticas recomendadas y orientaciones. Los primeros “son conceptos generales que subyacen a todo buen gobierno societario y guían e inspiran a las prácticas recomendadas en el código” (CNV, Res. 797/19, Anexo III, p.5) u otras prácticas que sean adecuadas para cada compañía en particular. Por otro lado, en el segundo nivel están 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 código” (p. 5). En el último nivel se encuentran las orientaciones que son una “justificación y explicación de los principios y de las prácticas que los reflejan” (p. 5).

Esta última actualización del código se rige bajo la nueva modalidad de “aplique o no, explique”, la flexibilidad de los principios le da cierto grado de libertad para que la empresa pueda explicar el porqué de la no adopción de una práctica,

bajo este sistema “tanto la aplicación de la práctica como una buena explicación son consideradas como “cumplir”” (p. 7).

## **5. Antecedentes y situación actual del conocimiento del tema**

El presente estudio se sitúa en un contexto de creciente interés en el tema de GC, especialmente, a razón de los fraudes corporativos que han impulsado el desarrollo de diversas normativas. Desde la emisión de la Resolución N°516/2007 de la CNV, hasta la actualidad, se ha observado que el foco de atención se centra en el cumplimiento de las mismas. Este énfasis responde a la necesidad de contar con información relacionada con la medida en que se aplican los principios y prácticas de un buen GC. (Marcos & Soler, 2023)

Barco y Briozzo (2020), analizaron el grado de cumplimiento del CGS por parte de las empresas que participan, mediante oferta pública, en el mercado de capitales de Argentina, sujetas a la reglamentación de la Res. N°606/12 de la CNV. Para el estudio seleccionaron una muestra de veinte empresas, diez de ellas con mayor capitalización bursátil y las otras diez con menor capitalización. Con el objetivo de medir el nivel de cumplimiento del CGS, elaboraron un índice cuantitativo basado en dos enfoques desde el punto de vista de la autoevaluación realizada por cada emisora, siguiendo el principio de “cumplir o explicar”, y el análisis efectuado por un evaluador externo a partir de la información pública. La investigación reveló diferencias entre los resultados reportados en la autoevaluación de las emisoras y los obtenidos por la evaluación de un analista externo. En general, el grado de cumplimiento varió en función del tamaño de la empresa. Asimismo, este trabajo destacó que, independientemente del tamaño, los principios con mayor adhesión eran los referidos a partes relacionadas y a la función de auditoría. Por otra parte, se identificó un alto grado de cumplimiento del principio de ética empresarial en las compañías de mayor capitalización bursátil. En contraste, se observó un menor nivel de cumplimiento del principio referido a remunerar de manera justa y responsable en todas las empresas estudiadas.

En el artículo publicado por Perez, Micheletto y León (2021) se analizó, evaluó y comparó la evolución del nivel de cumplimiento del CGS para tres períodos distintos (2012, 2017 y 2020). Para el estudio, seleccionaron una muestra de veinte empresas argentinas de diferentes sectores que realizan oferta pública en la bolsa

de valores. La investigación mostró una evolución positiva en el grado de cumplimiento entre 2012 y 2017. A pesar de ello, esta tendencia no continuó en el período de 2017 a 2020 debido al cambio normativo introducido por la Resolución General N°797/19 de la CNV. El artículo destacó que al menos diecinueve de las veinte empresas cumplieron con el 50% del CGS durante los tres períodos analizados. Los principios de mayor cumplimiento fueron los relacionados con la transparencia en las relaciones de la emisora, el fomento de la ética empresarial y la solidez del directorio. Por el contrario, los de menor cumplimiento fueron los vinculados al Comité de Remuneraciones y la profundización del alcance del Código.

Por su parte, Marcos y Soler (2023) en su trabajo abordaron el concepto de GC y realizaron una revisión del CGS introducido por la RG N°797/2019 de la CNV. Su objetivo general fue el análisis de su evolución en cuanto al grado de cumplimiento durante los períodos abarcados desde el año 2019 hasta el 2021. Para tal fin, analizaron los informes presentados por veinte de las empresas que integraban, en ese momento, el panel del S&P Merval. Los autores seleccionaron dos temas del código contando cada uno con cinco prácticas recomendadas. En el primero, ambiente de control, se observa un ligero aumento del 71,3% al 73,5% durante el período relevado. Para el segundo tema, participación de los accionistas y partes interesadas, se identificó una mejoría significativa del 51,1% al 66%. Por lo que se concluye que hubo un aumento en el cumplimiento por parte de las compañías para ambos temas. Luego procedieron a comparar el grado de cumplimiento agrupando a las empresas en distintos sectores, lo que derivó en la conclusión de que tienen porcentajes de cumplimientos parejos y además no hay un sector en particular que tenga un mejor desempeño. Por último, señalaron las oportunidades de mejora para cada una de las prácticas recomendadas que integran el tema.

En conclusión, los antecedentes presentados en esta sección proporcionan una visión general acerca del funcionamiento del CGS. En primer lugar, el análisis de Barco que a través de su índice de cumplimiento permitió identificar cuáles son los principios de mayor y menor adhesión en el marco del código de la Res. N°606/12 de la CNV. Por otro lado, el trabajo de Perez que refleja cómo fue evolucionando la aplicación del CGS desde el año 2012 hasta el 2020, destacando las modificaciones normativas que provocaron cambios significativos en el código lo que generó diversos desafíos para las empresas argentinas. Sumado ello, Marcos y

Soler complementan esta perspectiva al analizar cómo la Resolución de la CNV N°797/19 afectó los informes presentados por las empresas en el período del 2019 a 2022. Estos antecedentes sirven como base para comprender la relevancia de la presente investigación y subrayan la importancia de abordar este tema desde una perspectiva actual, especialmente en relación al código que se dictó en la Res. de la CNV N°797/19 sobre la cual persisten vacíos informativos.

## **6. Metodología de trabajo**

Este trabajo se abordó por medio de un enfoque de investigación mixto de alcance descriptivo. Para la recolección de datos cualitativos, se realizó un análisis documental examinando principalmente la normativa vigente aplicable a las empresas que hacen oferta pública, en particular lo relacionado con el gobierno corporativo, bibliografía seleccionada sobre esta temática y los informes de GS presentados por las emisoras durante el período analizado.

Posteriormente, se aplicó un enfoque cuantitativo para analizar los resultados obtenidos mediante la elaboración de un índice que resume el grado de cumplimiento del código para cada empresa. El diseño metodológico de este instrumento de medición se fundamentó en los lineamientos propuestos en la tesis de grado de Barco de 2017 y en el artículo académico de Barco y Briozzo de 2020, los cuales sirvieron como referencia para definir los criterios de evaluación y la estructura general del índice.

## **7. Creación del índice para el análisis del grado de Cumplimiento del Código de Gobierno Societario**

Para el desarrollo de este trabajo, la población bajo estudio incluyó a las 81 empresas listadas en la Bolsa de Mercados y Valores Argentina (BYMA) al 31 de diciembre del 2023. Para su análisis se realizó una comparación de las prácticas de GC implementadas por las 20 sociedades anónimas de capital abierto que forman parte del panel líder de BYMA. Las mismas presentaron sus informes al finalizar su ejercicio entre el 31 de diciembre de 2022 y el 30 de junio del 2023 (ver tabla 1). El estudio se desarrolló en distintas etapas: inicialmente, se llevó a cabo un análisis cualitativo mediante una revisión documental de los CGS de cada una de las compañías estudiadas. Posteriormente, se avanzó hacia un análisis cuantitativo,

donde se sintetizó los resultados que permitieron la creación de un índice destinado a reflejar el grado de cumplimiento del código.

**Tabla 1**  
*Empresas líderes a fecha 20/09/2023*

EMPRESAS LÍDERES	SÍMBOLO BURSÁTIL	FECHA DE CIERRE DE EJERCICIO
ALUAR ALUMINIO ARGENTINO S.A.	ALUA	30/06/2023
BANCO BBVA ARGENTINA S.A.	BBAR	31/12/2022
BANCO DE VALORES S.A.	VALO	31/12/2022
BANCO MACRO S.A.	BMA	31/12/2022
BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS S.A.	BYMA	31/12/2022
CENTRAL PUERTO S.A.	CEPU2	31/12/2023
CRESUD S.A.	CRES	30/6/2023
EMPRESA DISTRIB. Y COMERCIALIZADORA NORTE S.A. (EDENOR S.A.)	EDN	31/12/2022
GRUPO FINANCIERO GALICIA S.A.	GGAL	31/12/2022
GRUPO SUPERVIELLE S.A.	SUPV	31/12/2022
Loma Negra C.I.A.S.A.	LOMA	31/12/2022
MIRGOR S.A.	MIRG	31/12/2022
PAMPA ENERGÍA S.A.	PAMP	31/12/2022
SOCIEDAD COMERCIAL DEL PLATA S.A.	COME	31/12/2022
TELECOM ARGENTINA S. A.	TECO2	31/12/2022
TERNIUM ARGENTINA S.A.	TXAR	31/12/2022
TRANSENER CIA. DE TRANSPORTE DE ENERGÍA ELÉCTRICA EN ALTA TENSIÓN	TRAN	31/12/2022
TRANSPORTADORA DE GAS DEL NORTE S.A.	TGNO4	31/12/2022
TRANSPORTADORA DE GAS DEL SUR S.A.	TGSU2	31/12/2022
YPF S.A.	YPFD	31/12/2022

Fuente: elaboración propia a partir de los datos obtenidos del sitio web de BYMA

En el análisis cuantitativo se asignó un valor de 1 cuando la empresa declaraba aplicar la práctica recomendada, por el contrario, en caso de no aplicarla el valor asignado fue de 0.

Para cada uno de los siete temas que componen el CGS se determinó el cumplimiento relativo mediante el siguiente índice:

Aplicación relativa del tema n para la empresa x =

$$\left( \frac{\sum \text{Aplicación de las prácticas recomendadas del tema para la empresa } x}{\text{Número total de prácticas en el tema}} \right) \times 100$$

A modo de ejemplo considerando el Tema B) “La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa” si evaluamos el cumplimiento para la empresa Aluar, con cinco prácticas recomendadas en este tema, el cálculo sería:

*Aplicación relativa del Tema B para la empresa ALUA =*

$$\left( \frac{\sum \text{Aplicación de las cinco prácticas recomendadas}}{5} \right) \times 100$$

Sustituyendo los valores correspondientes:

*Aplicación relativa de Tema B) =*

$$\left( \frac{1(\text{Práctica N}^{\circ} 6) + 0(N^{\circ} 7) + 1(N^{\circ} 8) + 1(N^{\circ} 9) + 1(N^{\circ} 10)}{5} \right) \times 100 = 80\%$$

Seguidamente se procede a la elaboración de un índice cuantitativo que resume el grado de cumplimiento del CGS para cada empresa. Se construye un índice lineal donde cada uno de los siete temas del código tienen el mismo peso. Para calcular el índice la fórmula propuesta es:

*Índice de cumplimiento del CGS para la empresa x =*

$$\left( \frac{\sum \text{Porcentaje de Aplicación relativa de cada tema para la empresa } x}{7} \right)$$

Continuando con el ejemplo de la empresa ALUA, el índice adopta la siguiente forma:

*Índice de cumplimiento del CGS para ALUA=*

$$\frac{100\%(\text{Tema A}) + 80\%(\text{Tema B}) + 25\%(\text{Tema C}) + 0\%(\text{Tema D}) + 100\%(\text{Tema E}) + 100\%(\text{Tema F}) + 60\%(\text{Tema G})}{7}$$

*Índice de cumplimiento del CGS para ALUA= 66,43%*

De manera similar, se elaboró un índice que refleja el grado de cumplimiento de cada uno de los temas tratados en el CGS. Para las veinte empresas líderes, la fórmula empleada sería:

*Índice de cumplimiento del tema n del CGS de las 20 empresas líderes =*

$$\frac{\sum \text{Porcentajes de aplicación relativa del tema } n \text{ para cada empresa}}{20}$$

Sumatoria del Tema B para las 20 empresas = 80% + 100% + 100% + 100% + 100% + 100% + 60% + 80% + 80% + 100% + 100% + 20% + 80% + 40% + 60% + 60% + 40% + 40% + 80% + 100% = 1.520%

*Índice de cumplimiento del Tema B =*

$$\frac{1.520\%}{20} = 76\%$$

En síntesis, el análisis cualitativo permitió la creación de los índices de cumplimiento del código y obtener una visión cuantitativa del grado de adhesión de los temas tratados en el CGS por parte de las empresas líderes en el mercado de capitales argentino.

## **8. Análisis de los Temas del Código de Gobierno Societario**

En este capítulo se presentan los resultados que se obtuvieron a partir del análisis realizado mediante el índice de cumplimiento del CGS. Tal como lo muestra la tabla 2, el índice permitió identificar los temas del código con mayor y menor adhesión, así como también aquellos con un cumplimiento intermedio.

En el caso de los temas con mayor adhesión se procedió a analizar aquellos con los porcentajes de cumplimiento más altos, identificando de cada uno las prácticas con un cumplimiento del 100%. Posteriormente, se examinaron los factores comunes o las razones para el cumplimiento de esas prácticas.

Para los temas de menor adhesión y de cumplimiento intermedio, se analizaron aquellos con los porcentajes de cumplimiento más bajos. En estos casos, se identificaron las prácticas menos aplicadas por las empresas y se exploraron las causas de esta baja adopción. Además, se estudiaron las alternativas o estrategias utilizadas por las emisoras para cumplir con los principios del código a pesar de no aplicar las prácticas recomendadas.

**Tabla 2***Porcentajes de cumplimiento de los temas del CGS*

TEMAS	PORCENTAJE DE CUMPLIMIENTO
A) Función del Directorio	92.00%
B) La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa	76.00%
C) Composición, Nominación y Sucesión del Directorio	60.00%
D) Remuneración	40.00%
E) Ambiente de control	96.00%
F) Ética, Integridad y Cumplimiento	95.00%
G) Participación de los Accionistas y Partes Interesadas	76.00%

*Fuente: elaboración propia*

## 8.1. Temas con mayor Adhesión

En lo que respecta al análisis de los datos del total de empresas analizadas se puede observar en la Tabla 2 que los temas que tienen un mayor porcentaje de adhesión son “Ambiente de control” que tiene un porcentaje de cumplimiento de un 96%, le siguen “Ética, integridad y Cumplimiento” y “Función del Directorio” con 95% y 92% respectivamente.

### 8.1.1 Ambiente de control

El código define este concepto como el conjunto de estructuras, procesos y estándares necesarios para supervisar la adecuada administración de la empresa, generar informes precisos (financieros y no financieros) y garantizar el cumplimiento con políticas, procedimientos, leyes y regulaciones. Este concepto abarca el sistema de control interno, la función de auditoría interna, la gestión de riesgos y la función de cumplimiento (CNV, Res. 797/19, Anexo III).

En relación con este tema, existen tres prácticas cuyo cumplimiento por parte de las empresas es del 100%. La primera es la N°17 “El Directorio determina el apetito de riesgo de la compañía y además supervisa y garantiza la existencia de un sistema integral de gestión de riesgos que identifique, evalúe, decida el curso de acción y monitoree los riesgos a los que se enfrenta la compañía, incluyendo -entre

otros- los riesgos medioambientales, sociales y aquellos inherentes al negocio en el corto y largo plazo”.

La segunda y tercera son la práctica N°20 “El Directorio tiene un Comité de Auditoría que actúa en base a un reglamento. El comité está compuesto en su mayoría y presidido por directores independientes y no incluye al gerente general. La mayoría de sus miembros tiene experiencia profesional en áreas financieras y contables” y la práctica N°21 “El Directorio, con opinión del Comité de Auditoría, aprueba una política de selección y monitoreo de auditores externos en la que se determinan los indicadores que se deben considerar al realizar la recomendación a la asamblea de Accionistas sobre la conservación o sustitución del auditor externo”.

En referencia a la práctica N°17, el directorio declara anualmente cuál es el apetito de riesgo, es decir, cual es la cantidad de riesgo que la empresa está dispuesta a aceptar. Para ello, se definen políticas y estrategias para la gestión de riesgos, tanto financieros como no financieros lo que incluye medioambientales, sociales, tecnológicos, entre otros. En algunos casos crean comités específicos que, mediante procesos continuos, identifican, priorizan y gestionan los riesgos que están asociados a los objetivos estratégicos, supervisan el proceso de gestión de riesgos, validan los niveles de riesgo y la correspondiente estrategia de respuesta al mismo.

Por su parte la práctica N°20 presenta un cumplimiento total por parte de las empresas, debido principalmente a lo estipulado en el artículo 109 de la LMC. Este artículo exige que las sociedades que cotizan sus acciones deben constituir un Comité de Auditoría con al menos tres miembros del directorio, cuya mayoría revista la condición de independiente. Como resultado, todas las sociedades reportan tener un comité que no solo cumple con estos requerimientos, sino que además está compuesto por profesionales con experiencia en áreas financieras, contables y de negocios. Dicho comité desempeña las funciones descritas en el artículo 110 de la LMC y, en general, opera bajo un reglamento interno sobre el que basan su actuar. La única excepción es el Banco Macro S.A. que no menciona explícitamente contar con uno.

En la misma línea, la práctica N°21 es aplicada por las compañías en conformidad a lo establecido en el artículo 110 inciso a) de la LMC. Previamente a la asamblea de accionistas, el Comité de Auditoría mediante el informe correspondiente emite su opinión sobre la propuesta del directorio para la designación de los auditores externos a contratar. En este evalúa su independencia,

su planeamiento y su desempeño bajo parámetros objetivos, adicionalmente puede recomendar o no su designación, conservación o eventual sustitución.

#### *8.1.2. Ética, Integridad y Cumplimiento*

Este tema comprende tres prácticas recomendadas, de las cuales dos presentan un cumplimiento del 100%, la práctica N°22 y la práctica N°23. La primera establece que “El Directorio aprueba un Código de Ética y Conducta que refleja los valores y principios éticos y de integridad, así como también la cultura de la compañía. El Código de Ética y Conducta es comunicado y aplicable a todos los directores, gerentes y empleados de la compañía” y la segunda “El Directorio establece y revisa periódicamente, en base a los riesgos, dimensión y capacidad económica un Programa de Ética e Integridad. El plan es apoyado visible e inequívocamente por la gerencia quien designa un responsable interno para que desarrolle, coordine, supervise y evalúe periódicamente el programa en cuanto a su eficacia. El programa dispone: (i) capacitaciones periódicas a directores, administradores y empleados sobre temas de ética, integridad y cumplimiento; (ii) canales internos de denuncia de irregularidades, abiertos a terceros y adecuadamente difundidos; (iii) una política de protección de denunciantes contra represalias; y un sistema de investigación interna que respete los derechos de los investigados e imponga sanciones efectivas a las violaciones del Código de Ética y Conducta; (iv) políticas de integridad en procedimientos licitatorios; (v) mecanismos para análisis periódico de riesgos, monitoreo y evaluación del Programa; y (vi) procedimientos que comprueben la integridad y trayectoria de terceros o socios de negocios (incluyendo la debida diligencia para la verificación de irregularidades, de hechos ilícitos o de la existencia de vulnerabilidades durante los procesos de transformación societaria y adquisiciones), incluyendo proveedores, distribuidores, prestadores de servicios, agentes e intermediarios”.

Ambas prácticas son aplicadas por las emisoras conforme a la Ley de Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas (Ley N°27.401, 2017). En dicha norma se sugiere la implementación de un Programa de Integridad que incluye entre su contenido el Código de Ética o de Conducta, el cual es difundido en sus respectivos sitios web. En él se ven reflejados los valores esenciales que rigen la operatoria de las compañías, por lo que es utilizado como guía para todos los miembros del directorio, la gerencia y empleados sin importar el nivel jerárquico. A

su vez, puede estar complementado por diversas políticas como la Política de Conflictos de Interés, Política de uso de información privilegiada, Política Anticorrupción, Política Antifraude, entre otras. Tanto el Programa como el código son aprobados por el directorio, las sociedades pueden designar un Comité o un Oficial de Cumplimiento, los cuales tendrán a cargo su coordinación, supervisión y cumplimiento. En última instancia, el directorio es responsable de evaluar y revisar periódicamente el programa, asegurando su vigencia y efectividad.

#### *8.1.3 Función del Directorio*

De las cinco prácticas recomendadas dentro de este tema, tres muestran un cumplimiento absoluto. Estas son la N°1 “El Directorio genera una cultura ética de trabajo y establece la visión, misión y valores de la compañía”, la N°2 “El Directorio fija la estrategia general de la compañía y aprueba el plan estratégico que desarrolla la gerencia. Al hacerlo, el Directorio tiene en consideración factores ambientales, sociales y de gobierno societario. El Directorio supervisa su implementación mediante la utilización de indicadores clave de desempeño y teniendo en consideración el mejor interés de la compañía y los derechos de todos sus accionistas” y la N°3 “El Directorio supervisa a la gerencia y asegura que esta desarrolle, implemente y mantenga un sistema adecuado de control interno con líneas de reporte claras”.

En la práctica N°1, todas las sociedades seleccionadas han definido su visión, misión y valores sobre los cuales van a guiar el diario accionar de los directivos, de los empleados y la sociedad en su conjunto. En general, manifiestan llevar adelante un programa de integridad y un Código de Ética conforme a las prácticas recomendadas N°22 y N°23.

Con respecto a la práctica N°2, el directorio establece la estrategia general a partir de la cual la Gerencia elabora un plan estratégico de negocios basado en la misión y visión de la empresa. El plan incluye un presupuesto anual y políticas relacionadas con factores económicos, ambientales y sociales. Algunas compañías publican en sus sitios web un Reporte anual de Sustentabilidad, donde destacan las prácticas implementadas, indicadores y resultados alcanzados sobre aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza. Una vez aprobado el plan por parte del directorio, el gerente general y los gerentes de primera línea son los responsables de ejecutar las acciones necesarias para alcanzar las metas y

objetivos establecidos. Posteriormente, el directorio de forma periódica monitorea la ejecución de la gerencia, a través del seguimiento del presupuesto anual o de indicadores de desempeño, con el fin de garantizar el cumplimiento de las estrategias y políticas de la sociedad.

Finalmente, en la práctica N°3, el directorio, directamente o mediante un comité ejecutivo, evalúa periódicamente el desempeño del Gerente General y los gerentes de primera línea, supervisando el ejercicio de sus funciones para el cumplimiento de los objetivos fijados. Para ello, las compañías adoptan sistemas de control interno que, dependiendo el caso, pueden ser confeccionados bajo parámetros y estándares del Marco COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission). La utilización de este marco permite a las compañías que cotizan en los mercados de EEUU, cumplir con la certificación establecida en la Sección 404 de la Ley SOX. Esta exige evaluar la efectividad de los controles internos con el propósito de mitigar los riesgos que amenazan la confiabilidad de la información contable y financiera.

## **8.2. Temas con cumplimiento intermedio**

En la tabla N°2, se muestra que los temas que presentan un grado de cumplimiento intermedio son: “La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa” y “Participación de los Accionistas y Partes Interesadas”, ambas alcanzan como porcentaje de adhesión el 76%.

### *8.2.1. La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa*

En este tema, solo se aplica al 100% la práctica N°6 “El Presidente del Directorio es responsable de la buena organización de las reuniones del Directorio, prepara el orden del día asegurando la colaboración de los demás miembros y asegura que estos reciban los materiales necesarios con tiempo suficiente para participar de manera eficiente e informada en las reuniones. Los Presidentes de los comités tienen las mismas responsabilidades para sus reuniones”.

Aquellas de menor aplicación incluyen a la práctica N°7, “El Presidente del Directorio vela por el correcto funcionamiento interno del Directorio mediante la implementación de procesos formales de evaluación anual”, y la práctica N°10, “El Presidente del Directorio asegura la participación de todos sus miembros en el desarrollo y aprobación de un plan de sucesión para el gerente general de la

compañía”, ambas con una aplicación del 55%. Les siguen con un 80% la práctica N°8 “El Presidente genera un espacio de trabajo positivo y constructivo para todos los miembros del Directorio y asegura que reciban capacitación continua para mantenerse actualizados y poder cumplir correctamente sus funciones” y con un porcentaje de 90% la práctica N°9 “La Secretaría Corporativa apoya al Presidente del Directorio en la administración efectiva del Directorio y colabora en la comunicación entre accionistas, Directorio y gerencia”.

Por lo que se refiere a la práctica N°7, se observa que las empresas que no la implementan carecen de un proceso formal de autoevaluación del funcionamiento del directorio, ya que argumentan que esta evaluación está implícita en el desempeño general de la sociedad.

Continuando con la práctica N°8, las sociedades señalan que, dado los antecedentes profesionales y experiencia en el rubro por parte de los directores, no resulta necesaria una política formal o un Programa de Capacitación Anual para la formación de los directores y ejecutivos gerenciales. Igualmente, aunque cuenten o no con una política, no especifican si se proporcionan los recursos para que los directores participen en capacitaciones, cursos, foros u otras actividades que los instruyan en cuestiones relativas a sus funciones.

Sobre la práctica N°9, en las empresas que aplican esta recomendación, se designa a una persona o se recurre a la asesoría legal para desempeñar el rol de Secretaría Corporativa. Esta figura tiene la función de auxiliar al presidente actuando como nexo entre el directorio y la gerencia de la Sociedad. Se encarga de coordinar el armado de la documentación y la logística de las reuniones de directorio y asamblea de accionistas. En su mayoría las compañías cumplen con la práctica a excepción de Mirgor S.A. y Sociedad Comercial del Plata S.A., que manifiestan no aplicarla.

En relación con la práctica N°10, las compañías que no la implementan no informan la existencia de un plan de sucesión específico para el gerente general. No obstante, algunas aclaran que los gerentes de primera línea de la Sociedad son potenciales candidatos para asumir dicho cargo. La decisión final queda bajo la responsabilidad del directorio o, en ciertos casos, es prerrogativa de determinados accionistas.

### *8.2.2 Participación de los Accionistas y Partes Interesadas*

Al profundizar en este tema, se identifica que la práctica N°25 es la única que presenta un cumplimiento del 100%. Esta práctica establece que “El sitio web de la compañía divulga información financiera y no financiera, proporcionando acceso oportuno e igual a todos los Inversores. El sitio web cuenta con un área especializada para la atención de consultas por los Inversores”. En búsqueda de la transparencia de sus acciones las compañías publican en sus sitios web institucionales toda la información relevante, tanto financiera como no financiera. Adicionalmente, facilitan canales de contacto para que los usuarios puedan comunicarse con la organización.

Con un grado de aplicación del 85% le sigue la práctica N°26 “El Directorio debe asegurar que exista un proceso de identificación y clasificación de sus partes interesadas y un canal de comunicación para las mismas”. Aunque la identificación de los grupos de interés puede variar según la actividad de cada empresa, generalmente se incluye a los empleados, accionistas, inversores, instituciones financieras, colaboradores, proveedores, clientes, asociaciones empresariales, sindicatos, administración pública, medios de comunicación y la sociedad en general.

Con un menor nivel de cumplimiento se encuentran las prácticas N°27 y N°29 con el 60%. La primera señala que “El Directorio remite a los Accionistas, previo a la celebración de la Asamblea, un “paquete de información provisoria” 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”. La segunda indica que “La Política de Distribución de Dividendos está alineada a la estrategia y establece claramente los criterios, frecuencia y condiciones bajo las cuales se realizará la distribución de dividendos”.

Con un cumplimiento del 75% la práctica N°28 establece que “El estatuto de la compañía considera que los Accionistas puedan recibir los paquetes de información para la Asamblea de Accionistas a través de medios virtuales y participar en las Asambleas a través del uso de medios electrónicos de comunicación que permitan la transmisión simultánea de sonido, imágenes y palabras, asegurando el principio de igualdad de trato de los participantes”.

Para la práctica N°27 las sociedades que no la implementan manifiestan que no realizan el envío de un paquete de información provisoria antes de la asamblea. Aun así, aseguran un trato equitativo a los accionistas, ya que estos pueden acceder a la información necesaria para considerar, aprobar o rechazar las cuestiones sometidas a su decisión. Para ello, las empresas publican toda información relevante a través de la Autopista de Información Financiera<sup>3</sup> (AIF) de la CNV y en sus respectivos sitios web.

En el caso de la práctica N°28, las empresas que no la aplican argumentan que sus estatutos no contemplan la asistencia a través de medios electrónicos a las asambleas de accionistas. De igual forma, evalúan la posibilidad de incluir esta opción en el futuro, especialmente tras la experiencia de la pandemia de COVID-19, que impulsó la necesidad de realizar reuniones virtuales para garantizar la continuidad operativa sin presencialidad.

Respecto a la práctica N°29, señalan que no cuentan con una política formal que regule el monto y distribución de dividendos. En estos casos, el directorio elabora una propuesta sobre el destino de los resultados del ejercicio, teniendo en cuenta la situación financiera, las perspectivas económicas, los planes de inversión y demás factores que puedan influir en la sociedad. Esta propuesta es luego sometida a la aprobación de la asamblea de accionistas, que define en última instancia el destino de los resultados.

### **8.3 Temas del código con menor adhesión**

Continuando con el análisis de la Tabla 2, los temas con menor nivel de adhesión son “Composición, Nominación y Sucesión del Directorio” con un 60%, y “Remuneración” con el 40%.

#### *8.3.1 Composición, Nominación y Sucesión del Directorio*

En lo referente a este tema las prácticas menos aplicadas son la N°12 “La compañía cuenta con un Comité de Nominaciones que está compuesto por al menos tres (3) miembros y es presidido por un director independiente. De presidir el Comité de Nominaciones, el Presidente del Directorio se abstendrá de participar frente al

---

<sup>3</sup> La AIF es el principal canal de comunicación que tiene la CNV con las entidades que regula, al mismo tiempo asegura la transparencia y la integridad de la información financiera destinada al público inversor (Autopista de Información Financiera - Comisión Nacional de Valores, s. f.)

tratamiento de la designación de su propio sucesor” y la N°13 “El Directorio, a través del Comité de Nominaciones, desarrolla un plan de sucesión para sus miembros que guía el proceso de preselección de candidatos para ocupar vacantes y tiene en consideración las recomendaciones no vinculantes realizadas por sus miembros, el Gerente General y los Accionistas”. Estas alcanzan un porcentaje de cumplimiento del 40% y 35% respectivamente.

En lo que respecta a la práctica N°12, las compañías que no la aplican argumentan que no tienen un Comité de Nominaciones, ya que no lo consideran necesario. En estos casos, la propuesta de nominación tanto de miembros de la gerencia como del directorio suelen ser gestionadas directamente por este último o, en ocasiones, puede surgir de los accionistas. Posteriormente, la decisión de designación y remoción recae de forma exclusiva en la asamblea de accionistas, conforme lo establece el artículo 234 de la LGS.

Ante la segunda práctica mencionada, algunas de las sociedades simplemente indican que no aplican debido a la ausencia de un Comité de Nominaciones. No obstante, otras señalan que de todas formas cumplen con los principios que inspiran la práctica, dado que permiten que los accionistas o los miembros del directorio propongan a sus sucesores. Estos reemplazos, ya sea por vencimiento de mandato u otras circunstancias, son evaluados bajo diferentes aspectos, entre ellos capacidades, experiencia y formación, fomentando la igualdad de oportunidades sin distinción por género, edad, estado civil o raza.

### *8.3.2 Remuneración*

Este tema solo contiene dos prácticas la N°15 “La compañía cuenta con un Comité de Remuneraciones que está compuesto por al menos tres (3) miembros. Los miembros son en su totalidad independientes o no ejecutivos” y la N°16 “El Directorio, a través del Comité de Remuneraciones, establece una política de remuneración para el gerente general y miembros del Directorio” con un cumplimiento relativo ambas del 40%.

Las empresas estudiadas que no cuentan con un comité de remuneraciones, aseguran que igualmente cumplen las prácticas. En algunos casos, el propio directorio, un comité ejecutivo o incluso los accionistas se encargan de formular propuestas de honorarios para los directores. El Comité de Auditoría evalúa la razonabilidad de dichas propuestas, conforme al Artículo 110 de la LMC. Los

honorarios son fijados por la asamblea de accionistas, de acuerdo con lo dispuesto en el Artículo 261 de la LGS, que determina que el monto máximo de las retribuciones por todo concepto (tanto sueldos como otras remuneraciones) que puedan percibir por el desempeño de funciones técnico-administrativas de carácter permanente, no podrán exceder del 25% de las ganancias. En caso de no distribuirse dividendos, se limitará al 5%, incrementándose proporcionalmente con la distribución de ganancias hasta alcanzar el límite máximo cuando se reparta el total de las utilidades (LGS N°19.550, 2014).

En cuanto a la remuneración del nivel gerencial, esta puede ser establecida por el Comité Ejecutivo, el propio directorio o el departamento de Recursos humanos (RRHH), según lo disponga cada empresa.

## **9. Análisis del nivel de cumplimiento por sector**

Para proceder al análisis se agrupó a las veinte empresas seleccionadas en función del sector al que pertenecen siguiendo la clasificación de la industria global (Global Industry Classification Standard, GICS por sus siglas en inglés). Esta clasificación es elaborada por Morgan Stanley Capital International (MSCI) y S&P Dow Jones Indices LLC. Esta última diseñó, entre otros, el índice S&P Merval que mide el rendimiento de las acciones listadas en BYMA y está compuesto, en su mayoría, por las empresas líderes.

La clasificación GICS está integrada por 11 sectores, de los cuales, siete están representados en la muestra utilizada en este trabajo: Energía, Materiales, Consumo Discrecional, Productos de Primera Necesidad, Finanzas, Servicios de Comunicación y Servicios de Utilidad Pública.

Tal como se puede observar en la tabla N°3 los sectores con mayor cumplimiento del código son el sector Finanzas y Servicios de Utilidad Pública con porcentajes de adhesión del 92,06% y 76,61% respectivamente. Les siguen el sector Materiales y Energía, con un cumplimiento relativo de 74,76% y 68,33%.

Por otro lado, con un menor grado de cumplimiento se encuentran el sector Productos de Primera Necesidad con un porcentaje del 67,14%, el sector Servicios de Comunicaciones con un 61,43% y Consumo Discrecional con 43,57%. No obstante, se hace la salvedad de que en estos tres últimos sectores solo se

encuentra un representante de cada uno en la muestra, por lo que se podría considerar que no es representativo de la población a la que pertenece.

**Tabla 3**  
*Porcentajes de cumplimiento CGS por sector*

SECTORES	CANTIDAD DE EMPRESAS	PORCENTAJE DE CUMPLIMIENTO
MATERIALES	3	74.76%
FINANZAS	6	92.06%
ENERGÍA	4	68.33%
SERVICIOS DE COMUNICACIONES	1	61.43%
SERVICIOS DE UTILIDAD PÚBLICA	4	76.61%
CONSUMO DISCRECIONAL	1	43.57%
PRODUCTOS DE PRIMERA NECESIDAD	1	67.14%

*Fuente: Elaboración propia*

Por último, para un análisis detallado, se identificó las empresas dentro de cada sector que lograron un cumplimiento del 100% del CGS, así como aquellas que no alcanzaron dicho nivel. Posteriormente, de estas últimas, se examinaron los temas específicos del código en los que no se alcanzaba una adhesión total, detectando las prácticas no implementadas y explicando brevemente las razones por las que no las aplicaban o las alternativas a través de las cuales cumplían con los principios que inspiran dichas prácticas.

### 9.1 Sector finanzas

De las seis empresas que pertenecen a este sector, Banco BBVA Argentina S.A. y Bolsas y Mercados Argentinos S.A. aplican el total del Código. Sin embargo, las sociedades Banco de valores S.A., Grupo Financiero Galicia S.A., Banco Macro S.A. y Grupo Supervielle S.A. presentan niveles de cumplimiento del 78,57%, 83,10%, 93,57% y 97,14% respectivamente.

**Tabla 4***Porcentajes de cumplimiento CGS para el sector Finanzas*

<b>TEMAS</b>	<b>BBAR</b>	<b>VALO</b>	<b>BMA</b>	<b>BYMA</b>	<b>GGAL</b>	<b>SUPV</b>	<b>Porcentaje de cumplimiento</b>
A) Función del Directorio	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	80.00%	100.00%	
B) La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	80.00%	100.00%	
C) Composición, Nominación y Sucesión del Directorio	100.00%	50.00%	75.00%	100.00%	75.00%	100.00%	
D) Remuneración	100.00%	0.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
E) Ambiente de control	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
F) Ética, Integridad y Cumplimiento	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	66.67%	100.00%	
G) Participación de los Accionistas y Partes Interesadas	100.00%	100.00%	80.00%	100.00%	80.00%	80.00%	
<b>Sumatoria de los temas del CGS</b>	<b>700.00%</b>	<b>550.00%</b>	<b>655.00%</b>	<b>700.00%</b>	<b>581.67%</b>	<b>680.00%</b>	
<b>Temas del código</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	
<b>Porcentaje de cumplimiento</b>	<b>100.00%</b>	<b>78.57%</b>	<b>93.57%</b>	<b>100.00%</b>	<b>83.10%</b>	<b>97.14%</b>	<b>92.06%</b>

Fuente: elaboración propia

### 9.1.1 Banco de Valores S.A.

En el caso de este banco existen dos temas con menor aplicación. El primero es “Composición, Nominación y Sucesión del Directorio” con el 50%, este porcentaje se explica debido a que la empresa no aplica las prácticas N°12 y N°13 ambas vinculadas con la conformación de un Comité de Nominaciones. Igualmente, suple su ausencia de otra forma, en el caso de la primera práctica los candidatos a formar parte del directorio son propuestos por los accionistas y luego elegidos por la Asamblea. Para la segunda, si bien la compañía no cuenta con un Comité que desarrolle un plan de sucesión, realiza un análisis de la composición de su directorio

a través de una Matriz de Composición con el fin de orientar y guiar en la búsqueda de los perfiles más adecuados para los futuros miembros.

El segundo tema es “Remuneración” y presenta un nivel de cumplimiento nulo. Este involucra dos prácticas, la N°15 y N°16, relacionadas con la creación de un Comité de Remuneraciones. A pesar de que el banco cuenta con un Comité de Remuneraciones e Incentivos, compuesto por dos directores y un gerente, este no aplica lo que establece el código en lo referente a que tienen que estar integrado por tres directores independientes o no ejecutivos. En cuanto a las remuneraciones de los directores, el directorio, como órgano colegiado, presenta una propuesta que es sometida a la consideración de la Asamblea. En lo concerniente a las remuneraciones del nivel gerencial, el comité analiza y eleva la propuesta al directorio para su posterior aprobación.

#### *9.1.2 Grupo Financiero Galicia S.A.*

El Grupo solo aplica el 80% de los temas “Función del Directorio”, “La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa” y “Participación de los Accionistas y Partes Interesadas”. El porcentaje del primer tema se explica por la no implementación de la práctica N°4 “El Directorio diseña las estructuras y prácticas de gobierno societario, designa al responsable de su implementación, monitorea la efectividad de las mismas y sugiere cambios en caso de ser necesarios”. La sociedad no designa un responsable o un comité específico para esta tarea. De todas formas, cumple con lo recomendado siendo el directorio, a través de distintos comités, el encargado de dirigir y supervisar la efectividad de las estructuras y prácticas de GS. Además, el Departamento Administrativo Financiero es el que diseña matrices que permiten verificar diferentes aspectos, como el control interno, la independencia de los directores y las actualizaciones normativas.

En lo que respecta al segundo tema, no aplica la práctica N°7 “El Presidente del Directorio vela por el correcto funcionamiento interno del Directorio mediante la implementación de procesos formales de evaluación anual”. A pesar de que el presidente supervisa el funcionamiento del órgano, no se menciona la existencia de procedimientos formales de evaluación. Aunque, eventualmente, los directores pueden brindar comentarios acerca del desempeño interno.

Para el tercer tema no se adhiere a lo establecido en la práctica N°14 “El Directorio implementa un programa de orientación para sus nuevos miembros

electos". La organización carece de tal programa debido a que los nuevos directores poseen el perfil, las habilidades, la experiencia, el conocimiento del mercado financiero y las capacidades necesarias para llevar adelante sus funciones. De todas formas, al igual que el resto de directores realizan capacitaciones y participan en foros, conferencias y congresos.

Otro de los temas es "Ética, Integridad y Cumplimiento" que alcanza una aplicación relativa del 66,67%. No se cumple con la práctica N°24 "El Directorio asegura la existencia de mecanismos formales para prevenir y tratar conflictos de interés<sup>4</sup>. En el caso de transacciones entre partes relacionadas, el Directorio aprueba una política que establece el rol de cada órgano societario y define cómo se identifican, administran y divultan aquellas transacciones perjudiciales a la compañía o solo a ciertos inversores". Si bien el Código de Ética establece que todo colaborador tiene la responsabilidad de identificar y reportar situaciones que puedan significar un conflicto de interés y darlos a conocer al Comité de Ética, Conducta e Integridad, la sociedad no manifiesta contar con políticas o mecanismos formales para prevenir y tratar estos conflictos.

Por último, el nivel de cumplimiento en el tema "Participación de los Accionistas y Partes Interesadas" es del 80%, puesto que no aplica la práctica N°27. La sociedad no realiza envíos de un paquete de información provisoria antes de la asamblea, sin embargo, tiene un canal de consultas dentro de su página web. Las consultas, comentarios y/o recomendaciones efectuadas son respondidas de manera individual a la persona que los realiza.

#### *9.1.3 Banco Macro S.A.*

El Banco Macro S.A. aplica el 75% del tema "Composición, Nominación y Sucesión del Directorio". Aunque la sociedad posee un Comité de Nombramientos, no implementa la práctica N°13, en vista de que este no tiene como función desarrollar un plan de sucesión para los miembros que componen el directorio. Llegado el caso los candidatos a ocupar un puesto en el directorio son propuestos por los accionistas, debiendo informar acerca de la independencia de las personas

---

<sup>4</sup> Conflicto de interés: Es una circunstancia que potencialmente puede afectar la imparcialidad de una persona, es decir, puede influir de manera indebida en su juicio o en el desempeño de sus responsabilidades ante el enfrentamiento de su interés propio y el interés social, profesional o público (CNV, Res. 797/19, Anexo III)

propuestas. Con posterioridad son seleccionados por la Asamblea Anual Ordinaria que ostenta la facultad de designación de los mismos.

Por otro lado, el banco cumple con el 80% del tema “Participación de los Accionistas y Partes Interesadas”. La práctica N°28 no es aplicada, debido a que el estatuto de la sociedad no contempla que los accionistas participen de forma remota en las asambleas, limitándose únicamente a la asistencia a distancia en las reuniones del directorio. Asimismo, no prevé el envío a los accionistas de paquetes de información provisorio para la asamblea. No obstante, cumple con lo requerido por la LMC y las Normas de la CNV (N.T. 2013), puesto que, antes de la celebración de la asamblea, pone a disposición de los accionistas la información relevante y la documentación que va a ser considerada en la misma. Esta información se publica en su página web y se difunde mediante los canales previstos por los organismos reguladores y los mercados en los que el banco lista sus acciones.

#### *9.1.4 El Grupo Supervielle S.A.*

El grupo cumple con la totalidad de los temas del Código, a excepción de “Participación de los Accionistas y Partes Interesadas” donde alcanza un 80% de aplicación. No implementa la práctica N°27, dado que no envía previo a la celebración de la asamblea un “paquete de información provisorio” a los accionistas.

Sin embargo, cumple parte de la práctica ya que la sociedad tiene por costumbre elaborar un documento donde se plasman las propuestas de mociones que otros accionistas adelantaron, así como las sugerencias acerca de cómo deberían votar en relación a los puntos que se van a tratar en la asamblea. Este documento es confeccionado por el Comité de Divulgación de la Información, aprobado por el directorio y publicado en la AIF de la CNV y en la Securities and Exchange Commission (SEC)<sup>5</sup> de EEUU. Además, se publica en el sitio web de la sociedad y su divulgación se pone en conocimiento simultáneamente a los accionistas.

Aunque no dispone de un canal de comunicación formal específico, la sociedad utiliza su sitio web y datos de contacto, a través de los cuales la Gerencia de Relaciones con Inversores recibe y canaliza los comentarios no vinculantes y opiniones discrepantes con las recomendaciones del directorio.

---

<sup>5</sup> Es la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos, su equivalente en Argentina es la CNV ya que cumplen funciones similares <https://www.sec.gov/>

## 9.2 Servicios de utilidad pública

El sector está compuesto por cuatro empresas, tal como se puede observar en la Tabla 5, ninguna de las cuales alcanza el cumplimiento absoluto del código. En orden descendente de aplicación, Pampa Energía S.A. registra un 97,14%, seguida por Central Puerto S.A. con un 75,71%, Edenor S.A. con un 72,86% y Transener S.A. con un 60,71%.

**Tabla 5**

*Porcentajes de cumplimiento CGS para el sector Servicios de utilidad pública*

TEMAS	<u>CEPU2</u>	<u>EDN</u>	<u>PAMP</u>	<u>TRAN</u>	Porcentaje de cumplimiento
A) Función del Directorio	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
B) La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa	100.00%	80.00%	80.00%	40.00%	
C) Composición, Nominación y Sucesión del Directorio	50.00%	50.00%	100.00%	25.00%	
D) Remuneración	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	
E) Ambiente de control	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
F) Ética, Integridad y Cumplimiento	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
G) Participación de los Accionistas y Partes Interesadas	80.00%	80.00%	100.00%	60.00%	
Sumatoria de los temas del CGS	530.00%	510.00%	680.00%	425.00%	
Temas del código	7	7	7	7	
Porcentaje de cumplimiento	<b>75.71%</b>	<b>72.86%</b>	<b>97.14%</b>	<b>60.71%</b>	<b>76.61%</b>

*Fuente: elaboración propia*

### 9.2.1 Pampa Energía S.A.

La empresa ejecuta la mayor parte del código, salvo el tema “La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa”, específicamente la práctica N°10. La compañía no dispone de un plan específico que regule la línea sucesoria del gerente general. De todas formas, al momento de tener en cuenta candidatos, el presidente del directorio y la dirección de RRHH definen las características y valores que

deberá reunir el sucesor del CEO, de acuerdo a la misión, visión y principios de la sociedad.

#### ***9.2.2 Central Puerto S.A.***

La sociedad alcanza el 100% en cuatro de los temas evaluados. A diferencia del tema “Participación de los Accionistas y Partes Interesadas” del que solo cumple el 80%, principalmente debido a la falta de implementación de la práctica N°27, que recomienda el envío de un paquete provisorio de información a los accionistas antes de la asamblea. A pesar de esta omisión, asegura un trato equitativo al cumplir con los mecanismos previstos por la LGS, las Normas de la CNV, la SEC y la bolsa de New York<sup>6</sup> (NYSE, por su sigla en inglés). Estos mecanismos permiten a los accionistas contar con representatividad en las asambleas y acceder a la información suficiente para poder considerar, aprobar o rechazar las cuestiones sometidas a su decisión. Toda información relevante se publica en los distintos medios establecidos por la regulación, como así también en su página web.

En cuanto al tema “Composición, Nominación y Sucesión del Directorio”, la empresa logra un cumplimiento del 50%. Este porcentaje se debe a la no aplicación de las prácticas N°12 y N°13, que están vinculadas con la creación de un Comité de Nominaciones. En su lugar, los candidatos a directores son propuestos por los accionistas para que sus pares lo aprueben en la Asamblea General, en un proceso que garantiza la independencia del directorio respecto a esta decisión.

Finalmente, del tema “Remuneración” no implementa ninguna de las prácticas recomendadas. Aunque cuenta con un Comité de Remuneraciones, este no está compuesto exclusivamente por miembros independientes o no ejecutivos, sino que lo integran el Gerente de RRHH y el Gerente General. A su vez, no informa sobre la existencia de una política formal de remuneración.

#### ***9.2.3 Edenor S.A.***

La sociedad presenta un cumplimiento total en solo tres de los temas evaluados del CGS. En cuanto al tema “La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa” alcanza un 80% de aplicación al carecer de un plan formal de sucesión para el Gerente General (práctica N°10). La organización implementa un

---

<sup>6</sup> New York Stock Exchange, es la bolsa más grande del mundo <https://www.nyse.com/index>

proceso alternativo a través de la dirección de RRHH que busca identificar los candidatos preparados para cubrir a futuro cada posición clave de la Sociedad, concentrándose en puestos de Gerentes y niveles superiores, los resultados de dicho proceso son monitoreados por el Comité Ejecutivo el cual está integrado por miembros del Directorio.

De forma similar a Central Puerto S.A. en el tema “Composición, Nominación y Sucesión del Directorio” se observa un cumplimiento del 50%. La ausencia de un Comité de Nominaciones deriva en que el directorio proponga candidatos para que posteriormente la correspondiente designación sea aprobada por parte de la Asamblea General Ordinaria.

Del tema “Remuneración” la empresa no dispone de un comité específico. El directorio formula propuestas de honorarios y planes de opciones sobre acciones para directores y administradores de la Sociedad, las cuales luego son sometidas a opinión de razonabilidad por parte del Comité de Auditoría para finalmente ser aprobadas por la Asamblea.

La evaluación del tema “Participación de Accionistas y Partes Interesadas” refleja un 80% de cumplimiento. Para la empresa no es posible aplicar la práctica N°29 dado que desde 2001 no se distribuyen dividendos, debido al déficit de ingresos producto de la falta de adecuación tarifaria.

#### *9.2.4 Compañía de Transporte de Energía Eléctrica en Alta Tensión Transener S.A.*

Como se observa en la Tabla N°5 la empresa practica en su totalidad tres de los temas del CGS. Asimismo, sólo alcanza el 40% de aplicación en el tema “La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa”. No implementa procesos formales de evaluación anual, como recomienda la práctica N°7, de todas formas, expone el resultado de su gestión dentro de la memoria anual. La práctica N°8 resulta inaplicable en este caso, dado el profesionalismo y experiencia de los directores, la sociedad no considera necesario establecer un programa de capacitación anual estructurado. Aun así, reciben capacitaciones puntuales para actualizarse en aspectos normativos. Para la práctica N°10, no dispone de un plan de sucesión específico para el gerente general. Sin embargo, los gerentes de primera línea, formados y guiados por los valores y principios de la sociedad, poseen

la trayectoria profesional y las cualidades personales que los convierten en potenciales candidatos a ocupar dicho cargo.

En el tema “Composición, Nominación y Sucesión del Directorio”, el nivel de cumplimiento es del 25%. La compañía incumple las prácticas N°12 y N°13 debido a la ausencia de un Comité de Nominaciones. A modo de sustitución, son los accionistas quienes proponen a los miembros del directorio. Además, dada la escasa rotación de los integrantes del directorio, la sociedad no considera necesario implementar la práctica N°14, que busca desarrollar un programa de orientación para los nuevos miembros electos.

Respecto al tema “Remuneración” no aplica ninguna de las prácticas, dado que la compañía no presenta un Comité de Remuneraciones. La retribución del personal ejecutivo se establece bajo un sistema de incentivos que consiste no solo en una retribución mensual, sino también en una compensación variable anual. La decisión de los honorarios de los miembros del directorio es tomada por la asamblea previa opinión de razonabilidad por parte del Comité de Auditoría.

Del tema “Participación de los Accionistas y Partes Interesadas”, la compañía alcanza un 60% de cumplimiento. Se observa la falta de aplicación de la práctica N°26, al no contar con un procedimiento formal de identificación y clasificación de partes interesadas. De igual forma, debido a su naturaleza como prestadora de servicios públicos, sometida a regulación tarifaria, no implementa la práctica N°29. A la sociedad no le es posible desarrollar una política de distribución de dividendos, puesto que su ecuación económico financiera se encuentra condicionada por las revisiones tarifarias periódicas que el Ente Regulador realiza.

### **9.3. Materiales**

Son tres las empresas que pertenecen a este sector. Loma Negra C.I.A.S.A. es la única que aplica el 100% del código, por el contrario, Aluar S.A. registra el 66,43% y Ternium Argentina S.A. el 57,86%.

**Tabla 6**

*Porcentajes de cumplimiento CGS para el sector Materiales*

<b>TEMAS</b>	<u><b>ALUA</b></u>	<u><b>LOMA</b></u>	<u><b>TXAR</b></u>	<b>Porcentaje de cumplimiento</b>
A) Función del Directorio	100.00%	100.00%	80.00%	

B) La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa	80.00%	100.00%	60.00%	
C) Composición, Nominación y Sucesión del Directorio	25.00%	100.00%	25.00%	
D) Remuneración	0.00%	100.00%	0.00%	
E) Ambiente de control	100.00%	100.00%	100.00%	
F) Ética, Integridad y Cumplimiento	100.00%	100.00%	100.00%	
G) Participación de los Accionistas y Partes Interesadas	60.00%	100.00%	40.00%	
Sumatoria de los temas del CGS	465.00%	700.00%	405.00%	
Temas del código	7	7	7	
Porcentaje de cumplimiento	66.43%	100.00%	57.86%	74.76%

Fuente: elaboración propia

### 9.3.1 ALUAR Aluminio Argentino S.A.I.C.

La empresa alcanza el 100% de cumplimiento en tres de los temas evaluados.

En relación al tema “La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa” alcanza un 80% de cumplimiento, ya que no implementa la práctica N°7. En este caso, el directorio no realiza una evaluación de su propio desempeño, son los accionistas, en la Asamblea General, quienes valoran su gestión durante el ejercicio económico mediante los Estados Financieros anuales y la Memoria.

Siguiendo con el análisis del tema “Composición, Nominación y Sucesión del Directorio” aplica solamente una de las prácticas recomendadas, lo que equivale al 25%. Las prácticas N°12 y N°13 no se implementan porque la sociedad no cuenta con un Comité de Nominaciones. La elección de los directores es facultad exclusiva de la asamblea de accionistas que basa su decisión en la trayectoria y los conocimientos técnicos de los candidatos. Por otro lado, aunque no aplica la práctica N°14, que propone un programa específico de orientación para los nuevos integrantes del directorio, el presidente coordina un proceso de orientación en el que se les informa sobre los aspectos relevantes de la compañía.

En lo que respecta al tema “Remuneración” no implementa ninguna de las prácticas al no disponer de un Comité de Remuneraciones. Los honorarios de los directores y de la Comisión Fiscalizadora se determinan en la asamblea de accionistas de forma objetiva verificando su coherencia con las condiciones

observadas en el mercado doméstico para funciones de similar jerarquía y responsabilidad. A su vez, la dirección de RRHH tiene a su cargo velar para que la definición de estas remuneraciones además de ser objetiva sea independiente y considerando la equidad de género.

Finalmente, de “Participación de los Accionistas y Partes Interesadas” el grado de cumplimiento es del 60% del tema. Si bien la empresa cuenta con procedimientos de identificación de las partes interesadas, no ha desarrollado un mecanismo de comunicación formal y directo para atender sus consultas, lo cual resulta incongruente con lo recomendado en la práctica N°26. Adicionalmente, no se adhiere a lo establecido en la práctica N°29, al no formalizar una política que regule el monto y la distribución de dividendos. El directorio elabora una propuesta basada en los resultados económicos, que luego es evaluada por la asamblea de accionistas, quienes tienen la libertad de aceptarla o modificarla.

#### *9.3.2 Ternium Argentina S.A.*

En el tema “Función del Directorio” la empresa aplica el 80%. El directorio de la sociedad no ha formalizado una Política de GS ni ha designado un responsable para su implementación. Por lo que no sigue lo fijado en la práctica N°4, de todas formas, anualmente presenta el informe sobre el CGS.

Respecto al tema “La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa” el cumplimiento alcanza un 60%. La empresa considera que el examen de la gestión del directorio está contenido en la evaluación de la sociedad que los accionistas llevan a cabo mediante los estados financieros y la memoria, donde se incluye como anexo el informe de CGS. Por este motivo carece de un proceso formal de autoevaluación tal como lo recomienda la práctica N°7. De igual forma, no aplica la práctica N°10, al no contar con un plan de sucesión para el gerente general. En este caso, el presidente del directorio también asume la administración y la supervisión de los niveles gerenciales y operativos. Los gerentes de primera línea, en virtud de sus cualidades profesionales y personales, son considerados como potenciales candidatos a ocupar el cargo de Director General, si resultara necesario.

En relación con el tema “Composición, Nominación y Sucesión del Directorio”, el grado de cumplimiento es del 25%. No se implementan las prácticas N°12 y N°13, al no contar con un Comité de Nominaciones que elabore un plan de sucesión que guíe el proceso de preselección de candidatos para el directorio. La designación de

los miembros queda a cargo de la Asamblea General que analiza las propuestas, realizadas por los accionistas presentes, con la asistencia del secretario del directorio. Por otro lado, no se aplica la práctica N°14, pues no existe un programa de orientación específico para los nuevos directores. Sin embargo, el secretario les proporciona toda la información requerida a fin de ejercer sus funciones diligentemente. De esta manera, están informados sobre los aspectos relevantes de la compañía, del negocio, de sus procesos productivos y de cuestiones contables, financieras e impositivas.

En el tema “Remuneración”, debido a que no cuenta con un Comité de Remuneraciones no sigue lo fijado en las prácticas recomendadas. Los honorarios de los directores son fijados por la asamblea de accionistas a partir de la propuesta efectuada por el directorio, sobre la cual se expide el Comité de Auditoría para evaluar su razonabilidad.

En lo que se refiere al tema “Participación de los Accionistas y Partes Interesadas” el cumplimiento es del 40%. No aplica la práctica N°27, en vista de que no envía un paquete de información provisoria previo a la asamblea, en su lugar, publica la convocatoria con el orden del día y las instrucciones de asistencia a través de la AIF de la CNV. La práctica N°28 no es aplicada, puesto que esta sociedad no contempla en su Estatuto el envío/recepción de información para la asamblea ni la participación de los accionistas en la misma mediante medios electrónicos de comunicación. A pesar de ello, la sociedad evalúa realizar en el corto plazo la modificación del estatuto, ante la experiencia en las asambleas realizadas en el 2020 y 2021, las cuales se llevaron a cabo de forma virtual a causa de la situación sanitaria del COVID-19. Por último, no se implementa la práctica N°29, al carecer de una política formal de distribución de dividendos. El directorio define una propuesta no vinculante, considerando los resultados económicos del ejercicio, la situación financiera, las perspectivas económicas, los planes de inversión y demás factores relevantes. Esta propuesta es examinada por la asamblea que la puede aprobar o adoptar una decisión diferente.

#### **9.4. Energía**

Son cuatro las empresas que pertenecen a este sector, YPF S.A. es la única que aplica el 100% del código. Por el contrario, Sociedad Comercial del Plata S.A.

aplica el 47.38%, la empresa Transportadora de Gas del Norte S.A. el 53,10% y la Transportadora de Gas del Sur S.A. el 72,86%.

**Tabla 7**

*Porcentajes de cumplimiento CGS para el sector Energía*

TEMAS	<u>COME</u>	<u>TGNO4</u>	<u>TGSU2</u>	<u>YPFD</u>	Porcentaje de cumplimiento
A) Función del Directorio	80.00%	80.00%	100.00%	100.00%	
B) La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa	40.00%	40.00%	80.00%	100.00%	
C) Composición, Nominación y Sucesión del Directorio	25.00%	25.00%	50.00%	100.00%	
D) Remuneración	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	
E) Ambiente de control	60.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
F) Ética, Integridad y Cumplimiento	66.67%	66.67%	100.00%	100.00%	
G) Participación de los Accionistas y Partes Interesadas	60.00%	60.00%	80.00%	100.00%	
Sumatoria de los temas del CGS	331.67%	371.67%	510.00%	700.00%	
Temas del código	7	7	7	7	
Porcentaje de cumplimiento	47.38%	53.10%	72.86%	100.00%	68.33%

*Fuente: elaboración propia*

#### 9.4.1 Sociedad Comercial del Plata S.A.

Tal como muestra la Tabla 7 la empresa no cumple en su totalidad ninguno de los temas del código. De “Función del Directorio” alcanza un 80% de cumplimiento. No aplica la práctica N°5, por no disponer de reglas claras y formalizadas para la organización y el funcionamiento del directorio y sus comités. Aun así, declara que el directorio cumple íntegramente con lo establecido en el Estatuto Social y la normativa que regula su actuación.

En cuanto al tema “La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa” el grado de cumplimiento es del 40%. No se adhiere a la práctica N°7, al no implementar procesos formales de evaluación anual necesarios para el correcto funcionamiento del directorio. Igualmente, no cumple la práctica N°8, pues no asegura la capacitación continua de los miembros del directorio. A pesar de esto,

informa que lleva adelante actividades de formación y cursos en temas relacionados con el mercado de capitales dirigidos a los ejecutivos gerenciales. Por otra parte, no se aplica lo establecido en la práctica N°9, acerca de la figura específica de la Secretaría Corporativa. Las funciones de índole administrativa, como el armado del paquete de información para los directores, recaen en la Gerencia Administrativa, que asegura su presentación en tiempo y forma de manera clara y concisa. Además, el presidente del directorio delega en los Asesores Legales la redacción de las actas de las reuniones y mantiene una línea de comunicación fluida con las distintas unidades de negocio, los inversores y grupos de interés.

En lo que se refiere al tema “Composición, Nominación y Sucesión del Directorio”, el cumplimiento es del 25%, dado que no cumple con las prácticas N°12, N°13 y N°14. La empresa considera innecesario contar con un Comité de Nominaciones, por ello no dispone de un plan formal de sucesión para los miembros del directorio y los gerentes. De igual manera, no implementa un programa formal de orientación específico para los nuevos integrantes.

Con respecto al tema “Remuneración” no presenta un Comité de Remuneraciones, ni una política formal de retribución para el gerente general y miembros del directorio. La remuneración del directorio es fijada por la asamblea mientras que la de los gerentes se define según el nivel profesional, la experiencia y el logro de los objetivos previamente establecidos por la Dirección.

En el tema “Ambiente de control”, el cumplimiento alcanza el 60% debido a la falta de un Departamento de Auditoría Interna. Esta ausencia hace que la compañía no esté en condiciones de aplicar las prácticas N°18 “El Directorio monitorea y revisa la efectividad de la auditoría interna independiente y garantiza los recursos para la implementación de un plan anual de auditoría en base a riesgos y una línea de reporte directa al Comité de Auditoría” y la N°19 “El auditor interno o los miembros del departamento de auditoría interna son independientes y altamente capacitados”. No obstante, el comité de auditoría tiene destinado un presupuesto anual que le permite contratar, de ser necesario, asesoramiento profesional independiente para llevar a cabo una auditoría interna.

En lo que respecta al tema “Ética, Integridad y Cumplimiento” el grado alcanzado es del 66,67%, por no aplicar la práctica N°24. Si bien cumple con la normativa vigente en materia de conflictos de interés y transacciones con partes

relacionadas, no cuenta con mecanismos formales para prevenirlos ni con políticas específicas que regulen el rol de los órganos societarios en estas situaciones.

Para el tema “Participación de los Accionistas y Partes Interesadas” el grado de cumplimiento es del 60.00% debido a las deficiencias en las prácticas N°27 y N°28. En el primer caso, a pesar de no enviar un paquete informativo provisorio antes de las asambleas, la empresa brinda a los accionistas la información requerida por la normativa a través de la web corporativa, en la web de la CNV y en el mail de consultas. Asimismo, en el segundo caso, no establece en su estatuto social la posibilidad de participación en la asamblea a través de medios electrónicos de comunicación.

#### *9.4.2 Transportadora de Gas del Norte S.A.*

La compañía solo cumple de forma absoluta el tema “Ambiente de control”. En el tema “Función del Directorio” el grado de cumplimiento es del 80%. No aplica la práctica N°5, porque considera innecesario formalizar políticas o mecanismos para el funcionamiento del directorio y sus comités. Aunque, al igual que COME, asegura operar conforme a lo establecido en su Estatuto Social y las normas vigentes.

En cuanto al siguiente tema “La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa” alcanza el 40%. No implementa la práctica N°7, debido a la ausencia de un procedimiento formal de evaluación anual del funcionamiento interno del directorio. A pesar de ello, la asamblea revisa y evalúa su desempeño anualmente tras el cierre de cada ejercicio. Por otro lado, dado que los miembros del directorio cuentan con antecedentes profesionales y académicos, no considera necesario establecer un plan de capacitación, lo que implica la no adopción de la práctica N°8. Con respecto a la práctica N°10, no dispone de un plan de sucesión, dejando al directorio la responsabilidad de designar el reemplazo del Director General.

En el tema “Composición, Nominación y Sucesión del Directorio” el cumplimiento se limita al 25%. La sociedad incumple las prácticas N°12 y N°13, al carecer de un Comité de Nominaciones. La designación de los miembros del directorio recae exclusivamente en la asamblea de accionistas. Adicionalmente, la falta de un programa formal de orientación para los nuevos miembros del directorio implica la no adhesión a la práctica N°14.

Para el tema “Remuneración” no implementa ninguna de las prácticas al no poseer un Comité de Remuneraciones. En consecuencia, la asamblea de

accionistas es la encargada de definir los honorarios de los directores, ajustándose a los intereses de la sociedad y a las prácticas de mercado.

En el tema “Ética, Integridad y Cumplimiento” alcanza un 66,67% de cumplimiento. No adopta la práctica N°24, pues no ha formalizado una política específica para gestionar transacciones entre partes relacionadas. Dichas políticas deberían incluir el rol de cada órgano societario, así como procedimientos para identificar, administrar y divulgar posibles transacciones perjudiciales. De todas formas, el plan de integridad de la compañía incluye disposiciones específicas dirigidas a prevenir y tratar los conflictos de interés.

Finalmente, para el tema “Participación de los Accionistas y Partes Interesadas” el cumplimiento es del 60%. No aplica la práctica N°27, la sociedad no envía un paquete de información preliminar a los accionistas a través de un canal formal de comunicación. En su lugar, utiliza la AIF de la CNV y la plataforma digital de BYMA como medios idóneos para garantizar la igualdad de acceso a la información. En relación a la práctica N°29, no posee una política formal de distribución de dividendos. Esta se define en función de los factores que el directorio considere relevantes, y posteriormente se valida en la asamblea ordinaria de accionistas.

#### *9.4.3 Transportadora de Gas del Sur S.A.*

La compañía solo cumple al 100% los temas “Función del Directorio”, “Ambiente de control” y “Ética, Integridad y Cumplimiento”.

Del tema “La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa” implementa el 80%. La sociedad no posee un Plan específico de sucesión del Gerente General, por lo que no cumple con la práctica N°10. Ante situaciones concretas, el directorio se involucra directamente en el proceso de elección y designación del gerente general o su eventual reemplazo.

En el tema “Composición, Nominación y Sucesión del Directorio” el nivel de cumplimiento es del 50%. No aplica las prácticas N°12 y N°13, dado que no cuenta con un Comité de Nominaciones. Cabe destacar que la propuesta de nominación de los nuevos directores es realizada por los accionistas respetando los criterios de independencia, equidad y diversidad. Posteriormente, los directores son designados en la Asamblea General Ordinaria.

Del tema “Remuneración” no se aplica ninguna de las prácticas. La sociedad no tiene conformado un Comité de Remuneraciones, por lo que las funciones atribuidas a este órgano son asumidas directamente por el directorio.

Respecto al tema “Participación de los Accionistas y Partes Interesadas” la compañía cumple el 80%. No se adhiere a la práctica N°28, ya que su estatuto no prevé que los accionistas puedan recibir los paquetes de información para la asamblea a través de medios virtuales. A pesar de ello, se pone a su disposición toda la documentación relativa a la misma. Además, publica la información necesaria en el sitio web de TGS, así como en las páginas de la SEC, CNV, MAE y BYMA.

## 9.5 Servicios de Comunicaciones

Dentro de los sectores con menor grado de cumplimiento, con un 61,43% se encuentra Servicios de Comunicaciones representado por Telecom Argentina S.A.

**Tabla 8**

*Porcentajes de cumplimiento CGS para el sector Servicios de Comunicaciones*

TEMAS	TECO2
A) Función del Directorio	80.00%
B) La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa	60.00%
C) Composición, Nominación y Sucesión del Directorio	50.00%
D) Remuneración	0.00%
E) Ambiente de control	100.00%
F) Ética, Integridad y Cumplimiento	100.00%
G) Participación de los Accionistas y Partes Interesadas	40.00%
Sumatoria de los temas del CGS	430.00%
Temas del código	7
Porcentaje de cumplimiento	61.43%

*Fuente: elaboración propia*

### **9.5.1 Telecom Argentina S.A.**

La compañía solo cumple en su totalidad los temas “Ambiente de control” y “Ética, Integridad y Cumplimiento”

En el tema “Función del Directorio”, la práctica N°4 no es aplicada, por ende, alcanza un cumplimiento del 80% al no adoptar una política formal de GS ni designar un responsable específico para su implementación. Sin embargo, cumple con el principio que inspira la práctica, dado que el directorio lidera de forma directa el sistema de GS, asegurando un adecuado ambiente de dirección y control. A su vez, promueve prácticas de transparencia, divulgación de la información y coordinación entre inversores, gerencia y el propio directorio. Además, Telecom describe cómo es su estructura para la implementación de un buen GC.

Seguidamente se implementa 60% del tema “La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa”. Al no aplicar la práctica N°7 no cuenta con un proceso formal de autoevaluación. Pese a esto, el presidente vela por el correcto funcionamiento interno del directorio mediante la verificación del cumplimiento de las obligaciones legales, estatutarias y normativas internas. Esta evaluación es revisada por la asamblea de accionistas al aprobar la gestión del directorio. Para la práctica N°10, la empresa aclara que no tiene un plan de sucesión para el gerente general, ya que existe un acuerdo entre los accionistas, suscripto entre Fintech Telecom LLC (Fintech) y Cablevision Holding S.A. (CVH). Este acuerdo otorga a CVH el derecho de designar al CEO de la sociedad, siempre que cumpla con ciertos requisitos de tenencia mínima.

Del tema “Composición, Nominación y Sucesión del Directorio” el cumplimiento es del 50%. No se implementan las prácticas N°12 y N°13, en vista de que no cuenta con un Comité de Nominaciones. Según argumenta, su funcionamiento estaría condicionado por el acuerdo entre Fintech y CVH, el cual reserva a estos accionistas el derecho a nominar los miembros del directorio. Adicionalmente, los accionistas minoritarios tienen derecho, mediante voto acumulativo, a designar hasta un tercio de las vacantes.

En el tema “Remuneración” no implementa ninguna de las prácticas tal como recomienda el código a través de un Comité de Remuneraciones. Sin embargo, para la práctica N°15 cumple el principio subyacente mediante el Comité Ejecutivo, integrado por miembros no ejecutivos del directorio, que aprueba la política general

de remuneraciones para los empleados. Por su parte, la Dirección de Capital Humano realiza estudios salariales de mercado que se utilizan para actualizar las escalas salariales del personal fuera de convenio. Además, el Comité de Auditoría opina sobre la razonabilidad de los honorarios de los miembros del directorio. En relación a la práctica N°16, el directorio aprueba los anticipos que se pagarán durante el ejercicio. Posteriormente, la asamblea de accionistas evalúa y aprueba el monto total de la remuneración de los directores, considerando la documentación contable presentada. La remuneración del CEO es aprobada por el comité ejecutivo con base en los parámetros vinculados con el desempeño personal y corporativo.

Por último, del tema “Participación de los Accionistas y Partes Interesadas” solo aplica el 40% al no cumplir con tres de las prácticas recomendadas. La práctica N°27 no se cumple, dado que la información enviada a los accionistas es definitiva y no provisoria, como establece la recomendación. El directorio promueve la participación de los accionistas a través de reuniones informativas periódicas con los inversores. Asimismo, toda la documentación relevante y las propuestas del directorio sobre temas a tratar por la asamblea son enviados a la CNV (mediante la AIF), a la Bolsa de Comercio, a la SEC y NYSE con una antelación mínima de 20 días. Además, se encuentra disponible en la página web de la sociedad. Por otro lado, la práctica N°28 no es aplicada en lo referente a que el estatuto no prevé la posibilidad de participar en las asambleas a través de medios electrónicos de comunicación. Para el caso de la práctica N°29, la compañía no adopta una política formal de distribución de dividendos.

## **9.6 Consumo Discrecional**

Dentro del sector Consumo Discrecional se encuentra Mirgor S.A. con un cumplimiento del 43,57%.

**Tabla 9**

*Porcentajes de cumplimiento CGS para el sector Consumo Discrecional*

TEMAS	MIRG
A) Función del Directorio	60.00%
B) La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa	20.00%

C) Composición, Nominación y Sucesión del Directorio	25.00%
D) Remuneración	0.00%
E) Ambiente de control	60.00%
F) Ética, Integridad y Cumplimiento	100.00%
G) Participación de los Accionistas y Partes Interesadas	40.00%
Sumatoria de los temas del CGS	305.00%
Temas del código	7
Porcentaje de cumplimiento	43.57%

*Fuente: elaboración propia*

#### 9.6.1 Mirgor S.A.

Esta empresa solo cumple de forma absoluta el tema “Ética, Integridad y Cumplimiento”. Con respecto al resto, el tema “Función del Directorio” alcanza un cumplimiento del 60%. Este porcentaje se explica por la no aplicación de la práctica N°4, dado que la sociedad no considera necesario incluir los lineamientos de GS en su Estatuto Social, con la excepción de aquellos que son obligatorios por ley. Por otro lado, para la práctica N°5, la sociedad no tiene reglas específicas para el funcionamiento del directorio.

Para el tema “La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa” la implementación es del 20%. La práctica N°7 no se aplica, pues el directorio no realiza procesos formales de autoevaluación. La supervisión y evaluación de su gestión están a cargo de la asamblea, mientras que en la memoria se exponen los objetivos generales planteados y los resultados obtenidos. En cuanto a la práctica N°8, la sociedad carece de una política estructurada para la capacitación de los directores y gerentes. Para la práctica N°9, no existe una figura equivalente a la Secretaría Corporativa. Sin perjuicio de ello, los asistentes ejecutivos de dirección colaboran con el presidente del directorio en tareas administrativas y de comunicación con las áreas correspondientes. Adicionalmente, el Departamento de Asuntos Societarios se encarga de canalizar las consultas y comunicaciones con los accionistas. En lo referente a la práctica N°10, no declara contar con un plan de

sucesión para el gerente general, papel que actualmente es desempeñado por el vicepresidente del directorio de la sociedad.

En lo que se refiere al tema “Composición, Nominación y Sucesión del Directorio” alcanza un cumplimiento del 25%. No aplica las prácticas N°12 y N°13, porque entiende que, dada la dimensión y naturaleza de su organización, considera innecesario contar con un Comité de Nominaciones. Son los accionistas los que deben evaluar a los mejores candidatos para el directorio, puesto que en ellos recae la responsabilidad de la designación y remoción de los directores. Respecto a la práctica N°14, el directorio no implementa un programa formal de orientación para nuevos miembros, porque los accionistas evalúan, previo a su designación, la idoneidad y profesionalismo de los candidatos.

La compañía no aplica ninguna de las prácticas del tema “Remuneración”, ya que no dispone de un Comité de Remuneraciones. Es la asamblea de accionistas la encargada de determinar los honorarios de los directores sobre los cuales se expide el Comité de Auditoría.

Para el tema “Ambiente de control” la sociedad no implementa las prácticas N°18 y N°19, debido a que no cuenta con una auditoría interna independiente.

Finalmente, del tema “Participación de los Accionistas y Partes Interesadas” la implementación es del 40%. La práctica N°26 no se aplica, dado que no enuncia la existencia de un procedimiento de identificación y clasificación de sus partes interesadas. En relación con la práctica N°27, no cuenta con un canal de comunicación formal, ni envía un paquete provisorio de información antes de la asamblea. Por último, para la práctica N°29 no existe una política de distribución de dividendos. Su Estatuto Social en su artículo 21º, establece que las ganancias realizadas y líquidas se asignan primero a cubrir la reserva legal, luego a cancelar los honorarios del directorio y la Comisión Fiscalizadora, seguidas por los dividendos de acciones preferidas y dividendos acumulativos atrasados. El saldo tendrá el destino, en todo o en parte, a dividendos de acciones ordinarias, fondos de reserva facultativos, cuentas nuevas u otros destinos que determine la asamblea.

## **9.7 Productos de Primera Necesidad**

Por último, cabe mencionar al sector Productos de Primera Necesidad representado por la empresa Cresud S.A. con un porcentaje de aplicación del 67,14%.

**Tabla 10**  
*Porcentajes de cumplimiento CGS para el sector  
 Productos de Primera Necesidad*

TEMAS	CRES
A) Función del Directorio	80.00%
B) La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa	60.00%
C) Composición, Nominación y Sucesión del Directorio	50.00%
D) Remuneración	0.00%
E) Ambiente de control	100.00%
F) Ética, Integridad y Cumplimiento	100.00%
G) Participación de los Accionistas y Partes Interesadas	80.00%
Sumatoria de los temas del CGS	470.00%
Temas del código	7
Porcentaje de cumplimiento	67.14%

*Fuente: elaboración propia*

#### 9.7.1 Cresud S.A.

Del tema “Función del Directorio” se implementa el 80%. Se considera que no aplica la práctica N°5, puesto que no declara que el directorio y los comités tengan reglas claras y formalizadas. No obstante, asegura el cumplimiento de lo requerido por la práctica mediante las reglas de funcionamiento que están establecidas en su estatuto social.

Respecto a “La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa” alcanza el 60% de cumplimiento por no aplicar lo recomendado en la práctica N°7. La sociedad, no ha formalizado los procesos de evaluación anual, de todas formas, realiza procedimientos con el fin de monitorear el funcionamiento del directorio en relación con las obligaciones derivadas del estatuto social y la normativa que le es aplicable. Además, no cumple con lo establecido en la práctica N°10, ya que no menciona la existencia de un plan de sucesión aprobado para el Gerente General. Aunque declara que el Comité Ejecutivo tiene la facultad de su designación, así

como la de los demás gerentes y subgerentes, con la asistencia de la gerencia de RRHH.

En el tema “Composición, Nominación y Sucesión del Directorio” el nivel de aplicación es del 50%. La compañía no considera necesario contar con un Comité de Nominaciones por tal motivo no implementa las prácticas N°12 y N°13. El directorio realiza el proceso de postulación y recomendación de candidatos a directores. Posteriormente, la propuesta es analizada en conjunto por los miembros del directorio y la designación le corresponde a la asamblea de accionistas.

En cuanto al tema “Remuneración” no aplica las prácticas, dado que no posee un Comité de Remuneraciones. Sin embargo, cumple los parámetros establecidos por la normativa vigente respecto a los honorarios de los directores.

Para finalizar, la empresa no aplica la práctica N°29 de “Participación de los Accionistas y Partes Interesadas” por lo que sólo implementa el 80% del tema. La compañía no tiene formalizadas las políticas de distribución de dividendos, no obstante, anualmente la asamblea de accionistas define el destino de los resultados del ejercicio, conforme a lo que establece la LGS y su estatuto social.

## **10. Conclusiones**

Esta investigación tuvo como objetivo determinar el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario (CGS) en las empresas argentinas del panel líder de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA) durante el período 2022/2023. El análisis del cumplimiento resulta fundamental, dado que es un requisito normativo en Argentina, que obliga a las empresas, que hacen oferta pública, a presentar un informe anual junto con sus estados financieros. Además, la adopción y aplicación de las buenas prácticas de GC fortalece la credibilidad y transparencia de las compañías, y con ello aumenta la confianza en las decisiones que puedan tomar las partes interesadas.

El estudio permitió desarrollar un índice que refleja el grado de cumplimiento del CGS en las veinte empresas analizadas e identificar los temas del código con mayor y menor nivel de adhesión.

Entre los temas con mayor adhesión destacan “Ambiente de control”, “Ética, Integridad y Cumplimiento” y “Función del Directorio” con un porcentaje de cumplimiento del 96%, 95% y 92% respectivamente.

En el caso del primer tema, se explica por la aplicación absoluta de dos de las prácticas recomendadas. En principio la práctica N°17, que se refiere a la definición anual del apetito de riesgo y cuáles van a ser las políticas y estrategias para su gestión. La siguiente es la práctica N°20 su cumplimiento se debe a lo establecido en la Ley de Mercado de capitales que estipula la obligatoriedad de contar con un Comité de Auditoría integrado por miembros que cumplan la condición de independencia y con las funciones allí establecidas.

En cuanto al tema “Ética, Integridad y Cumplimiento” el significativo porcentaje alcanzado, se debe a la implementación del 100% de las prácticas N°22 y N°23. Las cuales están alineadas con lo dispuesto por la Ley N°27.401 de Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas que establece la implementación de un Programa de Integridad que incluye entre su contenido el Código de Ética o de Conducta.

Por su parte, el tema “Función del directorio” destaca por la completa implementación de las prácticas N°1, N°2 y N°3. Estas se relacionan con el compromiso de las empresas al momento de definir su visión, misión y valores, sobre las cuales se construye un plan estratégico. Una vez que este es aprobado por el directorio, el gerente general y los gerentes de primera línea son los responsables de implementar las acciones necesarias para alcanzar las metas y objetivos allí establecidos. Posteriormente, es el directorio el que hace una evaluación periódica de su desempeño y supervisa el ejercicio de sus funciones mediante sistemas de control interno.

En contraste, los temas con menor grado de cumplimiento fueron “Composición, Nominación y Sucesión del Directorio” y “Remuneración” con un porcentaje correspondiente al 60% y 40%. En ambos casos, la baja adhesión se relaciona con la ausencia de los comités específicos recomendados en el CGS: el Comité de Nominaciones y el Comité de Remuneraciones, respectivamente.

A su vez, el índice permitió realizar una comparación entre los diferentes sectores que están representados en la muestra. Los sectores con mayor cumplimiento son el de Finanzas y Servicios de Utilidad Pública con un porcentaje de 92,06% y 76,61% respectivamente. Le siguen el sector Materiales y Energía, con un cumplimiento relativo de 74,76% y 68,33%. Por último, con un menor grado de cumplimiento se encuentran el sector Productos de Primera Necesidad con un porcentaje del 67,14%, Servicios de Comunicaciones con un 61,43% y el sector Consumo Discrecional con 43,57%. Cabe considerar que, en estos tres últimos, la

muestra sólo incluye una empresa por sector, lo que limita la representatividad de los resultados y dificulta su extrapolación a la población a la que pertenecen.

Estos hallazgos reflejan tanto los avances como las áreas pendientes en el cumplimiento del CGS en las principales empresas del mercado de capitales argentino. Además, se evidencia la necesidad de seguir promoviendo la adopción de buenas prácticas que fortalezcan el gobierno corporativo, que incrementen la confianza de los inversores y demás partes interesadas, así como contribuir a la sostenibilidad empresarial para que tenga éxito a largo plazo.

Tal como señalaron en su momento Barco y Briozzo (2020) algunas futuras líneas de investigación podrían enfocarse en ampliar el tamaño de la muestra y en contactar a las empresas para obtener más información sobre aspectos no detallados en sus informes del código. Asimismo, sería relevante verificar si las prácticas que las empresas declaran aplicar en sus informes se reflejan en la realidad, mediante una revisión exhaustiva de la información pública disponible. Otra posibilidad es realizar entrevistas a inversores, con el objetivo de conocer su percepción sobre el CGS y evaluar cómo este influye en la confianza en el mercado de capitales.

Por último, otra línea de investigación igualmente pertinente es el análisis de la última revisión de “Los Principios de la OCDE para el gobierno corporativo” en 2023. Este documento podría propiciar la sanción de un nuevo CGS, lo que abriría el debate sobre los posibles impactos y desafíos para las empresas emisoras.

## **11. Referencias bibliográficas**

- Albanese, D. (2019). *El rol del Directorio en el código de gobierno societario: Comparación de las resoluciones de la Comisión Nacional de Valores 606/12 y 797/19.*
- Autopista de Información Financiera—Comisión Nacional de Valores. (s. f.). Recuperado 1 de diciembre de 2024, de <https://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/Home/AIF>
- Barco, E. (2017). *Análisis de la aplicación del Código de Gobierno Societario en la Argentina.* <https://repositoriodigital.uns.edu.ar/handle/123456789/4207>
- Barco, E., & 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.
- Briozzo, A. E., Albanese, D., & Barco, E. (2022). Evolución de los Códigos de Gobierno Societario en la Argentina. *Ciencias Administrativas*, 19, Article 19. <https://doi.org/10.24215/23143738e090>
- Casal, Miguel (2010): Gobierno corporativo –Dirección, administración y control de organizaciones en forma ética y responsable. Errepar, 1<sup>a</sup> edición.
- Castillo, D., & Chaves, C. (2007). Ventajas de la implementación de la práctica de gobierno corporativo en las empresas. *Cultura Científica*, 5, Article 5.
- Comisión Nacional de Valores. (2019). *Resolución General 797/2019.* Normas (N.T. 2013 y mod.). Modificación. Código de Gobierno Societario.
- Correa Monsalve. (2022). *Prácticas de gobierno corporativo en las empresas de América Latina en 2021 | Adversia.* <https://revistas.udea.edu.co/index.php/adversia/article/view/351582>
- Empresariales, D. en C. (s. f.). *¿Cómo se conforma la estructura del gobierno corporativo?* Recuperado 17 de mayo de 2024, de <https://blog.up.edu.mx/doctorado-en-ciencias-empresariales/como-es-la-estructura-del-gobierno-corporativo>
- Fornero, R. (2007). *El valor de parecer bueno: Perspectiva financiera de las buenas prácticas de gobernanza empresaria.*
- Garzón Castrillón, M. A. (2021). *Antecedentes del Gobierno Corporativo (GC) | Iberoamerican Business Journal.* <https://journals.epnewman.edu.pe/index.php/IBJ/article/view/202>

Gutierrez, O., & Marcos, D. (2018). *Gobierno Corporativo: Medición en empresas cotizantes en Argentina*.

Ley N° 19550. (2014, octubre 8). *Ley General de Sociedades. Modif. Ley n° 26.994/27.077*. Boletín Oficial de la Nación Argentina, Buenos Aires. <https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/25000-29999/25553/texto.htm>

Ley N° 26.831. (2012, diciembre 27). *Ley de Mercado de Capitales*. Boletín Oficial de la Nación Argentina, Buenos Aires, Argentina.

Ley N° 27.401 (2017, diciembre 01). *Ley de Responsabilidad Penal de las Personas Jurídicas*. Boletín Oficial de la Nación Argentina, Buenos Aires, Argentina.

Lima Machado, A. L., & Gutiérrez Donatti, M. (2009). *Los fraudes corporativos y sus repercusiones en el mundo del control interno*.

<https://www.colibri.udelar.edu.uy/jspui/handle/20.500.12008/84>

MAE y Matba Rofex avanzan en su proceso de integración | MAE. (s. f.). Recuperado 10 de diciembre de 2024, de [https://www.mae.com.ar/index.php/MAE\\_MTR](https://www.mae.com.ar/index.php/MAE_MTR)

Marcos, D. J., & Soler, S. L. (2023). *Gobierno corporativo en Argentina*.

OECD. (2024). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20 2023*. Organisation for Economic Co-operation and Development. [https://www.oecd-ilibrary.org/governance/principios-de-gobierno-corporativo-de-la-ocde-y-del-g20-2023\\_fb38c737-es](https://www.oecd-ilibrary.org/governance/principios-de-gobierno-corporativo-de-la-ocde-y-del-g20-2023_fb38c737-es)

Perez, S. A., Micheletto, B., & León, L. (2021). *Cumplimiento del código de gobierno societario en empresas argentinas: Años 2012, 2017 y 2020*. <https://ri.conicet.gov.ar/handle/11336/152610>

San Martín García, I. (2015). *El gobierno de las sociedades cotizadas: Los códigos de buen gobierno como herramienta para mejorar la transparencia y la eficacia empresarial*. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/6905>

S&P Dow Jones Indices (2022). S&P Merval Index (ARS). En [spglobal.com](http://spglobal.com).

Terlato, A. N. (2020). *Gobierno corporativo en micro, pequeñas y medianas empresas de Argentina*.