

## INFORME SOBRE EL CÓDIGO DE GOBIERNO SOCIETARIO

POR ENRIQUE ALBERTO PELÁEZ

### **Sumario**

La Resolución General 516/07 impuso a las emisoras la obligación de elaborar un informe sobre el Código de Gobierno Societario. El Anexo I de la Resolución contiene el denominado Código de Gobierno Societario. Sin embargo, el contenido de dicho anexo no constituye un verdadero código de referencia que permita la elaboración de los informes de Gobierno Societario. Sólo en algunos de los 28 puntos que lo integran contiene recomendaciones concretas. Esta falencia, sumada a su defectuosa redacción, hace que los informes que emiten las sociedades obligadas a confeccionarlos, sean vagos, de difícil comparación entre sí y poco aptos para cumplir la finalidad que persiguen que es la de brindar al mercado información relevante. Para obtener que el informe cumpla con el propósito deseado, es imprescindible que previamente se consensúe, con participación de todos los involucrados en el mercado de capitales, un Código de Gobierno Societario que tenga en cuenta las características de nuestro sistema legal societario, y la dimensión y particularidades de nuestro mercado de capitales y especialmente, de las emisoras. Hasta tanto eso no se logre, debería dejarse sin efecto la Resolución en cuestión.

### **I. Introducción<sup>1</sup>**

La doctrina del *Corporate Governance* o del Buen Gobierno de las Sociedades es una corriente que nació en la última década del siglo pasado.

<sup>1</sup> Esta ponencia reproduce parcialmente el trabajo presentado al *II Congreso Argentino de Mercado de Capitales* que se realizó en la Universidad del CEMA los días 8 al 10 de septiembre de 2010.

Tuvo su origen en los países del *Common Law* y su principal objetivo fue establecer un conjunto de normas uniformes, aplicables a las sociedades cotizadas, sustentado en códigos de conducta de adopción voluntaria.

Por medio de los principios contenidos en estos Códigos de Gobierno Corporativo se intentó disminuir uno de los principales problemas que enfrenta el accionariado disperso de las grandes corporaciones que consiste en la disociación entre propiedad y control que provoca importantes problemas de agencia, difíciles de resolver.

Los postulados de Gobierno Corporativo apuntan a limitar el poder de los funcionarios ejecutivos de las compañías, incrementar la función de supervisión y control que en los sistemas monistas cumple el Directorio, reforzar la importancia de la auditoría externa y aumentar los requerimientos de información que la sociedad brinda al mercado para tutela del accionista inversor.

La globalización de los mercados de capitales y el papel desempeñado por los "inversores institucionales" fue clave en el desarrollo y propagación de esta doctrina.

Como ya fue señalado, en sus inicios la aplicación de los principios del Corporate Governance se canalizó mediante códigos de adhesión voluntaria que contenían recomendaciones para las sociedades cotizadas, que podían ser receptadas o no, requiriéndose en este último caso que la sociedad explicase porque no adhería a la recomendación. El sistema descansa en buena medida en "el poder del mercado" para premiar a aquellas empresas que respetan los principios del buen gobierno corporativo y para castigar a aquellas que no lo hacen.

En la evolución del Corporate Governance, y fundamentalmente después de los fraudes corporativos ocurridos en los Estados Unidos de Norteamérica en los casos de Enron y Worldcom, así como en Europa con Parmalat, la mayoría de los países endurecieron las normas regulatorias de sus respectivos mercados de capitales por medio de leyes como la Sarbanes Oxley Act en los Estados Unidos de Norteamérica. Estas nuevas normas impusieron en forma obligatoria algunos de los principios que hasta ese entonces eran considerados como meras recomendaciones de los Códigos.

Lo cierto es que el esquema actual en materia de Corporate Governance en la mayoría de los países con mercados de capitales desarrollados y en muchos otros de menor evolución y volumen, se presenta, por un lado, con una serie de requerimientos obligatorios que se imponen a las cotizantes a través de leyes y regulaciones de los mercados y organismos de control; y por el

otro, coexisten códigos de cumplimiento voluntario que significan avanzar un paso más hacia la recepción por parte de las emisoras de aquellas prácticas que se consideran valiosas en materia de Corporate Governance.

## **II. El Decreto 677/2001**

El Decreto 677/2001 denominado “Régimen de transparencia de la oferta pública”, introdujo al ordenamiento positivo argentino gran parte de los principios del Buen Gobierno Corporativo.

El decreto, que ha sido criticado fundadamente respecto de su constitucionalidad, incorporó en su texto la normativa sobre transparencia que en gran parte ya se encontraba contenida en las normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV), y agregó institutos propios del Corporate Governance como el Comité de Auditoría o la regulación respecto de contratos con partes relacionadas. Asimismo, incluyó una más detallada regulación sobre uno de los aspectos centrales del Buen Gobierno como es el de la auditoría externa y precisó el alcance de los deberes de lealtad y diligencia de los administradores, para aproximarlos a la noción de la responsabilidad fiduciaria, más difundida en países del Common Law. También es importante señalar la regulación del decreto relativa al régimen de Oferta Pública de Adquisición que incorporó uno de sus más discutidos institutos, el de la OPA residual. Por último, el sometimiento de las emisoras e intervinientes en el mercado a la jurisdicción arbitral para la solución de los conflictos con los inversores y el ajuste de algunas cuestiones de funcionamiento propias del tipo S.A. con la incorporación del Régimen de las Emisoras como nuevo Capítulo VIII de la Ley de Bolsas y Mercados 17.811, representan las principales cuestiones contempladas en el Decreto 677/2001.

Creemos –como muchos otros–, que uno de los principales defectos del decreto es que no tuvo adecuadamente en cuenta las características propias de nuestro mercado de capitales, donde la problemática ronda en torno a la relación entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios más que entre funcionarios ejecutivos y accionistas.

Por otra parte, la norma también se apartó de nuestra tradición jurídica en materia societaria, al imponer al directorio, a través del Comité de Auditoría y los directores independientes una función de fiscalización que tradicionalmente se encontraba a cargo de la Sindicatura o el Consejo de Vigilancia.

Pero, sin perjuicio de cuestiones de la conveniencia de adaptar a nuestra realidad económica y jurídica los principios de Gobierno Corporativo, es innegable que deben estar presentes en las prácticas de nuestras empresas si queremos aspirar a tener un mercado de capitales competitivo.

### **III. La Resolución General CNV 516/07 y el Código de Gobierno Societario**

Con el fin de dar un paso adelante en la incorporación de los principios de buen gobierno corporativo contenidos en el Decreto 677/2001, la CNV dictó en el año 2007 su Resolución General CNV 516/07, en adelante RG 516/07, cuyo antecedente inmediato es la Resolución General 493/2006 que establecía la obligatoriedad para las sociedades que hacían oferta pública de sus acciones, de incluir en la Memoria de los Estados Contables de ejercicio, como anexo separado, un cuestionario denominado "Informe anual directores sociedades oferentes".

Esa resolución y el informe (cuestionario) que contenía, nunca llegaron a ponerse en práctica dado que la norma fue derogada por la RG 516/07 antes de que se produjera su entrada en vigencia.

La RG 516/07 reemplazó el informe anual de directores de sociedades oferentes de la Resolución 493 por el llamado "Informe sobre el código de gobierno societario" con vigencia a partir de los Estados Contables iniciados el 1º de enero de 2008. Este informe también está dirigido exclusivamente a las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones.

Según surge de sus considerandos, uno de los objetivos de la resolución es estimular la producción por los administradores de información específicamente vinculada con la gestión del Directorio, en beneficio de la masa de accionistas y del mercado en general. Así también señala que existe una tendencia universal hacia un incremento constante de la información producida por las sociedades abiertas, lo que ha encontrado una mayor justificación en los últimos años como consecuencia de notorios episodios que han puesto en tela de juicio la bondad de la gestión de algunos administradores.

La resolución destaca las bondades de la existencia de un Código de Gobierno Societario, por ser un atractivo para los potenciales inversores, y reducir el costo de financiamiento de las sociedades. La información requerida es calificada como relevante.

La resolución, en su artículo primero aprueba como contenidos mínimos del Código de Gobierno Societario a los veintiocho

temas a los que califica como recomendaciones, pero que en la mayoría de los casos no pueden ser tomadas como tales.

La norma impone al directorio de cada sociedad que informe si sigue y de qué modo las recomendaciones integrantes del Código de Gobierno Societario, o que explique las razones por las cuales no adopta –total o parcialmente– tales recomendaciones y si contempla incorporarlas en el futuro, siguiendo el sistema tradicional, aunque poco difundido en nuestro medio, de “cumpla o explique”.

El Anexo I de la Resolución contiene el denominado Código de Gobierno Societario. El anexo está dividido en seis títulos (ámbito de aplicación del código; del directorio en general; independencia de los directores; relación con los accionistas; relación con la comunidad y Comités) y contiene veintiocho ítems sobre los que deben expedirse los administradores de las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones.

Sin embargo, el contenido de dicho anexo no constituye un verdadero código de referencia, ni prácticas que se hubieran establecido como recomendables desde el punto de vista del gobierno corporativo, y adecuadas a la dimensión de nuestro mercado y características propias del ordenamiento jurídico que regula el funcionamiento de las emisoras y del mercado que permita la elaboración de los informes de Gobierno Societario<sup>2</sup>.

Estos ítems no representan recomendaciones, a pesar de lo que expresa el artículo primero de la resolución, y en la mayoría de los casos se superponen con cuestiones que ya eran exigidas a las emisoras por disposiciones legales o reglamentarias<sup>3</sup>, y en otros, la información requerida es irrelevante o de escasa utilidad. Poco es lo que agrega en materia de prácticas de buen gobierno la resolución.

#### **IV. Los informes**

El resultado de los informes presentados por las emisoras reflejan los defectos de que adolece la resolución.

Del análisis de los informes presentados surge que la gran mayoría de las emisoras se limita a cumplir con las normas legales obligatorias, y en los casos que las exceden, se debe a normas

<sup>2</sup> Ver Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas de España.

<sup>3</sup> Esta cuestión es exactamente contraria a la expresada en el Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas, el que señala que el código no reitera entre sus recomendaciones los preceptos legales aplicables.

regulatorias de determinadas industrias como la bancaria o por cotizar en otros mercados que tienen regulaciones más estrictas.

Los informes que han emitido las emisoras en cumplimiento de la obligación impuesta por la resolución en análisis, son vagos, de difícil comparación entre sí y poco aptos para cumplir la finalidad que persiguen que es la de brindar al mercado información relevante.

## V. Conclusiones

El Anexo I de la Resolución General 516/07 no constituye un Código de Gobierno Societario. El informe que establece la norma adolece de esa falla y a pesar de sus buenas intenciones no significa un avance de calidad en la adopción por las emisoras de los principios de gobierno corporativo en forma voluntaria.

No debemos olvidar que toda información adicional que deban elaborar y presentar las emisoras, tiene para ellas un costo que para que sea razonable debe tener como contrapartida un beneficio para el mercado en general y el inversor en particular.

El análisis de los informes presentados por las emisoras confirma la defectuosa técnica empleada en la resolución, ya que resultan difícilmente comparables y agregan pocos elementos útiles respecto del estado de cada emisora en relación a la adopción de las mejores prácticas para el gobierno de las sociedades.

En consecuencia, creemos que debería dejarse sin efecto la Resolución General 516/2007 y encararse un proceso de elaboración de un Código que sea adecuado a nuestra realidad jurídica y a la dimensión y características de nuestro mercado de capitales y sus emisoras con la participación activa de todos los involucrados en el mercado de capitales.

## Bibliografía

- Cabanellas de las Cuevas, Guillermo (Director). *Mercado de Capitales*, Editorial Heliasta, Buenos Aires, 2009.
- Malumián, Nicolás y Federico A. Barredo. *Oferta Pública de Valores Negociables*, Lexis Nexis, Buenos Aires, abril de 2007.
- Marsili, María Celia (Directora). *Mercado de Capitales. Régimen de las Emisoras*, Rubinzal Culzoni Editores, Santa Fe, 2003.
- Rodríguez Artigas, Fernando y otros (Directores). *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, Thomson-Aranzadi, Madrid, 2006.
- Velasco, Gaudencio Esteban (Coordinador). *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, Madrid, 1999.