

Evolución del Directorio en el Gobierno Corporativo Argentino

Evolution of the Board of Directors in Argentine Corporate Governance

Anahí Briozzo

Universidad Nacional del Sur - Departamento de Ciencias de la administración; IIESS (UNS-CONICET), Argentina

abriozzo@uns.edu.ar

 <https://orcid.org/0000-0002-7865-2821>

Diana Albanese

Universidad Nacional del Sur - Departamento de Ciencias de la Administración, Argentina

dalbanese@uns.edu.ar

 <https://orcid.org/0000-0002-9462-5356>

M. de los Ángeles López

Universidad Nacional del Sur - Departamento de Ciencias de la Administración, Argentina

angeles.lopez@uns.edu.ar

 <https://orcid.org/0000-0001-7113-5939>

Recepción: 04 Agosto 2023

Aprobación: 20 Diciembre 2023



Acceso abierto diamante

Resumen

El objetivo de este trabajo es estudiar la evolución de los requerimientos de divulgación de información sobre el directorio para las emisoras de acciones en el mercado de capitales argentino. se plantea una metodología de investigación cualitativa, empleando el análisis documental como técnica de recolección de datos. Se realiza un estudio comparativo de las responsabilidades y funciones del órgano de administración bajo diferentes normativas del Código de Gobierno Societario. La aplicación práctica de estos requisitos se analiza con un estudio de caso. Mediante análisis de contenido cualitativo se identifican nueve categorías relevantes: rol estratégico, rol de control, administración de riesgos, evaluación del directorio y organización formal, composición, selección y sucesión, capacitación, presidente del directorio y secretaría corporativa y remuneración.

Palabras clave: Gobernanza, Directorio, Cambios Normativos, Código de Gobierno Societario, Análisis de Contenido, Caso Argentino.

Abstract

The aim of this paper is to study the evolution of the disclosure requirements of information on the board of directors for issuers of shares in the Argentine capital market. The research methodology used is qualitative, using documentary analysis as a data collection technique. A comparative study is carried out on the responsibilities and functions of the administrative body under different regulations of the Corporate Governance Code. The practical application of these requirements is analyzed with a case study. Through qualitative content analysis, nine relevant categories are identified: strategic role, control role, risk management, performance evaluation and formal organization, composition, selection and succession, training, chairman of the board and corporate secretary and remuneration.

Keywords: Governance, Board of Directors, Regulatory Changes, Corporate Governance Code, Content Analysis, Argentinean Case.

Introducción

La adopción de mecanismos de gobernanza internos ha llevado a un mejor control de los riesgos inherentes a la toma de decisiones dentro de las empresas, incidiendo en su desempeño y valor de mercado (Sampaio Barbosa et al., 2021). Uno de los mecanismos internos de gobierno corporativo (GC) más importantes es el directorio, también llamado consejo de administración o junta directiva.

La estructura del órgano de administración más frecuente es el directorio de un solo nivel (one-tier board). Los directorios de dos niveles (two-tier board), conformados por un consejo de supervisión y uno administración, se emplean en la mitad de países que los de formato único. En algunos casos se permiten ambas estructuras (Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico, OCDE, 2021).

Los principios del G20/OCDE recomiendan que dentro del marco de GC se asegure que el directorio asuma la dirección estratégica de la empresa y la rendición de cuentas (accountability) frente a la compañía y sus accionistas (OCDE 2021). En la Argentina, el marco institucional que regula el funcionamiento del directorio se compone de leyes nacionales, normas del mercado de capitales y las resoluciones sobre código de gobierno societario emitidas por la Comisión Nacional de Valores (CNV).

El objetivo de este trabajo es estudiar la divulgación de información sobre el directorio de las emisoras del mercado de capitales argentino, y realizar un análisis comparativo de las responsabilidades y funciones del mismo en el Código de Gobierno Societario (CGS) bajo las normativas Res. CNV 797/19 y Res. CNV 606/12. Se emplea una metodología de investigación cualitativa utilizando el análisis documental como técnica de recolección de datos. El aporte del trabajo consiste en identificar los principales cambios, incorporaciones y eliminaciones respecto a las responsabilidades y funciones del directorio. La contribución del trabajo radica en reconocer las modificaciones primordiales, adiciones y supresiones en relación con las responsabilidades y funciones del directorio. A partir de la comparación de contenidos de ambas resoluciones, posteriormente se desarrolla un estudio de caso aplicado a la empresa Molinos Río de la Plata SA, emisora de acciones en el mercado de capitales argentino.

Si bien la literatura reconoce diversas funciones y responsabilidades del directorio, surgen como centrales el rol de control, el estratégico, y más recientemente, la supervisión de riesgos, como señala el sexto principio de GC de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE):

Además de dirigir la estrategia corporativa, el consejo es principalmente responsable de controlar los resultados de la dirección y ofrecer una rentabilidad adecuada a los accionistas, al tiempo que debe evitar conflictos de intereses y lograr un equilibrio entre las exigencias contrapuestas que afronta la empresa (...) Otra función importante es supervisar el sistema de gestión de riesgos y aquellos otros mecanismos que tienen por fin garantizar que la empresa cumple con la legislación aplicable (...) (OCDE 2023, p. 34, traducción propia).

El directorio se caracteriza por representar a su empresa en la definición de sus estrategias y la búsqueda de sus objetivos para maximizar los ingresos, actuando en roles de ratificación y seguimiento (Cunha y Martins, 2015). Las bases del rol estratégico del directorio provienen de la teoría de la agencia, teoría de los costos de transacción, teoría basada en los recursos, y stewardship theory (Stiles y Taylor, 1996).

Con respecto al rol de control, el análisis conceptual clásico se basa en la relación entre estructura de propiedad y gobierno corporativo, a través de la dicotomía de propiedad dispersa versus propiedad concentrada (Fama y Jensen, 1983; La Porta et al., 1999). En el primer caso, se genera un conflicto principal- agente derivado de la capacidad y habilidad limitadas para monitorear al administrador que tienen los múltiples pequeños inversores.

Al estudiar la estructura de propiedad de las empresas, la dispersión total del capital accionario es poco frecuente. Solo en el 1% de las empresas que hacen oferta pública de su capital los tres principales accionistas tienen menos del 10% del capital social de la empresa. En cambio, los tres mayores accionistas poseen más del 50 % del capital en la mitad de las empresas. En la Argentina, Rusia e Indonesia, más del 70% de las empresas tienen un solo accionista que posee más de la mitad del capital social (De la Cruz et al., 2019)[1].

Cuando existe concentración de la propiedad el potencial conflicto surge en la relación principal-principal, entre accionistas minoritarios y accionistas mayoritarios. Si bien se espera que estos últimos ejerzan un mayor control sobre la gerencia, también tienen incentivos para obtener beneficios expropiando riqueza de los inversores minoritarios, como puede ocurrir a través de transacciones abusivas con partes relacionadas (De la Cruz et al., 2019).

Entonces, surge como uno de los principales roles del directorio ejercer una función de monitoreo y control sobre la gerencia de la empresa. De esta forma, el directorio tiene la función de reducir los problemas de agencia entre inversores y gerentes, y entre accionistas controladores y los minoritarios (Silveira, 2002). Entre las características que generalmente se consideran deseables para cumplir con este rol se encuentran una alta participación de directores independientes, separación de las funciones del director general de la empresa y el presidente del directorio (o sea, evitar la dualidad del gerente general), y un número limitado de miembros (Correia, Amaral, y Louvet, 2014).

Los directores independientes pueden contribuir aportando objetividad en la evaluación de los resultados y desempeñar un papel importante cuando existen conflictos de interés (OCDE, 2023). El papel de los directores independientes en las sociedades con accionistas mayoritarios o controlantes puede considerarse diferente al de las sociedades de propiedad dispersa. Por ejemplo, en Italia, se impone un requisito más estricto para la mayoría de los directores independientes en los casos que involucran grupos de empresas integradas con estructuras piramidales que pueden contribuir a un control más concentrado (OCDE, 2021).

Además del cambio constante, existen diferentes riesgos que afectan a todas las organizaciones. La gestión de esos riesgos se ha reconocido como parte relevante de las buenas prácticas de GC. Las actividades vinculadas con la administración de riesgos implementadas por la junta directiva han sido consideradas como críticas y tienen un rol crucial en el desarrollo de un sistema de control interno adecuado.

La atmósfera de control que rodea a la entidad establece las pautas para su funcionamiento. Elementos como la integridad y los valores éticos, la dedicación de los empleados, la competencia y conocimientos del directorio, la estructura organizativa y las políticas de recursos humanos son manifestaciones del control circundante implementado en la organización (Pérez Hernández, 2022). Cabe mencionar que la responsabilidad primaria del análisis y gestión de riesgos es de la dirección o alta gerencia. La auditoría interna asesora a la dirección respecto al diseño y funcionamiento del control interno.

En función de lo anterior, actualmente se profundiza en el rol del directorio en la gestión de riesgos empresariales (enterprise risk management, ERM). ERM es un proceso, llevado a cabo por el directorio, la gerencia y otro personal, diseñado para identificar eventos potenciales que puedan afectar a la empresa, y gestionar el riesgo en el marco de su apetito de riesgo, para proporcionar una seguridad razonable con respecto al logro de los objetivos (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, COSO, 2013). En particular, se establece como principio que el directorio demuestre independencia de la gerencia y vigile el desarrollo y funcionamiento del control interno. De esta forma, el directorio debe establecer sus responsabilidades de supervisión, aplicar los conocimientos especializados que correspondan, operar independientemente y supervisar el funcionamiento del sistema de control interno (COSO, 2013). La gestión del riesgo debe integrarse también con las definiciones estratégicas de la empresa (COSO, 2017). Dentro de la administración de riesgos actualmente se ha desarrollado especialmente los aspectos de compliance y ética (COSO, 2020). Para apoyar estas funciones puede existir un comité de gestión de riesgos dentro del directorio (Bromiley et al., 2014).

Si bien los marcos normativos y características culturales y económicas varían ampliamente entre los distintos países, resulta interesante conocer las características principales de los marcos normativos sobre los órganos de administración. También se presentan a continuación estudios empíricos realizados sobre los directorios de empresas latinoamericanas.

- Tamaño: La amplia mayoría de los países imponen límites mínimos al tamaño del directorio, que generalmente oscila entre tres y cinco miembros. En algunos casos estos requisitos varían según la capitalización de las empresas y el tamaño de su base accionaria con derecho a voto (como en India, Chile o

Rusia, entre otros). En cambio, son poco frecuentes los límites máximos, oscilando la mayoría entre 15 y 21 miembros (OCDE, 2021).

- **Miembros independientes:** La gran mayoría de los países requieren o recomiendan un número o proporción mínima de directores independientes. La integración de al menos un 50% de directores independientes es el estándar voluntario más frecuente. Algunas jurisdicciones (por ejemplo Chile, Francia y los Estados Unidos) vinculan el requisito de independencia de la junta con la estructura de propiedad de la empresa, mientras que en otros casos, como India, Rusia y Corea, depende de la estructura del directorio y la capitalización de mercado (OCDE, 2021). Solo China y algunos países europeos (como Alemania, Austria y Francia) tienen requisitos para la representación de los empleados en el directorio. Brasil tiene una disposición única que exige al menos un representante de los trabajadores en la junta, aplicable solo a las empresas estatales.

- **Dualidad del CEO:** En aquellos países cuya normativa establece un sistema de directorio de un solo nivel, la separación de los cargos de Gerente General y Presidente puede reforzar la objetividad e independencia de la junta respecto a la dirección de la empresa. De esta forma se mejora también la rendición de cuentas. Se observa un incremento notable el número de países que requieren o alientan la separación del presidente de la junta y el director ejecutivo (de 36% en 2015 a 76% en 2021, de 50 jurisdicciones relevadas) (OCDE 2021).

- **Comités:** En el relevamiento de la OCDE (2021), casi todas las jurisdicciones (90%) requieren un comité de auditoría independiente. Los comités de nominación y remuneración son obligatorios en solo el 24 % y el 32 % de los casos, respectivamente. Sin embargo, otro 60 % adicional de jurisdicciones recomiendan que se establezcan estos comités y, frecuentemente, que estén integrados en su totalidad o en gran parte de directores independientes. En el caso de la independencia de los presidentes de los comités, nuevamente son los comités de auditoría donde los requisitos son más comunes (en el 62% de las jurisdicciones), mientras que es más frecuentemente una recomendación para los comités de nominación y remuneración. Por otro lado, un campo creciente ha sido la gestión de riesgos. Las disposiciones para que las empresas asigan una función de gestión de riesgos a los comités a nivel de directorio han crecido de del 62% de las jurisdicciones en 2015 al 90 % a fines de 2020 (OCDE 2021).

- **Nominaciones:** En casi todas las jurisdicciones, los accionistas pueden nominar miembros del directorio, y en algunos casos como Colombia, se han establecido requisitos de voto por mayoría. Algunos países establecen un requisito de participación accionaria mínima para que un accionista nomine un candidato. La mayoría de las jurisdicciones permiten la votación acumulativa para elegir a los miembros de la junta, pero solo unas pocas lo exigen (por ejemplo, China, Rusia y Arabia Saudita). Si bien el 48 % de las jurisdicciones permite el voto acumulativo y otro 6 % lo permite con algunos límites, no ha sido muy utilizado por empresas en jurisdicciones donde es opcional. Algunos países (como Brasil, Perú, Italia, España) han establecido disposiciones para facilitar la participación efectiva de los accionistas minoritarios en la selección de directorios. Al menos 28 jurisdicciones requieren o recomiendan que algunos de los candidatos pasen por un proceso de selección formal, como la aprobación por parte del comité de nominaciones. En la mayoría de los casos, dichos procesos de selección solo se recomiendan como buenas prácticas en los códigos de GC. El número de jurisdicciones que requieren la divulgación de información sobre las calificaciones de los candidatos ha aumentado del 41 % de las jurisdicciones en el año 2015 al 56 % a fines de 2020, mientras que otras 14 jurisdicciones (28 %) solo han establecido recomendaciones a nivel de código que fomentan dicha divulgación. La cantidad de jurisdicciones que requieren la divulgación de información sobre la relación del candidato con la empresa casi se ha duplicado de 15 (37 %) en 2015 a 28 (56 %) a fines de 2020 (OCDE, 2021).

- **Remuneración:** Además de las medidas para mejorar el gobierno corporativo a través de comités independientes a nivel de directorio, el 92% de las jurisdicciones han introducido criterios generales sobre la estructura de remuneración. La mayoría de los países también establecen algunas medidas más específicas en sus normas o códigos. Los mecanismos de incentivos a largo plazo son los más comunes, requeridos o recomendados en el 64% de las jurisdicciones, con horizontes temporales de dos a tres años y la posibilidad de incluir opciones sobre acciones o incentivos de capital. Casi todos los países tienen un requisito o

recomendación con respecto a la divulgación de la política de remuneración, por lo menos a nivel agregado (OCDE, 2021).

- Diversidad de género: Las tres quintas partes de las jurisdicciones han establecido requisitos para divulgar la composición de género de los directorios. Solo el 28 % de las jurisdicciones tienen tales requisitos de divulgación con respecto a la alta gerencia. Alrededor de una cuarta parte ha adoptado cuotas obligatorias para las empresas que bajo régimen de oferta pública que exigen que un cierto porcentaje de puestos en los directorios sean ocupados por mujeres, mientras que una proporción ligeramente mayor y creciente (30 %) confía en mecanismos más flexibles, como metas u objetivos voluntarios, y el 8 % introdujo una combinación de ambas cosas. Además, 12 jurisdicciones han establecido sanciones en caso de incumplimiento de las disposiciones obligatorias. En la práctica, las mujeres representan una proporción mucho mayor de los puestos de alta dirección que de los miembros del directorio. En 2019, en promedio, las mujeres representaban al menos un tercio de los puestos gerenciales en el 44 % de las jurisdicciones encuestadas, mientras que solo el 20 % de las jurisdicciones tenían mujeres en al menos un tercio de los directorios de empresas bajo régimen de oferta pública (OCDE, 2021).

Sobre las características mencionadas previamente se encuentran distintos estudios que analizan su relevancia empírica para Latinoamérica. Resulta relevante conocer los antecedentes para esta región, ya que se trata de economías emergentes caracterizadas por lagunas institucionales (Brenes et al., 2020), lo que resulta en un entorno con poca protección para los accionistas minoritarios (Brenes et al., 2019). La mayoría de los antecedentes plantean estudios cuantitativos sobre las características del directorio y su relación con el desempeño de la empresa, medido en términos contables (ROE, ROA) o de mercado (Q de Tobin). Como puede observarse en la Tabla 1, la evidencia respecto al tamaño del directorio muestra resultados divergentes. Con respecto a la dualidad del CEO, la evidencia es no significativa o de efecto negativo. En cambio, para la independencia y participación femenina los estudios muestran resultados positivos o no significativos.

Considerando en particular la cuestión de diversidad de género, los resultados no significativos pueden estar relacionados con la baja representatividad femenina (Marquez-Cárdenas et al, 2022) y la necesidad de generar masa crítica (Rosas Rodriguez et al., 2023). Gonzalez-Bustos (2022) indica que una composición equilibrada de género aporta habilidades únicas, recomendando que se incorporen cuotas de género para superar la participación únicamente simbólica de mujeres. Por ejemplo, en las sociedades chilenas se observa un incremento de los directorios con participación femenina, que pasa del 12% en el 2010 al 58% en el 2021, aunque gran parte de esta tendencia puede asociarse a un cambio normativo para el sector público introducido en el 2021 (Torres-Zapata y Borges-Quintanilla, 2022).

Valor Promedio	Resultados sobre Desempeño
Tamaño del Directorio	
MILA 9.87 miembros (Rivas <i>et al.</i> , 2021) México 17 miembros (Rosas Rodriguez <i>et al.</i> , 2023) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú 10 miembros (Pombo <i>et al.</i> , 2021) Brasil 9, Chile 8, México 13 (Arévalo-Alegria <i>et al.</i> , 2020)	Efecto no significativo (Santos <i>et al.</i> , 2018; Dutto <i>et al.</i> , 2020; Pombo <i>et al.</i> , 2021) Efecto positivo (Da Costa <i>et al.</i> , 2019; Arévalo-Alegria <i>et al.</i> , 2020)
Independencia	
México 48%, Chile 15% ² (Watkins-Fassler <i>et al.</i> , 2022) MILA 4% (Rivas <i>et al.</i> , 2021) Brasil 38%, Chile 31%, México 47% (Arévalo-Alegria <i>et al.</i> , 2020) México 41% (Rosas Rodriguez <i>et al.</i> , 2023) Colombia 57% (Lagos-Cortés y Rachid, 2021) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú 14% (Pombo <i>et al.</i> , 2021)	Efecto no significativo (para ROE y ROA en Lagos-Cortés y Rachid, 2021; Márquez-Cárdenas <i>et al.</i> (2022)) Efecto positivo (Santos <i>et al.</i> , 2018; Arévalo-Alegria <i>et al.</i> , 2020; para la Q de Tobin en Lagos-Cortés y Rachid, 2021; Pombo <i>et al.</i> , 2021)
Diversidad de género	
Argentina 7.5%, Brasil 8%, Chile 7%, Colombia 14.5%, México 5.8% (Marquez-Cárdenas <i>et al.</i> 2022) MILA 7% (Rivas <i>et al.</i> , 2021) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú 7% (Pombo <i>et al.</i> , 2021) Brasil 6%, Chile 7%, México 5% (Arévalo-Alegria <i>et al.</i> , 2020)	Efecto no significativo (Arévalo-Alegria <i>et al.</i> , 2020; Rosas Rodríguez <i>et al.</i> , 2023; Márquez-Cárdenas <i>et al.</i> , 2022). Efecto positivo (Arenas-Torres <i>et al.</i> , 2021; Pombo <i>et al.</i> , 2021)
Dualidad del CEO	
México 32% (Rosas Rodríguez <i>et al.</i> , 2023) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú 18% (Pombo <i>et al.</i> , 2021) Brasil 3%, Chile 0%, México 24% (Arévalo-Alegria <i>et al.</i> , 2020)	Efecto negativo (Santos <i>et al.</i> , 2018; Arévalo-Alegria <i>et al.</i> , 2020) No significativo (Da Costa <i>et al.</i> , 2019; Quintero <i>et al.</i> , 2019)

Tabla 1:
Evidencia Empírica sobre Características del Directorio en Empresas Latinoamericanas
Fuente: Elaboración propia.

Por otro lado, se encuentran una serie de estudios que analizan al directorio desde diferentes perspectivas. Federo y Parente (2023) proponen una tipología de diseños para los directorios brasileños, en función de los niveles de capacidad y disposición de las empresas para asumir los costos de las prácticas de buen GC. Freire, Carrera *et al.* (2020) encuentran que en Ecuador la experiencia de los directores independientes tiene relación positiva con la efectividad de los directores en comités. Asimismo, la dualidad del CEO interactúa con el rol de control del directorio, incidiendo en su propia evaluación de desempeño y afectando también al desempeño de los directores independientes (Freire, Soto *et al.*, 2020). La participación femenina no es relevante para el riesgo de la empresa en Perú (Tresierra *et al.*, 2022). Briano-Turrent *et al.* (2020) estudian empresas de Brasil y Chile, sus resultados señalan que el tamaño del directorio y la proporción de mujeres tienen un impacto positivo en la política de dividendos de la empresa, mientras que la dualidad del gerente general tiene un efecto negativo.

Por último, pueden identificarse una serie de trabajos que abordan el rol del directorio desde la perspectiva ambiental, social y de gobernanza (ASG). Husted y Sousa-Filho (2019) estudian empresas de Brasil, Chile, Colombia y México y encuentran que el tamaño del directorio y la participación de directores independientes tienen una relación positiva con la divulgación de información ASG. En cambio, la dualidad del CEO y la participación femenina tienen relación negativa. Briano-Turrent (2022) encuentra para empresas latinoamericanas que la participación femenina en el directorio tiene un efecto positivo sobre el funcionamiento ético de este órgano, sobre el índice de transparencia en conflictos de interés, la creación de códigos éticos y la adopción de una orientación hacia las partes interesadas. En Colombia, tamaño e independencia del directorio, y la presencia de comités de ética, gobierno y sostenibilidad implican mayor reporte de información sobre indicadores Global Reporting Initiative (GRI) (Wilches-

Segovia et al., 2020). Briano-Turrent et al. (2023) reportan para una muestra de empresas latinoamericanas que el nivel de independencia y participación femenina inciden positivamente en la transparencia del GC, mientras que el tamaño del directorio no es relevante.

En función del relevamiento de la literatura empírica para Latinoamérica, se observa la necesidad de profundizar en lo referente al rol de administración del riesgo del directorio, el funcionamiento de comités, el proceso de nominaciones y el sistema de remuneraciones.

En la Argentina, el marco normativo obligatorio sobre GC está compuesto por la Ley General de Sociedades 19550 (LGS), y para las empresas bajo régimen de oferta pública, la Ley de Mercado de Capitales 26831 (LMC), el Decreto 677/2001 (Régimen de transparencia de la oferta pública) y las Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV) 2013. Por otra parte, el marco voluntario de GC para empresas bajo régimen de oferta pública se desarrolla en el CGS, que fue primeramente incluido en la Res. CNV 516/07, luego Res. CNV. 606/12 y su última actualización la Res. CNV 797/19. El análisis comparativo de los contenidos de la dimensión directorio en las últimas dos normativas de CGS se presenta en la sección de resultados.

La LGS establece que la administración de la sociedad anónima está a cargo de un directorio compuesto de uno o más directores designados por la asamblea de accionistas o el consejo de vigilancia (si existe). Para las empresas bajo régimen de oferta pública, entre otras, se requiere un mínimo de tres directores (LGS Art. 255). Además, las emisoras de acciones se encuentran obligadas a constituir un comité de auditoría con funciones de supervisión (LMC Art. 109). Este comité está designado e integrado por miembros del directorio, que deben ser mayoritariamente independientes. En este sentido, el comité de auditoría generalmente se considera un subórgano del directorio.

Tamaño del directorio, permanencia y dualidad del CEO
Mínimo de tres integrantes para empresas bajo oferta pública (LGS, Art. 255). No existe límite máximo. Permanencia de los directores: Máximo tres años (LGS Art. 257) y cinco años si son elegidos por el consejo de vigilancia (LGS Art 280). Más allá de este plazo pueden permanecer en su cargo hasta ser reemplazados. La normativa no hace referencia a la dualidad del CEO.
Miembros Independientes
Mínimo dos integrantes independientes para constituir el Comité de Auditoría. Este comité es obligatorio para empresas emisoras de acciones bajo régimen de oferta pública (excepto pymes) y debe tener mínimo tres miembros con mayoría independiente (LMC Art. 109). Condiciones de independencia: no pertenecer al directorio de otras entidades del grupo económico, no trabajar en relación de dependencia o tener relaciones profesionales habituales con la emisora o su grupo económico, no poseer 5% o más de su capital accionario o de su controlante, no ser proveedor significativo, no tener vínculo familiar con personas que no cumplan con la condición de independencia, no ser directivo de una ONG que haya recibido fondos de la emisora, no ejercer como director más de diez años. La condición de independencia se comunica en la Autopista de información financiera ³ (Normas CNV 2013, Tít. II Cap. III. Sec. III. Art 11).
Nominación y Designación
La asamblea designa y remueve a los directores (LGS. Art 234). Los accionistas tienen derecho a elegir hasta un tercio de las vacantes a llenar en el directorio por el sistema de voto acumulativo (elección por acumulación de votos, LGS. Art. 263)
Remuneraciones
La remuneración agregada del directorio se informa en las notas a los EEFF (LMC Art. 60). A nivel individual se informa de manera privada a la CNV (Res. CNV 939/22 modificatoria de Normas CNV 2013). La remuneración de los directores la puede establecer el estatuto, o en su ausencia, la asamblea. Máximo de 25% de las ganancias, si se reparte el total como dividendos, y de 5% de las ganancias, si no hay dividendos (LGS Art 261). La memoria de los EEFF anuales debe incluir "Las modalidades de remuneración del directorio y la política de remuneración de los cuadros gerenciales de la sociedad, planes de opciones y cualquier otro sistema remuneratorio de los directores y gerentes por parte de la sociedad." (LMC Art. 60). La remuneración podrá incluir opciones de compra (LMC Art 75).

Tabla 2:

Requerimientos Obligatorios Relacionados con el Directorio

Fuente: Elaboración propia con base a LGS, LMC y Normas CNV 2013.

Por otro lado, las sociedades anónimas también cuentan con otro órgano (distinto del directorio) con funciones de supervisión, la comisión fiscalizadora (LGS Art. 284-298) y, en forma optativa, el consejo de vigilancia (LGS Art. 158). Sobre el primero, a fines de evitar la duplicación de órganos de fiscalización, la LMC prevé que las sociedades que hagan oferta pública y hayan constituido un comité de auditoría pueden prescindir de la comisión fiscalizadora (LMC Art. 79). Sin embargo, se observa que este órgano permanece en la mayoría de las emisoras (Aroz, 2020). Respecto al consejo de vigilancia, que forma parte del concepto de two-tier board, se constituye con tres a quince accionistas, teniendo entre sus funciones fiscalizar la gestión del directorio (LGS Art. 280 y 281). Su aplicación en la Argentina es muy infrecuente (Marchionna Faré, 2015). De esta forma, conviven dos sistemas de gobernanza: uno dualista (two-tier), con la figura de la comisión fiscalizadora, y otro monista (one-tier), donde el comité de auditoría reemplaza totalmente a esta figura.

La Tabla 2 sintetiza los requerimientos obligatorios relacionados con el directorio según la normativa argentina, para empresas bajo régimen de oferta pública. Comparando la normativa local con la internacional, se observa que existe un mínimo de integrantes similar al general (tres), sin límite máximo.

Empíricamente, se observa que el tamaño promedio del directorio es de 8,6 integrantes titulares, y de 13,4 si se consideran titulares más suplentes (CNV, 2019b). La composición mínima de directores independientes es de dos personas, que en un directorio con el mínimo legal de tres integrantes sería el 75%. En la práctica, la proporción de directores independientes en empresas argentinas listadas ronda el 34% (CNV, 2019b).

La duración máxima de los directores en su cargo es de tres años, pero a pesar de estos límites normativos, dado que existe una prórroga indefinida tácita, en la práctica se observa que la antigüedad promedio de los directores en sus puestos es de diez años (CNV, 2019b). Por otro lado, en la normativa no existen referencias a la dualidad del CEO. La información sobre remuneraciones es pública solo en forma agregada, pero no a nivel individual como en otros países. La administración de riesgos se menciona como función del Comité de Auditoría, el único comité obligatorio para emisoras de acciones.

Respecto a la diversidad de género, las Normas CNV 2013 establecen la obligación de informar composición del directorio y top management, pero no existen requerimientos mínimos de diversidad. La reforma del año 2021 de la Ley del Impuesto a las Ganancias (Ley 27630) establece para las deducciones en concepto de honorarios de los directores (Art. 91) un incremento del 40% cuando se trate de una mujer, y de 60 % en el caso de travestis, transexuales y transgénero. En el plano empírico, desde el año 2017 la CNV realiza informes anuales sobre la diversidad de género en el directorio de las empresas bajo su control. Si bien el formato y contenido de estos relevamientos no es completamente uniforme, permite realizar una caracterización general. La presencia de mujeres en los directorios muestra una aparente tendencia al alza, evidenciada por un aumento del 10.7% en 2013 al 14.2% en 2021. Asimismo, se observa un crecimiento en el número de empresas que cuentan con al menos un cargo directivo ocupado por una mujer. A pesar de estos avances, la participación de mujeres en roles de liderazgo, como presidenta y vicepresidenta, sigue siendo notablemente baja (CNV 2019c).

Método

Para cumplimentar el objetivo propuesto, este trabajo desarrolla un estudio cualitativo basado en el análisis documental, compuesto de dos etapas. En primera instancia se realiza una comparación de las dos normativas de CGS (Res. 606/12 y Res. 797/19), centrándose en la dimensión del directorio. Se emplea la técnica de análisis de contenido, identificándose nueve categorías de análisis: 1) rol estratégico, 2) rol de control, 3) administración de riesgos, 4) evaluación del directorio y organización formal, 5) composición, 6) selección y sucesión, 7) capacitación, 8) presidente del directorio y secretaría corporativa y 9) remuneración.

En segundo lugar, se presenta la aplicación práctica de este marco comparativo mediante un estudio de caso único. Se selecciona una empresa emisora de acciones en el mercado de valores argentino que pertenece al sector alimentos y bebidas. La empresa analizada es Molinos Río de la Plata (MOLI), la cual no es emisora de American Depository Receipts (ADR), lo cual implica que su esquema de presentación de información se enmarca únicamente bajo normas nacionales. Las fuentes de información empleadas son los reportes del CGS de la empresa bajo las diferentes normativas, y demás información presentada a la CNV como las nóminas de autoridades y los estados financieros (EEFF) anuales consolidados correspondientes a los mismos años que el CGS. Los CGS emitidos en los años 2018, 2019 y 2020 fueron analizados mediante el software de comparación online Draftable, que permite identificar las diferencias entre documentos. Para darle un marco al caso de estudio, en la Tabla 3 se presenta un resumen de los antecedentes de la empresa.

Emisora	MOLI
Actividad principal	Industrialización y comercialización de productos alimenticios.
Fecha registro sociedad	1931 (Registro público de comercio)
Activo total cierre anual EEFF 2020	35.727,7
Ventas EEFF anual 2020	46.074
Cierre EEFF anual	31/12
Tamaño directorio	6 titulares 1 suplente
Sistema de gobernanza	Dualista: Directorio - Comisión Fiscalizadora
Información analizada	Res. 606/12: CGS y EEFF 2018, Res 797/19: CGS y EEFF 2019 y 2020, nóminas de autoridades

Tabla 3:

Antecedente de la Empresa Analizada

Fuente: EEFF consolidados elaborados bajo NIIF, valores en millones de pesos argentinos expresados en poder adquisitivo homogéneo del 31/12/2020 (índice FACPCE).

Resultados

A fines de mostrar los cambios en las dos últimas versiones del CGS se presenta la Tabla 4, donde pueden observarse dos modificaciones fundamentales: el formato del código y su principio regente. En primer lugar, el CGS anterior se regía por el principio de cumplir o explicar, donde las emisoras pueden cumplir con las recomendaciones del código, o, caso contrario, explicar por qué no lo hacen. El CGS actual cambia por el principio de aplicar o explicar, donde las empresas pueden aplicar las políticas sugeridas o, en su defecto, explicar por qué no lo han hecho. En segundo lugar, cambia el formato de presentación, de una grilla de autoevaluación a un documento de tipo narrativo sin explicitación del grado de cumplimiento de las recomendaciones.

La Res. CNV 797/19 emplea el término “directorio” como la Res. CNV 507/06, abandonando el término “órgano de administración” (OA) de la Res. CNV 606/12. Los contenidos vinculados al directorio han desempeñado un papel destacado en todas las regulaciones. La normativa actual lo desarrolla en cuatro temas (A, B, C, D), once principios y 16 prácticas. El CGS anterior (Res. CNV 606/12) le dedicaba dos principios (II y VII), con ocho recomendaciones generales y 52 particulares. Por fuera de estos títulos específicos, en la norma más reciente la responsabilidad del directorio en la administración de riesgos se menciona en el título E sobre ambiente de control, específicamente en la práctica 17.

Aspecto	Res. 797/19	Res. 606/12
Enfoque	Aplicar o explicar	Cumplir o explicar
Formato	Reporte donde la emisora explica sus prácticas. No se requiere autoevaluación del cumplimiento.	Grilla donde la emisora autocalifica su nivel de cumplimiento (cumplimiento total o parcial, no cumple)
Estructura general	Dimensiones: 7 Principios: 22 Prácticas: 29	Principios: 9 Recomendaciones generales: 25 Recomendaciones desagregadas: 75
Directorio	Títulos: A-Función del Directorio (5 principios, 5 prácticas) B- La Presidencia en el Directorio y la Secretaría Corporativa (3 principios, 5 prácticas) C-Composición, Nominación y Sucesión del Directorio (2 principios, 4 prácticas) D- Remuneración (1 principio, 2 prácticas)	Títulos: 2- Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la emisora (7 recomendaciones generales y 35 desagregadas). 7-Remunerar de forma justa y responsable (1 recomendación general y 16 desagregadas).
Vigencia	A partir de EEFF cerrados el 31/12/2019	EEFF cerrados a partir de 31/12/2012 al 30/12/2019

Tabla 4:

Aspectos Comparativos Generales de los CGS según Res. CNV 797/19 y Res. CNV 606/12

Fuente: Elaboración propia.

A continuación, se presenta el desarrollo del análisis de contenido comparativo entre las Res. CNV 797/19 y Res. CNV 606/12 sobre el CGS. En la categoría de rol estratégico, se incorporan en el CGS 2019 términos vinculados con la administración como misión, visión, cultura y valores, cuya determinación es responsabilidad del directorio. En las cuestiones a considerar en la estrategia de la empresa se suman factores ambientales, además de los de gobernanza y responsabilidad social empresaria (RSE). Por otro lado, la responsabilidad del directorio frente a la política de GC se plantea de forma más flexible. En el CGS previo, se alude a la aprobación por parte del directorio y su inclusión en el estatuto social. En el CGS actual, los términos usados respecto al rol del directorio en el GC son liderar y controlar, sin mención al estatuto social.

Con respecto al rol de control, se incorporan las cuestiones no financieras como indicadores clave de desempeño, además de los financieros. La evaluación del gerente general surge como central en el CGS más reciente.

En la administración de riesgos se actualizan los conceptos para reflejar las tendencias actuales como la determinación del apetito al riesgo y el sistema integral de gestión de riesgos (modelos COSO), y se especifica la responsabilidad del directorio en este aspecto. Ambos CGS mantienen el comité de riesgos como opcional. Mientras que en el CGS anterior se mencionaba la elevación a la asamblea de los resultados del proceso de evaluación del desempeño del directorio, el nuevo CGS profundiza en los detalles del proceso de evaluación más que en la difusión de resultados, y se especifica además la responsabilidad del presidente del directorio en este tema. El directorio y la gerencia general son responsables del control interno, además del comité de auditoría.

En la categoría de evaluación del directorio y organización formal, en la nueva norma se explicita la responsabilidad del presidente en la evaluación anual. Se explican además los beneficios de la autoevaluación y se dan ejemplos de cómo realizarla, pero no se nombra en la versión actual la presentación de resultados a la asamblea, haciendo más hincapié en el proceso que en el resultado. Se menciona que, si bien los accionistas pueden expresar su opinión sobre los directores mediante los procesos de elección y remoción de los mismos, estos mecanismos no ofrecen oportunidad de mejora. Con respecto al rol del

director en múltiples sociedades, mientras que el CGS anterior tenía un enfoque más formal respecto a establecer límites de participación, en el nuevo GCS se menciona el compromiso de los directores de dedicar tiempo a sus funciones. Ambas normativas hacen mención al reglamento de funcionamiento del directorio, y en la versión más reciente se aumenta la visibilidad del mismo mencionando su divulgación en la página web de la empresa. En cambio, mientras la norma previa mencionaba la publicación de los CV de los directores y sus períodos de designación en la página web, esto no se retoma en la nueva norma.

Sobre la composición del directorio, se observa que el CGS anterior alude a la relación del número de miembros independientes con la estructura de capital, mientras que la versión actual menciona buscar un balance en el proceso de toma de decisiones. Se incorpora además el requerimiento de dos directores independientes (práctica 11), lo cual resulta redundante ya que la LMC establece que el comité de auditoría, que es obligatorio, deberá contar con un mínimo de dos integrantes independientes. En el CGS anterior la recomendación de independencia era relativa (20% del total). Siguiendo las tendencias y recomendaciones actuales (OCDE, 2021), el nuevo CGS menciona la promoción de la diversidad de género en el directorio.

En la categoría de selección y sucesión, el comité de nominaciones (denominado de nombramientos en la versión anterior de la norma) continúa siendo opcional. Se mantiene la preocupación por diseñar planes de sucesión para los miembros del directorio, y la nueva norma focaliza esto especialmente en el gerente general.

La responsabilidad sobre los planes de capacitación de los integrantes del directorio se explicita en la nueva norma, siendo nombrado ahora como responsable el presidente del directorio y no la emisora como ente general. Se elimina en el 2019 la referencia a la capacitación de los gerentes de primera línea. Además, se dejan de mencionar un conjunto de temas específicos sobre los que se debe capacitar. No se requiere en el nuevo CGS el detalle de los programas de formación implementados durante el año ni evaluar su grado de cumplimiento, ni tampoco identificar otros métodos empleados por la organización para motivar a sus miembros a mantenerse en constante proceso de capacitación. Se introduce en el 2019 la orientación a nuevos integrantes del directorio.

Un cambio notorio ocurre en la categoría de presidente del directorio. En el CGS 2012 el mismo es nombrado solo dos veces: recomendación II. 5.2.5 (dualidad del gerente general) y recomendación IV.2 (la función de auditoría interna reporta al presidente del directorio). En cambio, el CGS 2019 desarrolla ampliamente esta figura, dedicándole una sección con tres principios y cinco prácticas. Otra variación importante es una posición diferente frente a la dualidad del gerente general. Mientras que la norma anterior recomendaba informar si había alguna política para evitar esta situación, el nuevo CGS describe ventajas y desventajas de la dualidad, sin adoptar una postura específica ni considerar el sistema de gobernanza de la empresa. Asimismo, la figura de secretaría corporativa es un aporte completamente nuevo del CGS 2019, con funciones administrativas y organizativas de apoyo al presidente del directorio, así como un rol de comunicación con la gerencia y los accionistas.

Por último, en la categoría remuneraciones, la conformación de un comité sobre este tema continúa siendo optativo, y el CGS 2019 no menciona la recomendación de que su presidente sea independiente. Como novedad, se menciona la responsabilidad del directorio de garantizar la equidad de género en las remuneraciones. Un cambio interesante se evidencia en el diseño de las remuneraciones. En el CGS 2012 se describe un diseño con una parte fija y parte variable según la rentabilidad. Sin embargo, en el CGS 2019 se aclara que la evaluación del directorio no debería ser utilizada para determinar la remuneración individual de los directores, dado que podría conllevar a generar un conflicto de interés entre ellos al momento de evaluarse.

Análisis

A fines de ilustrar la aplicación de estas prácticas, a continuación, se presenta el análisis comparativo de la información presentada bajo ambas normativas por Molinos Río de la Plata SA. En primer lugar, el rol de mayor preponderancia en la norma es el estratégico, observándose en el CGS 2019/2020 una

profundización de la descripción de los principios y valores de la empresa. En ambas versiones del CGS se menciona que el directorio aprueba el plan de negocios. Los factores ASG se mencionan en ambos códigos solo a través del reporte de sustentabilidad. No se describen en el nuevo CGS las políticas de RSE que aparecían en el reporte anterior. En el CGS anterior se informaba que el directorio no aprobó políticas relacionadas con el GC, lo cual no se menciona en el CGS más reciente.

En cuanto al rol de control no se detallan en ninguna de las versiones los indicadores empleados en la evaluación de desempeño. En ambos CGS se describe información similar sobre la evaluación de desempeño de la gerencia de primera línea, si bien en la versión 2019/2020 se omite el detalle de que además del gerente general participa el gerente de recursos humanos (RRHH). También se incorpora una mención a la evaluación que hace el directorio del gerente general.

Respecto a la categoría de administración de riesgos, hay un cambio de denominación de dirección a gerencia de auditoría interna, sin especificar si solo es un cambio de palabras o de estructura organizativa. Hay una gran innovación, ya que en el CGS 2019/2020 se informa que la política de riesgo es aprobada por el directorio, proceso que no ocurría en el CGS anterior. También se incorpora la mención de que la gerencia de auditoría interna reporta no solo al presidente del directorio sino también al comité de auditoría. No se menciona la definición del apetito al riesgo. Se señala la existencia de un comité de riesgos en ambas versiones del CGS, pero no se aclara si es interno o externo al directorio.

En la categoría de evaluación del directorio y organización formal, no se explicita la existencia de procesos de evaluación del directorio, solo se menciona la participación activa de sus integrantes en el CGS más reciente. Se informa que no existe un reglamento de funcionamiento del directorio, y en el CGS 2019/2020 se agrega que se está considerando su implementación. Respecto a la participación de miembros del directorio en órganos de administración de otras sociedades, la única restricción es que no sean competidoras. La disponibilidad de información ha aumentado en el 2019/2020, aunque no se incorpora información puntual sobre los miembros del directorio (CV y periodo de designación).

Sobre la categoría composición del directorio, en todo el periodo analizado se informa que la junta directiva está formada por seis miembros titulares de los cuales tres son independientes. Se elimina en el 2019/2020 la información sobre la dispersión accionaria. La diversidad de género en el directorio no se menciona en ninguno de los CGS. Al analizar la información publicada en la CNV (nómina de autoridades) sobre la conformación del directorio de la empresa, se observa que en el 2018 los seis directores titulares eran hombres, y desde el 2019 son cinco hombres y una mujer los titulares. En relación a los antecedentes para la región latinoamericana (Tabla 1), el tamaño del directorio es inferior al promedio, mientras que la participación femenina relativa y el nivel de independencia es superior.

En el apartado de selección y sucesión, se observa que en el periodo estudiado la sociedad no cuenta con un comité de nombramientos o nominaciones. En el CGS anterior se menciona que los gerentes de primera línea son designados conjuntamente por el gerente general y el gerente de RRHH, pero esto se omite en la versión actual del CGS. No se menciona plan de sucesión ni para los miembros del directorio ni para el gerente general, solo se detallan las políticas para los gerentes de primera línea, en ambos CGS.

Respecto a la categoría de capacitación, si bien se detallan algunos programas se aclara que no existe una política formal al respecto. La única diferencia sustancial entre el CGS 2019 y 2020, es que en la versión más reciente se incorpora la mención a un programa de inclusión y diversidad con talleres obligatorios para todos los empleados. En el CGS 2019/2020 se indica que la secretaría corporativa se encarga de coordinar el proceso de orientación e inducción de los nuevos integrantes del directorio.

En la categoría de presidencia del directorio y secretaría corporativa, no existe en los CGS estudiados mención alguna a la dualidad del gerente general. Se señala en el CGS 2019/2020 que el presidente del directorio es asistido por la secretaría corporativa. Esta función es desempeñada por la directora de asuntos legales de la empresa.

Finalmente, en la categoría remuneración ambos CGS indican que no existe comité de remuneraciones, aunque se describen ciertas políticas. No se menciona la equidad de género en la política de remuneraciones.

Discusión

Legalmente en la Argentina el tamaño mínimo del directorio para sociedades bajo régimen de oferta pública de acciones es de tres integrantes, con un comité obligatorio de auditoría de tres miembros. A fines de integrar el mismo, se requieren como mínimo dos directores independientes. De esta forma, en la Res. CNV 797/19 la recomendación de dos integrantes independientes resulta redundante con el mínimo legal para las emisoras de acciones, sin establecer una relación con la estructura de capital como sí ocurría en la Res. CNV 606/12. En el caso analizado el directorio está compuesto por seis integrantes titulares, un número inferior al promedio reportado para Latinoamérica (Arévalo-Alegria et al., 2020; Rivas et al., 2021; Pombo et al., 2021; Rosas Rodriguez et al., 2023). El 50% de los miembros es independiente, por encima del promedio observado en sociedades argentinas de un tercio (CNV, 2019b) y cercano a los valores máximos reportados para Latinoamérica (Arévalo-Alegria et al., 2020; Lagos-Cortés y Rachid, 2021; Watkins-Fassler et al., 2022; Rosas Rodriguez et al., 2023). También es similar al valor del estándar voluntario promedio de la mayoría de los países reportado por OCDE (2021). No se informa en el CGS la duración de cada director en su cargo, si bien es información que podría inferirse para cada empresa a partir de la nómina de autoridades informada a la CNV.

Llama la atención la ausencia de información en el CGS sobre diversidad de género del directorio, información que obligatoriamente las sociedades publican al remitir a la CNV la nómina de integrantes de la junta directiva. En el caso bajo estudio se encuentra una mujer como integrante titular, representado un porcentaje de 16%, similar al 14% reportado en promedio por la CNV (2019c) para sociedades cotizantes y por encima de los promedios reportados para Latinoamérica (Arévalo-Alegria et al., 2020; Pombo et al., 2021; Rivas et al., 2021; Marquez-Cárdenas et al., 2022).

Si bien la recomendación de la OCDE en los sistemas monistas es considerar la separación de las figuras presidente del directorio y el gerente general, la Res. CNV 797/19 del CGS no relaciona este requerimiento con la estructura de GC de la empresa, (si es de tipo monista o dualista, con la existencia de la comisión fiscalizadora). Tampoco se requiere informar en el CGS actual sobre la dualidad del gerente general, ni sobre la estructura de capital de la empresa. En el caso estudiado no se publica información sobre este tema.

En el nuevo CGS se profundiza el rol estratégico del directorio, cuestión que es reflejada también en el caso de estudio en la definición más detallada de la misión y visión de la empresa. En el rol de control el nuevo CGS se hace hincapié en la evaluación del directorio y del gerente general, si bien en el caso de estudio no se encuentra información detallada al respecto. La dimensión de supervisión de riesgos también refleja una actualización en el CGS siguiendo el modelo COSO (2013), encontrándose en el caso de estudio mejoras tanto a nivel de políticas como de organización formal. La categoría de selección y sucesión mantiene la recomendación del comité de nominaciones optativo, y se incorpora específicamente la planificación de la sucesión del gerente general. Sin embargo, estas recomendaciones no son aplicadas por la empresa estudiada. En este punto la normativa actual no hace mención a las calificaciones de los candidatos, como sí ocurre en otros países (OCDE, 2021). Con respecto a las remuneraciones, se mantiene el comité optativo, observándose que el nuevo CGS elimina la mención a la participación de directores independientes, aun siendo éste un criterio mayoritariamente adoptado en otras jurisdicciones (OCDE, 2021). En línea con las tendencias recientes (OCDE, 2021) el nuevo CGS incorpora la temática de equidad de género. En el caso bajo estudio la información presentada bajo la nueva normativa no incorpora estas innovaciones sobre remuneraciones. La remuneración agregada del directorio solo se publica en las notas a los estados financieros.

Conclusión

En términos generales, se observa que el nuevo CGS ha actualizado las temáticas del GC más dinámicas (rol estratégico, administración de riesgos, diversidad de género) y brinda indicaciones más claras sobre los contenidos esperados en cada práctica, cumpliendo así un rol educativo para empresas e inversores. Sin

embargo, se mantiene la falta de precisión en la descripción de ciertos aspectos (como la proporción de mujeres en el directorio y la duración de los directores en sus cargos), a pesar de ser datos requeridos en forma obligatoria por la CNV en otros documentos. Al contrastar la evolución de la información presentada para el caso de estudio elegido se observan algunos cambios positivos, pero principalmente se ha reciclado la mayor parte de la información presentada bajo el anterior formato. Resultan limitaciones de este trabajo que el análisis normativo se desarrolla solo para la dimensión directorio, y que la aplicación organizacional se realiza bajo un caso de estudio único.

Como líneas de investigación futuras se plantean diversos caminos. Primero, ampliar el análisis temporal incluyendo otras dimensiones del CGS, como ambiente de control y rol de las partes interesadas. Segundo, es posible comparar la información divulgada sobre el directorio en otros documentos de presentación obligatoria como la memoria de los estados financieros y los prospectos de emisión, así como en los reportes voluntarios (por ejemplo, reporte integrado). Asimismo, el análisis cualitativo puede complementarse con estudios cuantitativos construyendo un índice de divulgación de información sobre el directorio. Por último, ante la nueva versión de los principios de GC de la OCDE (2023) se abre la oportunidad de repensar el CGS considerando no solo las distintas tendencias, sino también la utilidad de la presentación de información concreta y centralizada sobre CG para todas las partes interesadas.

Referencias

- Aroz, M. S. (2020). El Reemplazo de la Comisión Fiscalizadora por el Comité de Auditoría en las Sociedades Anónimas Abiertas. [Tesis de Maestría de Derecho Empresario. Universidad de San Andrés]. <https://repositorio.udesa.edu.ar/jspui/bitstream/10908/18367/1/%5BP%5D%5BW%5D%20M.%20Der.%20Aroz%2C%20Mar%C3%ADa%20Soledad.pdf>
- Arenas-Torres, F. E., Bustamante-Ubilla, M. A., y Campos-Troncoso, R. M. (2021). La Incidencia de la Diversidad del Directorio en la Adopción de Prácticas de Gobierno Corporativo. *Información Tecnológica*, 32(5), 181-190. <http://dx.doi.org/10.4067/S0718-07642021000500181>
- Arévalo-Alegría, M., Acuña-Duarte, A. A., y King-Domínguez, A. (2020). Composición del Consejo de Administración y Desempeño Financiero en Mercados Emergentes de América Latina: Evidencia para Brasil, Chile y México. *Estudios Gerenciales*, 36(156), 272-287. <https://doi.org/10.18046/j.estger.2020.156.3739>
- Brenes, E. R., Ciravegna, L., y Acuña, J. (2020). Differentiation Strategies in Agribusiness—A Configurational Approach. *Journal of Business Research*, 119, 522-539. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.07.048>
- Brenes, E. R., Ciravegna, L., y Pichardo, C. A. (2019). Managing Institutional Voids: A Configurational Approach to Understanding High Performance Antecedents. *Journal of Business Research*, 105, 345-358. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.03.022>
- Briano-Turrent, G. D. C., Fassler, K. W., y Puente-Esparza, M. L. (2020). The Effect of the Board Composition on Dividends: The Case of Brazilian and Chilean Family Firms. *European Journal of Family Business*, 10(2), 43-60. <https://doi.org/10.24310/ejfbejfb.v10i2.10177>
- Briano-Turrent, G. D. C. (2022). Female Representation on Boards and Corporate Ethical Behavior in Latin American Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 30(1), 80-95. <https://doi.org/10.1111/corg.12416>
- Briano-Turrent, G. D., Poletti-Hughes, J., y Williams, J. (2023). Transparency on Corporate Governance and Board of Directors' Strategies. *Mexican Journal of Economics & Finance/Revista Mexicana de Economía y Finanzas*, 18(2), 1-22. <https://doi.org/10.21919/remef.v18.2.684>
- Bromiley, P., McShane, M., Nair, A., y Rustambekov, E. (2015). Enterprise Risk Management: Review, Critique, and Research Directions. *Long Range Planning*, 48(4), 265-276. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2014.07.005>
- Comisión Nacional de Valores. (2012). Resolución General 606/2012. Modificación Normas CNV (N.T. 2001). Código de Gobierno Societario. 23 de mayo de 2012. <https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/195000-199999/198057/norma.htm>
- Comisión Nacional de Valores. (2013). Normas Comisión Nacional de Valores 2013. Aprobadas por Ley 26.831 y Decreto Reglamentario 1023/2013. 5 de septiembre de 2013. <https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/215000-219999/219405/texact.htm>
- Comisión Nacional de Valores. (2019a). Resolución General 797/2019. Normas (N.T. 2013 y mod.). Modificación. Código de Gobierno Societario. 19 de junio de 2019. <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/209844/20190619>
- Comisión Nacional de Valores (2019b). Propuesta para la Formulación de una Nueva Definición de Director Independiente. https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_director_independiente_2.pdf

- Comisión Nacional de Valores (2019c). Informe de Género en los Directorios de las Empresas en la Oferta Pública 2019. https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/informe_de_genero_en_los_directorios_de_empresas_en_la_op_final_2019.pdf
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2013). COSO Internal Control – Integrated Framework. Executive Summary. <https://www.coso.org/Shared%20Documents/Framework-Executive-Summary.pdf>
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2017). Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance. Executive Summary. <https://www.coso.org/Shared%20Documents/2017-COSO-ERM-Integrating-with-Strategy-and-Performance-Executive-Summary.pdf>
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2020). Compliance Risk Management: Applying the COSO ERM Framework. <https://www.coso.org/Shared%20Documents/Compliance-Risk-Management-Applying-the-COSO-ERM-Framework.pdf>
- Correia, L. F., Amaral, H. F., y Louvet, P. (2014). Determinantes da Eficiência de Conselhos de Administração de Empresas Negociadas na BM&FBovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 8(21), 46-57. <https://doi.org/10.11606/rco.v8i21.63219>
- Cunha, A. S. L., y Martins, O. S. (2015). Valor e Práticas de Governança Corporativa das Empresas Listadas na BMFBovespa. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 5(3), 26-41. <http://dx.doi.org/10.18028/2238-5320/rxfc.v5n3p26-41>
- da Costa, Y. C. L., y Martins, O. S. (2019). CEO Duality and Corporate Performance: Evidence in the Brazilian Capital Market. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 12(3), 403-417. <https://doi.org/10.5902/1983465919515>
- De La Cruz, A., Medina A., y Tang Y. (2019). Owners of the World's Listed Companies. *OECD Capital Market Series*. <https://www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm>
- Dutto, M. L., Carlevaro, E., y Jullier, J. (2020). La Independencia del Directorio y su Impacto en el Desempeño: Evidencia en el Sector Bancario Argentino. *Escritos Contables y de Administración*, 11(2), 10-39. <https://doi.org/10.52292/j.eca.2020.1954>
- Fama, E. F., y Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. <https://www.jstor.org/stable/725104>
- Federo, R., y Parente, T. C. (2023). Understanding Board Designs in Latin American Firms: Insights from Brazil. *Journal of Business Research*, 166, 114102. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2023.114102>.
- Freire, C. E., Carrera, F., Reyes, A., y Auquilla, P. (2020). Análisis de la Experiencia de Directores Independientes y su Relación con Efectividad de Directores en Comités. *Revista Espacios*, 41(15). <https://www.revistaespacios.com/a20v41n15/20411528.html>
- Freire, C. E., Soto, T. A., Mendieta, D. N., y Calle, V. H. (2020). Dualidad Director Ejecutivo-Presidente del Directorio, y Diferencias en el Rol de Control del Directorio. *Información tecnológica*, 31(2), 221-228. <http://dx.doi.org/10.4067/S0718-07642020000200221>
- Gonzales-Bustos, J. P. (2022). La Equidad de Género en el Consejo de Administración de las Sociedades Cotizadas ¿Autorregulación o Intervencionismo Administrativo?..us et Praxis, 28(3), 85-110. <http://dx.doi.org/10.4067/S0718-00122022000300085>
- Husted, B. W., y de Sousa-Filho, J. M. (2019). Board Structure and Environmental, Social, and Governance Disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*, 102, 220-227. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.017>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., y Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. <https://www.jstor.org/stable/2697717>

- Lagos-Cortés, D., y Rachid, R. R. (2021). Independencia de la Junta Directiva y Desempeño Financiero: Evidencia de Empresas Colombianas. *Revista Finanzas y Política Económica*, 13(1), 171-196. <https://doi.org/10.14718/revfinanzpolitecon.v13.n1.2021.8>
- Ley 19.550. Ley General de Sociedades. Modif. Ley 26994/27077. Boletín Oficial de la Nación Argentina, Buenos Aires, Argentina, 8 de octubre de 2014. <https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/25000-29999/25553/texact.htm>
- Ley 26.831. Mercado de Capitales. Boletín Oficial de la Nación Argentina, Buenos Aires, Argentina, 27 de diciembre de 2012. <https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/205000-209999/206592/texact.htm>
- Marchionna Faré, A. (25 de marzo, 2015). El Consejo de Vigilancia como Instancia de Representación de los Accionistas. Cátedra PWC de Gobierno de las Organizaciones. <http://catedrapwciae.com.ar/el-consejo-de-vigilancia-como-instanciade-representacion-de-los-accionistas-comun-en-europa-bastante-infrecuente-en-la-argentina/>
- Marquez-Cárdenas, V., González-Ruiz, J. D., y Duque-Grisales, E. (2022). Board Gender Diversity and Firm Performance: Evidence from Latin America. *Journal of Sustainable Finance y Investment*, 12(3), 785-808. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.2017256>
- OCDE (2023). G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023. <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>
- OCDE (2021). OECD Corporate Governance Factbook 2021. <https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>
- Pérez Hernández, F.A. (4 de julio de 2022). Identificación de Riesgos Estratégicos Significativos y Evaluación del Control Circundante. Auditool. <https://www.auditool.org/blog/auditoria-externa/identificacion-de-riesgos-estrategicos-significativos-y-evaluacion-del-control-circundante>
- Pombo, C., Pinto-Gutiérrez, C., y Villamil-Díaz, J. (2022). Board Capital Diversity as a Governance Mechanism: Evidence from Latin America. *Latin American Business Review*, 23(2), 93-126. <https://doi.org/10.1080/10978526.2021.1911662>
- Quintero, C. E. F., Tobar, T. A. S., y Gonzabay, D. N. M. (2019). Desempeño Financiero en las Organizaciones: Análisis desde la Gerencia General Chairman. *Revista Venezolana de Gerencia*, 24(87), 890-903. <https://doi.org/10.37960/revista.v24i87.24643>
- Rivas, L. A., Domínguez, A. K., Dionicio, V. M., y Romero, R. R. (2021). Influencia del Directorio en el Desempeño del Mercado Integrado Latinoamericano. *Revista Finanzas y Política Económica*, 13(1), 225-251. <https://doi.org/10.14718/revfinanzpolitecon.v13.n1.2021.10>
- Rivas-Tovar L. A. (2023). Normas APA 7^a Edición: Estructura, Citas y Referencias. Instituto Politécnico Nacional. https://www.researchgate.net/publication/357046089_NORMAS_APACHE_7_EDICION_ESTRUCTURA_CITAS_Y_REFERENCIAS
- Rosas Rodríguez, B., Demmler, M., y Razo-Zamora, L. A. (2023). Diversidad de Género y Desempeño Financiero en Empresas Bursátiles Mexicanas. *RETOS. Revista de Ciencias de la Administración y Economía*, 13(25), 161-178. <https://doi.org/10.17163/ret.n25.2023.10>
- Sampaio Barbosa, F. L., de Oliveira Cabral, J. E., Bernardes do Nascimento, J. C., y de Almeida Bizarria, F. P. (2021). Corporate Governance, Dynamic Capabilities and Business Performance in Companies Listed in Brasil, Bolsa, Balcão S/A. *Brazilian Journal of Management/Revista de Administração da UFSM*, 14(1). <https://doi.org/10.5902/1983465942441>
- Santos, R. C. dos, Orso, L. É., Lizote, S. A., y Marcon, R. (2018). Board of Directors: The Perspective of Independents in the Performance of Private Organizations? Evidences in Brazil. *Revista de Administração Mackenzie*, 19(4). <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF180003>

- Silveira, A. D. M. (2002). Corporate Governance, Performance and Value of the Company in Brazil. [Tesis de Maestría en Administración. Universidad de San Pablo]. <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/en.php>
- Stiles, P., y Taylor, B. (1996). The Strategic Role of the Board. *Corporate Governance: An International Review*, 4(1), 3-10. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.1996.tb00125.x>
- Torres Zapata, I. T., y Borges Quintanilla, H. B. (2022). Mujeres en los Directorios de Empresas Chilenas: ¿Presión o Convicción?. *CAPIC Review*, 20. <https://doi.org/10.35928/cr.vol 20.2022.131>
- Tresierra Tanaka, Á., Gallo Costa, J., Correa Cortés, A., y Noya Reyes, P. (2022). Diversidad de Género en el Directorio: Impacto en el Riesgo en las Empresas Mineras que Cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. *Multidisciplinary Business Review*, 15(2), 27-38. <https://doi.org/10.35692/07183992.15.2.4>
- Wilches-Segovia, A., Castro, L. A. O., y Torres, C. Y. B. (2020). Estructura de las Juntas Directivas y Divulgación de la Responsabilidad Social Corporativa: El Caso de las Empresas más Reputadas en Colombia. *Cuadernos de Administración*, 33, 1-22. <https://doi.org/10.11144/Javeriana.cao33.ejdd>
- Watkins-Fassler, K., Briano Turrent, G. D. C., Franco-Ramirez, D. L., y Román Sanchez, J. L. (2022). Independencia de los Consejos de Administración, Concentración de la Propiedad y Rentabilidad de las Empresas Listadas en México y Chile. *Revista Finanzas y Política Económica*, 14(1), 245-269. <https://doi.org/10.14718/revfinanzpolitecon.v14.n1.2022.10>

Información adicional

Clasificación JEL:: G38, G34