



**República Argentina - Poder Ejecutivo Nacional**  
2019 - Año de la Exportación

**Resolución General**

**Número:**

**Referencia:** Expediente N° 2373/2019 “PROYECTO DE RG S/ PROYECTO PILOTO DE ANÁLISIS DE IMPACTO REGULATORIO”

---

VISTO el Expediente N° 2373/2019 caratulado “PROYECTO DE RG S/ PROYECTO PILOTO DE ANÁLISIS DE IMPACTO REGULATORIO” del registro de la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES, lo dictaminado por el Grupo de Trabajo constituido a los efectos de la elaboración del Reporte de Análisis de Impacto Regulatorio, la Subgerencia de Gobierno Corporativo, la Gerencia de Gobierno Corporativo y Protección al Inversor, la Subgerencia de Normativa y la Gerencia de Asuntos Legales, y

**CONSIDERANDO:**

Que la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 tiene por objeto el desarrollo del mercado de capitales y la regulación de los sujetos y valores negociables comprendidos en el mismo, siendo la Comisión Nacional de Valores (CNV) su autoridad de aplicación y contralor.

Que, conforme lo establecido en el artículo 61 de la Ley N° 26.831 el estatuto de las entidades emisoras podrá prever que las asambleas se puedan celebrar a distancia a cuyo efecto la CNV reglamentará los medios y condiciones necesarios para otorgar seguridad y transparencia al acto.

Que por su parte, el Decreto N° 471/2018 (B.O. 18-5-2018) establece en el artículo 61 de su Anexo II que: “*Cuando los estatutos de las entidades emisoras prevean la posibilidad de celebrar asambleas a distancia, deberán establecerse canales de comunicación que permitan la transmisión simultánea de sonido, imágenes y palabras asegurando el principio de igualdad de trato de los participantes. Deberá dejarse constancia en el acta de los sujetos y el carácter en que participaron en el acto a distancia, el lugar donde se encontraban, y de los mecanismos técnicos utilizados. La celebración de una asamblea a distancia deberá ponerse en conocimiento de la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES con CINCO (5) días hábiles de anticipación. La COMISIÓN NACIONAL DE VALORES podrá designar uno o más inspectores con función de veeduría para asistir al acto asambleario. En el caso de tratarse de apoderados deberá remitirse a la entidad con CINCO (5) días hábiles de antelación a la celebración el instrumento habilitante correspondiente, suficientemente autenticado. Las entidades que hagan uso de esta facultad*

*deberán presentar en la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES los procedimientos a utilizar para su aprobación por el organismo”.*

Que, en el marco del acuerdo entre la Secretaría Legal y Técnica de la Nación y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) para la implementación de las recomendaciones de “Estudio de Política Regulatoria en Argentina – Herramientas Prácticas de la mejora regulatoria” de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la CNV fue incluida, entre otros Organismos del Estado Nacional, para llevar a cabo un proyecto piloto de Análisis de Impacto Regulatorio (AIR).

Que el proyecto piloto de análisis de impacto regulatorio tiene como objeto someter a consulta pública el reporte de AIR, que se trata de un documento que contiene el análisis técnico legal y económico sobre el tema seleccionado, en el presente las “Asambleas a Distancia”, para que los actores interesados puedan emitir su opinión y/o propuesta sobre el mismo a los fines de que la CNV luego de finalizada la consulta pública, pueda determinar si resultará necesario o no establecer una reglamentación sobre el tema.

Que, por ello, corresponde la aplicación del procedimiento de “Elaboración Participativa de Normas” aprobado por el Decreto N° 1172/2003 (*B.O. 4-12-2003*), el cual es una herramienta fundamental para fomentar el diálogo del Organismo con los distintos participantes del Mercado de Capitales, para que a través de consultas no vinculantes, se involucre tanto a los sectores interesados como a la ciudadanía en general, cuando las características del caso, respecto de su viabilidad y oportunidad, así lo impongan.

Que la presente se dicta en ejercicio de las facultades conferidas por el artículo 61 de la Ley N° 26.831, el artículo 61 del Anexo II del Decreto N° 471/2018 y el Decreto N° 1172/2003.

Por ello,

#### LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

#### RESUELVE:

**ARTÍCULO 1°.-** Establecer la aplicación del procedimiento de “Elaboración Participativa de Normas” aprobado por el Decreto N° 1172/2003, invitando a la ciudadanía a expresar sus opiniones y/o propuestas sobre “PROYECTO DE RG S/ PROYECTO PILOTO DE ANÁLISIS DE IMPACTO REGULATORIO”, tomando en consideración el texto contenido en el Anexo I (IF-2019-108992794-APN-GAL#CNV) que forma parte integrante de la presente Resolución.

**ARTÍCULO 2°.-** Designar al Licenciado en Economía Alejandro Constantino SINLAND para dirigir el procedimiento de “Elaboración Participativa de Normas” conforme al Decreto N° 1172/2003.

**ARTÍCULO 3°.-** Autorizar a ingresar las opiniones y/o propuestas y a tomar vista del Expediente N° 2373/2019 a través del Sitio Web [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar).

**ARTÍCULO 4°.-** Aprobar el Formulario que se adjunta como Anexo II (IF-2019-108994237-APN-GAL#CNV) que forma parte integrante de la presente Resolución, como modelo para ingresar las opiniones y/o propuestas a través del Sitio Web [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar).

**ARTÍCULO 5°.-** Fijar un plazo de QUINCE (15) días hábiles para realizar la presentación de opiniones y/o

propuestas, las que deberán efectuarse a través del Sitio Web [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar).

**ARTÍCULO 6º.-** Publíquese la presente Resolución General por el término de DOS (2) días en el Boletín Oficial de la República Argentina cuya entrada en vigencia será a partir del día siguiente al de su última publicación.

**ARTÍCULO 7º.-** Regístrese, publíquese, comuníquese, dese a la Dirección Nacional del Registro Oficial, incorpórese en el Sitio Web del Organismo [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar), y archívese.

## ANEXO I

# Análisis de Impacto Regulatorio para la evaluación de alternativas de Regulación de Asambleas a Distancia de Emisoras en la Oferta Pública

### **Información general de la iniciativa.**

# Contenido

Información general de la iniciativa.....	1
Sección 1. Definición del problema.....	4
1.1.    Introducción. Asambleas de accionistas en sociedades emisoras.....	4
1.2.    Situación actual (problema a ser resuelto). .....	5
1.3.    Marco normativo.....	5
1.4.    Definición del problema.....	6
1.4.1. Principales causas identificadas. .....	7
1.4.2. Principales consecuencias identificadas. .....	9
1.4.3. Magnitud del problema.....	11
1.5.    Partes involucradas. .....	14
1.6.    Derecho comparado.....	17
Sección 2. Objetivos de la intervención. ....	17
Sección 3. Opciones de análisis.....	19
Sección 4. Análisis de impacto de la intervención .....	20
Presentación de criterios para evaluar las alternativas planteadas. ....	20
Matriz de trabajo y calificación .....	22
Justificación de la clasificación de cada criterio.....	22
Matriz de valoración estandarizada.....	26
Matriz de ponderadores .....	26
Matriz de Resultados.....	27
Sección 5. Conclusión / Opción preferida .....	28
1.    Se evidenció una la baja participación de accionistas en las asambleas .....	28
2.    Por analogía con el desarrollo de Brasil, se observa que los inversores internacionales se encontrarían interesados en contar con canales directos de participación.....	28
3.    La normativa vigente no permite avanzar con estrategias de participación a distancia similares a las de los casos de Brasil y de España .....	29
4.    Mejores condiciones macroeconómicas y financieras podrían despertar mayor interés por esta regulación, ya sea desde el punto de vista de los inversores como desde las emisoras.....	29
5.    El problema de agencia que da origen al presente documento puede abordarse desde enfoques complementarios a la participación de accionistas en asambleas.....	29

6. Flexibilizar la normativa en materia de celebración de asambleas a distancia podría dar al regulador la posibilidad de generar otras alternativas no analizadas que sean estrictamente preferibles a la alternativa aquí adoptada. ....	30
Bibliografía consultada.....	311

## Sección 1. Definición del problema.

### 1.1. Introducción. Asambleas de accionistas en sociedades emisoras.

La asamblea de accionistas es el órgano de gobierno de la sociedad. Su organización y funcionamiento se encuentran regulados en la Ley General de Sociedades N° 19.550. La asamblea tiene como función debatir y resolver los aspectos fundamentales de la sociedad, relacionados con su existencia, alteración de sus elementos esenciales y hasta su disolución. Funciona en forma colegiada, de acuerdo con lo establecido en la Ley General de Sociedades, y en el estatuto social (Zaldivar, 1976).<sup>1</sup> Conforme lo dispuesto en la mencionada ley, las asambleas se clasifican en ordinarias, extraordinarias y especiales, según su competencia; es decir, según los asuntos que deban tratar (Zunino, 2005).<sup>2</sup> Las decisiones tomadas por la asamblea obligan a la sociedad y a sus accionistas.

La celebración de la asamblea ordinaria es obligatoria, debido a que mediante la misma se garantizan los derechos políticos de los accionistas, entre ellos: asuntos relativos al ejercicio económico-financiero; la gestión, designación y remoción de directores y síndicos; los aumentos de capital. Por tanto, la participación de los accionistas en las asambleas es de suma relevancia ya que les permite ejercer sus derechos de propiedad, y participar en la toma de decisiones. En este sentido, es importante garantizar la participación de los accionistas, sobre todo de los minoritarios, para evitar el abuso de sus derechos por parte del grupo de control en la toma de decisiones, como así también eliminar las barreras artificiales que puedan obstaculizar la participación, como por ejemplo: la prohibición del voto por representación, el requisito de asistir en persona a las asambleas para poder votar, celebrarlas en lugares apartados y admitir únicamente la votación a mano alzada (OCDE, 2016).<sup>3</sup>

Por su parte, la Comisión Nacional de Valores (“CNV”) tiene como competencia la regulación del mercado de capitales argentino y de los actores que funcionan en el mismo, conforme lo dispuesto por la Ley de Funciones de la CNV N° 22.169 y la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 (“LMC”). Las sociedades emisoras, a través de la oferta pública de sus valores negociables, participan en el mercado de capitales y se encuentran bajo la competencia de CNV.

---

<sup>1</sup> Pág. 315

<sup>2</sup> Artículos 233, 234, 235, y 250.

<sup>3</sup>“Muchas sociedades están intentando implantar mejores canales de comunicación y de toma de decisiones para los accionistas. Se fomentan los esfuerzos de las empresas por eliminar las barreras artificiales que obstaculizan la participación en las Juntas Generales. El marco del gobierno corporativo facilitará el uso del voto electrónico no presencial, con el envío electrónico de la documentación necesaria para otorgar un poder y sistemas fiables de confirmación del voto. En los países con débiles sistemas de vigilancia del cumplimiento a instancia de los particulares, las autoridades reguladoras tendrán la potestad de restringir métodos de votación injustos.”

En virtud de lo expuesto, el presente proyecto de análisis de impacto regulatorio (“AIR”) se centra en la relación accionista-sociedad emisora, considerando los parámetros arriba señalados. En este sentido, se busca analizar la situación actual y evaluar posibilidades de intervención, o no intervención.

## **1.2. Situación actual (problema a ser resuelto).**

En la actualidad se observa que existen pocos accionistas que participan en las asambleas, y que preminentemente se trata de accionistas que concentran un porcentaje significativo del capital social. Así, de los datos recabados para el presente AIR, se observa que los accionistas minoritarios, es decir, quienes poseen menos del 5 % del capital social, no participan en las asambleas (ver punto 1.4.3 Magnitud del problema), y los accionistas extranjeros, para participar, deben contratar los servicios de representación para poder ejercer su derecho a voto. Cabe destacar que el Mercado de Capitales argentino posee una estructura de su capital en dónde el *free float* (capital flotante) es aproximadamente de 41%<sup>4</sup> en promedio. A su vez, casi la mitad de las emisoras poseen menos del 25% de su capital en circulación.

Entendemos que, si bien esta situación puede deberse a distintas causas, se observa que una de ellas pueden ser los limitados canales y/o mecanismos de celebración de asambleas. En efecto, la normativa actual habilita a las emisoras a realizar asambleas a distancia, en cuanto cumplan con ciertos criterios normativos que se abordarán a continuación; sin embargo, en la práctica se observa que casi ninguna emisora ha establecido un mecanismo para tal fin. En consecuencia, se realiza el presente AIR a los fines de determinar las opciones que la CNV tiene a disposición en esta materia. Idealmente, este análisis permitirá a la CNV ponderar los intereses de las partes involucradas para adoptar la medida más eficaz; sobre todo teniendo en consideración que las nuevas tecnologías disponibles irrumpen en nuestro derecho comercial, y las ventajas de su utilización podrían mejorar la participación de los accionistas y la agilidad en la celebración de las asambleas, lo cual implica una clara tendencia a la modernización.

En este sentido, los Principios de Gobierno Corporativo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (“OCDE”) establecen que las compañías deben asegurar la participación eficaz de los accionistas, permitiéndoles formar parte de la toma de decisiones clave. El objetivo de facilitar la participación de los accionistas supone que los países y las empresas favorezcan un mayor uso de las tecnologías de la información en las votaciones, incluyendo el voto electrónico seguro en todas las sociedades cotizadas.<sup>5</sup>

## **1.3. Marco normativo.**

El marco normativo aplicable a la situación a ser tratada en el presente AIR es el siguiente:

---

<sup>4</sup> Fuente: CNV. Se aclara que el dato es a junio de 2019 e incluye dentro del capital flotante la tenencia del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS-ANSES).

<sup>5</sup> OCDE (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, Éditions OCDE, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>

- La Ley General de Sociedades N° 19.550 prevé el funcionamiento de las sociedades que desarrollan sus negocios en el país. Ella prevé que las asambleas deben celebrarse en la sede o en el lugar que corresponda a jurisdicción del domicilio social, con la presencia física de accionistas que representen el quórum mínimo que se necesita para sesionar.
- La Ley de Funciones de la CNV N° 22.169 le otorga competencia al Organismo en materia de control societario, siendo competencia exclusiva y excluyente de la CNV el control societario de las sociedades por acciones, con domicilio en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y provincias adheridas al régimen establecido por la Ley N° 22.169, que hagan oferta pública de sus títulos valores.
- La Ley de Mercado de Capitales N° 26.831, artículo 61, establece la posibilidad de que el estatuto de las sociedades prevea la celebración de las asambleas a distancia.
- El Decreto N° 471/2018, reglamentario de la LMC, artículo 61, dispone que las emisoras que prevean la celebración de asambleas a distancia deberán establecer canales de comunicación que permitan la transmisión simultánea de sonido, imágenes y palabras. Los procedimientos aplicables deberán ser aprobados por la CNV. El punto 3 del presente AIR, contiene el análisis de los requisitos mínimos que las emisoras deben cumplir si quieren celebrar asambleas a distancia.
- El Código Civil y Comercial de la Nación, artículo 158, establece como principio general, en ausencia de previsión especial estatutaria, la autorización de celebración de asambleas a distancia con consentimiento de quienes deban participar.
- La Resolución General CNV N° 797 incorpora modificaciones al “Código de Gobierno Societario”, que promueven la participación activa de todos los accionistas y su trato igualitario por parte de la sociedad, contemplando la celebración de asambleas a distancia.

#### 1.4. Definición del problema.

Actualmente, se evidencia una baja participación de los accionistas minoritarios en las asambleas ordinarias de las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones en el mercado de capitales de Argentina. Esta situación implica que tales accionistas no ejercen sus derechos fundamentales de participar y votar en las asambleas, lo que constituye la raíz del problema a abordar. Como consecuencia de esta situación de baja participación, deviene, (i) menor transparencia, (ii) mayores problemas de agencia y (iii) privación a la sociedad de considerar las alternativas planteadas por los accionistas minoritarios.

Se sigue de lo anterior que el problema identificado puede definirse de la siguiente manera:

**Accionistas poseen limitados canales/mecanismos de participación en asambleas ya que emisoras no prevén en sus estatutos celebración de asambleas a distancia reguladas por decreto 471/18**

Si bien la baja participación de los accionistas puede deberse a múltiples causas (poco interés, desconocimiento, alta concentración del capital social, etc.), se trabajará bajo la hipótesis de que la mejora del acceso promovería una mayor participación.

#### **1.4.1. Principales causas identificadas.**

Las razones por las cuales se presenta el problema identificado son de diversa naturaleza. A continuación se explica cada una de ellas.

- 1. Fiscalización.**

En relación a la fiscalización que CNV realiza, se observa una falta de herramientas para llevar a cabo el control estatal del acto asambleario celebrado a distancia. A pesar de que la regulación existente abre la posibilidad para que esto suceda, no hay indicación específica sobre cómo se garantizaría una adecuada fiscalización de este proceso. Se estima que esto se debe a la ausencia de asambleas celebradas de esa forma. Es decir, el sector regulado en la Argentina no ha introducido, por sí mismo, la posibilidad de hacer asambleas a distancia, a diferencia de otros países donde el propio sector ha sido fundamental en buscar soluciones que permitan que eso suceda.

- 2. Costumbre presencial.**

Hasta el momento, las asambleas se llevan a cabo bajo el esquema exclusivamente presencial. Dado que esta práctica asamblearia es presencial hace décadas, es posible que las costumbres societarias arraigadas puedan estar restringiendo la incorporación de nuevas prácticas en la celebración de asambleas.

- 3. Renuencia a la incorporación de tecnología.**

Relacionado con el punto anterior, se observa una falta de incorporación de medios tecnológicos que permitan la celebración de asambleas a distancia. Quizás una de las razones que expliquen esto sea que la incorporación de tecnología puede ser considerada, para el sector regulado, como un costo adicional, pero a mediano y largo plazo puede ser una solución menos onerosa a realizar las asambleas de manera presencial. La experiencia del caso brasileño, que se desarrollará más adelante, muestra que la incorporación de tecnología puede propiciar la mayor participación de accionistas en asambleas.

- 4. Falta de observancia de “buenas prácticas” de Gobierno Corporativo.**

Asimismo, se advierte que las sociedades emisoras que no habilitan otros medios o canales de participación en asambleas no observan las buenas prácticas de gobierno corporativo en la materia, en particular, la citada recomendación de facilitar la participación de los accionistas a través del uso de las tecnologías de la información en las votaciones, incluyendo el voto electrónico seguro en las sociedades cotizadas. Los principios de buen gobierno corporativo promueven estas prácticas, tanto a través de su divulgación como a través del análisis de las consecuencias de no implementarlas. Se espera de esta manera contribuir a generar un cambio en pos de la incorporación de las buenas prácticas a la realización de asambleas.

5. Preeminencia de participación del grupo de control en asambleas.

Las características de la distribución del capital social en América Latina (Vives, 2015) determinan que los accionistas minoritarios no sean necesarios para reunir el quórum para sesionar. En efecto, basta la presencia del grupo de control para reunir el quórum asambleario y llevar a cabo las asambleas (donde se aprueban o rechazan las mociones del orden del día). Este hecho puede indicar que no es necesario para el grupo de control promover la participación de los minoritarios a través del uso de la tecnología disponible. Esta situación puede afectar sus derechos y generar las consecuencias que se detallan en el apartado correspondiente.

Como se reconoce en la bibliografía especializada (Vives, 2015), en América Latina predominan las sociedades de capital concentrado. Esta configuración del capital hace que los problemas de agencia entre accionistas minoritarios y mayoritarios, típicos de sociedades con un mayor volumen de capital disperso o *free float*, sean más probables que los que puedan surgir entre gestores y accionistas. Ello crea la necesidad para los ordenamientos jurídicos de centrar sus esfuerzos para prevenir los potenciales conflictos entre los accionistas controlantes y los accionistas minoritarios.

Como consecuencia de lo anterior y como muestra la evidencia (ver punto 1.4.3 Magnitud del problema) se da la situación en la que, si bien el capital total representado suele ser alto<sup>6</sup>, la cantidad de accionistas es muy baja.

Esta situación puede deberse a factores que se encuentran fuera del alcance del presente AIR, tales como la alta concentración del capital, el desinterés de accionistas por participar y factores culturales.

6. Marco Normativo actual.

El marco normativo actual, en particular el Decreto N° 471/2018, reglamentario de la LMC, dispone en su artículo 61 que las emisoras que prevean la celebración de asambleas a distancia deberán establecer canales de comunicación que permitan la transmisión simultánea de sonido, imágenes y palabras.

Los requisitos que impone el citado decreto podrían estar limitando las alternativas tecnológicas y las soluciones prácticas al problema planteado. A su vez, como será analizado más adelante, no permite considerar alternativas como las adoptadas por otras jurisdicciones a la hora de promover la participación a distancia de accionistas en asambleas.

---

<sup>6</sup> Para las 17 sociedades locales de mayor capitalización bursátil, el promedio del porcentaje de capital social representado en asambleas fue superior al 85%.

#### 1.4.2. Principales consecuencias identificadas.

El problema a ser tratado en este AIR, es decir, los limitados canales/mecanismos de participación en asambleas produce una serie de situaciones que potencialmente repercuten en la eficiencia de las empresas y el mercado en general. A continuación se presentan los efectos más relevantes de la situación.

##### 1. Afecta la transparencia

La falta de participación de accionistas minoritarios determina su ignorancia respecto de las decisiones societarias. Entonces, asistir a las asambleas es la oportunidad de conocer de cerca el negocio social y de realizar observaciones o preguntas a los directores, y de votar a favor o en contra de los puntos que se tratan.

En esta línea, los principios de gobierno corporativo de la OCDE y del G20, reconocen que los accionistas tendrán derecho a que se les informe debidamente y a que se requiera su aprobación y su participación con respecto a las decisiones relativas a cambios fundamentales en la sociedad, tales como: 1) modificaciones estatutarias; 2) aumento de capital; y 3) fusión o liquidación de la sociedad, entre otras.

##### 2. Agrava los problemas de agencia entre accionistas y directorio.

Aunque existen otros, el riesgo característico de las relaciones de agencia estriba en que uno de los agentes (el órgano de administración) anteponga sus propios intereses a los de su principal (los socios de la sociedad)<sup>7</sup>. La estructura de nuestro mercado de capitales puede llevar a que esta situación se genere con mayor impacto y frecuencia.

El problema de agencia es esencial en la raíz del marco de normas de Gobierno Corporativo. Como reconoce la doctrina (Vives, 2015), el tema del “Gobierno Corporativo” podría abarcar una amplia gama de aspectos relacionados con las decisiones tomadas dentro de una empresa o sociedad. Los Principios de OCDE tuvieron como objetivo principal abordar materias relacionadas con la separación entre la propiedad y la gestión, y los llamados conflictos de agencia.

La forma y la intensidad en la que se desarrolla el problema de agencia varían según el caso, puesto que los diferentes contextos en que los Principios se pueden aplicar presentan variaciones con respecto al propio conflicto de agencia. A modo de ejemplo, mientras que en algunas jurisdicciones el principal conflicto verificado en las empresas públicas es entre los administradores y los accionistas, en otras jurisdicciones el principal conflicto es el que opone los intereses de los accionistas mayoritarios y minoritarios y la gestión, y los llamados

---

<sup>7</sup> Como señala la literatura (Vives, 2015), “El órgano de administración está compuesto por personas; y la experiencia enseña que de la misma manera que no parece pertinente pensar que todo el mundo es intrínsecamente perverso, tampoco procede aceptar con los ojos cerrados que todo el mundo se va a comportar bien en todas las circunstancias de la vida. ... Y las tentaciones a las que se puede llegar a ver expuesto un administrador son muchas.”

conflictos de agencia (Vives, 2015). En ambos casos, la baja participación e involucramiento de los accionistas potencia este problema.

### 3. Atenta contra la diversidad de opiniones.

Si bien los directorios están formados por individuos, las decisiones son tomadas como un grupo. La calidad de las decisiones afecta el valor de la firma. En este sentido, el “pensamiento de grupo” o *groupthink* describe una forma cohesiva de pensamiento donde el deseo de consenso y acuerdo anula el pensamiento crítico y el criterio. El pensamiento de grupo en el directorio de las empresas fue criticado tanto desde la academia como desde los profesionales especializados (BÉNABOU, 2013).

En general, los estudios sostienen que los grupos homogéneos tienden a pasar por alto cierta evidencia manifiesta para personas afuera del grupo. De esta manera, las organizaciones públicas y privadas tienden a tomar decisiones de menor calidad cuando la posición del grupo no es desafiada por la mirada externa, o no se encuentra en el grupo decisor suficiente heterogeneidad para promover un abordaje realista sobre la situación.

La toma de decisiones puede beneficiarse de la participación de accionistas, que siendo minoritarios tienen gran *expertise* y visión en la materia. La situación actual restringe la participación de estos accionistas y aumenta el riesgo de pensamiento de grupo o *groupthink*.

En síntesis, el esquema actual de participación podría resultar costoso en términos monetarios y logísticos. Por un lado, los accionistas deben optar entre asistir a la asamblea por sí o representado, o no asistir. Por otra parte, las sociedades emisoras organizan asambleas a las que asisten pocos accionistas, lo que redunda en un costo alto por accionista.

Finalmente, la situación actual podría disuadir a inversores de participar en el mercado de capitales argentino. En efecto, conforme los países avanzan con la incorporación del voto a distancia, los inversores tienen un desincentivo a participar en un mercado con altas barreras a la participación. De esta manera, la situación actual atentaría contra la competitividad del mercado argentino de capitales y desalentaría el financiamiento de las empresas en este mercado.

El árbol de problema a continuación ayuda a visualizar el problema, sus efectos y sus causas.

Figura 1. Árbol del problema



#### 1.4.3. Magnitud del problema.

El problema identificado genera múltiples efectos tanto para el regulador como para otros actores intervenientes en el mercado de capitales. Los limitados canales o mecanismos de participación en asambleas que poseen los accionistas se visualizan como un problema de gobierno corporativo, relacionado a la asimetría de la información y de los derechos de los accionistas.

Existen un total de 91 sociedades en la oferta pública de acciones<sup>8</sup>. Las mismas celebran anualmente su asamblea general ordinaria de accionistas, y otras asambleas facultativas (extraordinarias, o especiales). La señalada baja participación en las mismas genera consecuencias en materia de trasparencia, costos, información asimétrica y desaliento a nuevas inversiones –como ya fuera señalado en los puntos precedentes.

Considerando la información disponible, se plantea captar la magnitud del problema a partir de 2 indicadores: (i) La brecha de participación y (ii) los costos integrales (por persona/medios) del acto asambleario.

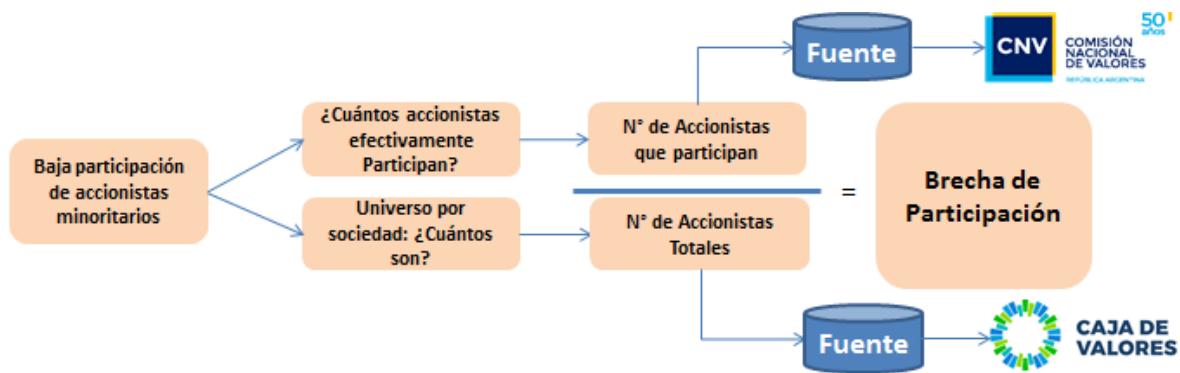
#### *Brecha de Participación de accionistas en asambleas.*

Se realizó un análisis de la brecha de participación a partir de una muestra de 17 sociedades de mayor capitalización bursátil<sup>9</sup>. El siguiente esquema muestra la metodología utilizada.

Figura 2. Esquema para construir el indicador de Brecha de Participación

<sup>8</sup> Fuente: Bolsar

<sup>9</sup> La muestra representa el 19,32 % del universo. Al 30 de junio de 2019 la cantidad de empresas en la oferta pública por acciones es 91 sociedades, de las cuales, 4 son extranjeras (Fuente: Bolsar).



Tal como puede observarse en el esquema, el número de accionistas que participaron en las asambleas (ordinarias) de 2019 (o última disponible) tuvo como fuente las actas de asambleas que las emisoras envían por medio de la Autopista de Información Financiera (“AIF”) de CNV a través de su sitio web [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar) en cumplimiento del régimen informativo obligatorio. Por otra parte, el número total de accionistas por sociedad emisora fue provisto por Caja de Valores S.A.

### *¿Cuántos accionistas asistieron a las asambleas ordinarias de 2019?*

El cuadro a continuación muestra las 17 sociedades de mayor capitalización bursátil seleccionadas para el análisis.

Cuadro 1. Cantidad total de participantes por sociedad

Orden	Sociedad	Cantidad de accionistas en la asamblea	Accionistas por representación	Fecha de asamblea	Lugar	Cantidad total de participantes	% de participación
1	YPF S.A.	8	4	26/04/2019	Sede Social	12	0,04%
2	GRUPO FINANCIERO GALICIA S.A.	21	22	25/04/2019	Sede Social	43	0,20%
3	BANCO MACRO S.A.	2	5	30/04/2019	Sede Social	7	0,07%
4	PAMPA ENERGIA S.A.	0	5	29/05/2019	Sede Social	5	0,02%
5	TRANSPORTADORA DE GAS DEL SUR S.A.	0	7	11/04/2019	Sede Social	7	0,07%
6	BBVA BANCO FRANCES S. A.	10	5	24/04/2019	Sede Social	15	0,15%
7	LOMA NEGRA COMPAÑIA INDUSTRIAL ARGENTINA SOCIEDAD ANONIMA	1	2	25/04/2019	Sede Social	3	0,07%
8	ALUAR ALUMINIO ARGENTINO S.A.	7	19	28/06/2019	Hotel Hazzler Tower	26	0,20%
9	CABLEVISION HOLDING S.A.	11		31/05/2019	Sede Social	11	0,16%
10	BANCO SANTANDER RIO S.A.	9	1	26/04/2019	Sede Social	10	0,40%
11	EMPRESA DISTRIB. Y COMERCIALIZADORA NORTE S.A. (EDENOR S.A.)	4	0	24/04/2019	Sede Social	4	0,05%
12	IRSA PROPIEDADES COMERCIALES S.A.	12	5	29/10/2018	Hotel	17	0,48%
13	TRANSPORTADORA DE GAS DEL NORTE S.A.	8	8	10/04/2019	Sede Social	16	0,15%
14	IRSA INVERSIONES Y REPRESENTACIONES S.A.	19	4	29/10/2018	Hotel	23	0,22%
15	BANCO PATAGONIA S.A.	3	5	25/04/2019	Sede Social	8	0,41%
16	CRESUD S.A.	26	6	29/10/2018	Hotel	32	0,46%
17	HOLCIM (Argentina) S.A.	6	7	26/04/2019	Fuera de la Sede	13	0,30%

Elaboración propia a partir de los datos de la Autopista de Información Financiera e información provista por Caja de Valores SA con información al 30/06/2019. La cantidad de accionistas se asimiló a la cantidad de cuentas con acciones de las sociedades arriba detalladas.

Se observa a partir de la información presentada en el cuadro precedente que la cantidad total de participantes en la muestra varía entre 43 y 3 accionistas. Es importante destacar que los mismos representan en promedio el 90% del capital social evidenciando una baja atomización del mismo.

### *¿Cuántos accionistas poseen las sociedades analizadas?*

Las tenencias accionarias de las sociedades de la muestra fueron solicitadas a Caja de Valores S.A. A continuación se muestra el resultado obtenido a partir de la fuente señalada.

Cuadro 2. Cantidad total de accionistas por sociedad

Empresas	Cantidad
BBVA	9.743
LOMA NEGRA	4.019
ALUAR	12.800
CVH	6.762
SANTANDER RIO	2.520
EDENOR	8.073
IRSA	3.528
BANCO PATAGONIA	1.949
CRESUD	6.903
HOLCIM	4.289
YPF	27.252
PAMPA	27.923
GALICIA	21.915
BANCO MACRO	10.555
TGS	10.232
Promedio	10.564

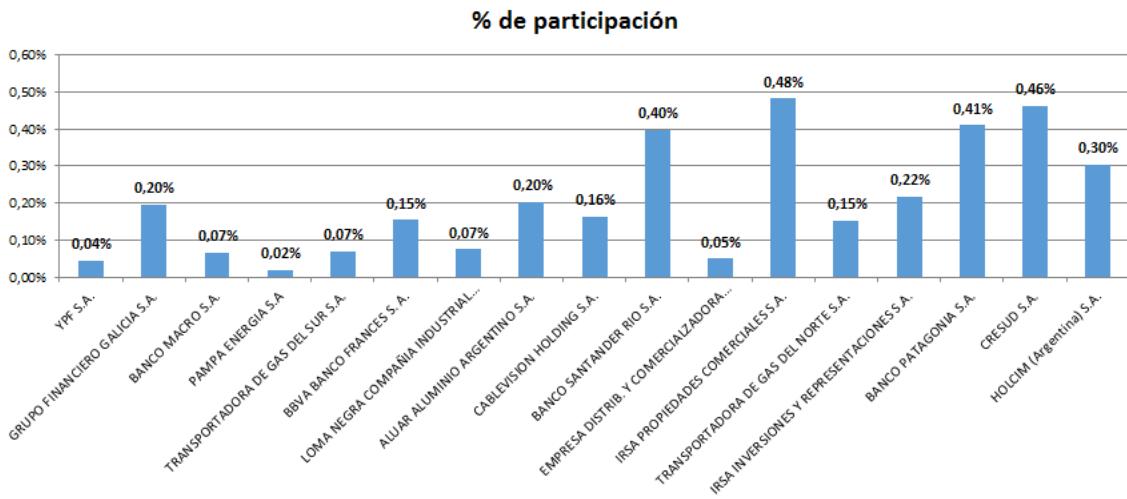
Elaboración propia a partir de información provista por Caja de Valores SA con información al 30/06/2019. La cantidad de accionistas se asimiló a la cantidad de cuentas comitentes con acciones de las sociedades arriba detalladas.

Asimismo, el promedio de asistencia a asambleas fue de 15 accionistas, ya sea por sí o por representación.

### *Proporción de accionistas que participan de las asambleas.*

A continuación se ofrece un análisis ilustrativo de la participación de la magnitud de la brecha de participación.

Figura 3. Porcentaje de participación de accionistas en asambleas ordinarias.



A partir de la evidencia analizada, se observa que la participación de los accionistas en asambleas **se encuentra por debajo del 0,5% para todos los casos relevados<sup>10</sup>**. Esta situación implica que los derechos de los accionistas no se ejercen en todos los casos. En efecto, la Ley General de Sociedades establece que la titularidad de una acción otorga el derecho a obtener información sobre la sociedad y a participar en las asambleas de accionistas.

La situación también abre el interrogante sobre el trato equitativo a los accionistas. Finalmente, y como consecuencia de lo anterior, la situación involucra al regulador que debe velar por la protección de los accionistas minoritarios.

## 1.5. Partes involucradas.

El problema así planteado tiene incidencia en las asambleas de sociedades emisoras en la oferta pública, en virtud de la competencia de CNV. Así, se entiende que habría dos tipos de actores: los directamente involucrados y los indirectamente involucrados con el problema que se ha identificado. Esta distinción se hace en base al grado de afectación o involucramiento que cada actor tiene respecto del problema.

Como directamente involucrados se han identificado los siguientes:

### 1. Accionistas de emisoras bajo competencia de la CNV

Desde el punto de vista del accionista o inversor, la situación actual demanda su presencia física en el lugar de celebración de la asamblea, por sí o por apoderado o representante. De ese modo, se observa que los recursos tecnológicos disponibles no son aprovechados para facilitar la participación en las asambleas. Como consecuencia, resulta de interés de la CNV explorar si a raíz de tal situación existe una menor participación en las asambleas, en comparación a un posible escenario donde los accionistas pudieran participar en asambleas de manera remota. Para determinar este

<sup>10</sup> Es posible sesionar asambleas con un porcentaje tan bajo de participantes por la alta concentración del capital que se evidencia en estas sociedades, como se señaló en el punto 1.2.3.

aspecto se propone el análisis de la experiencia de otros países y la discusión de las alternativas de intervención por parte de las partes involucradas.

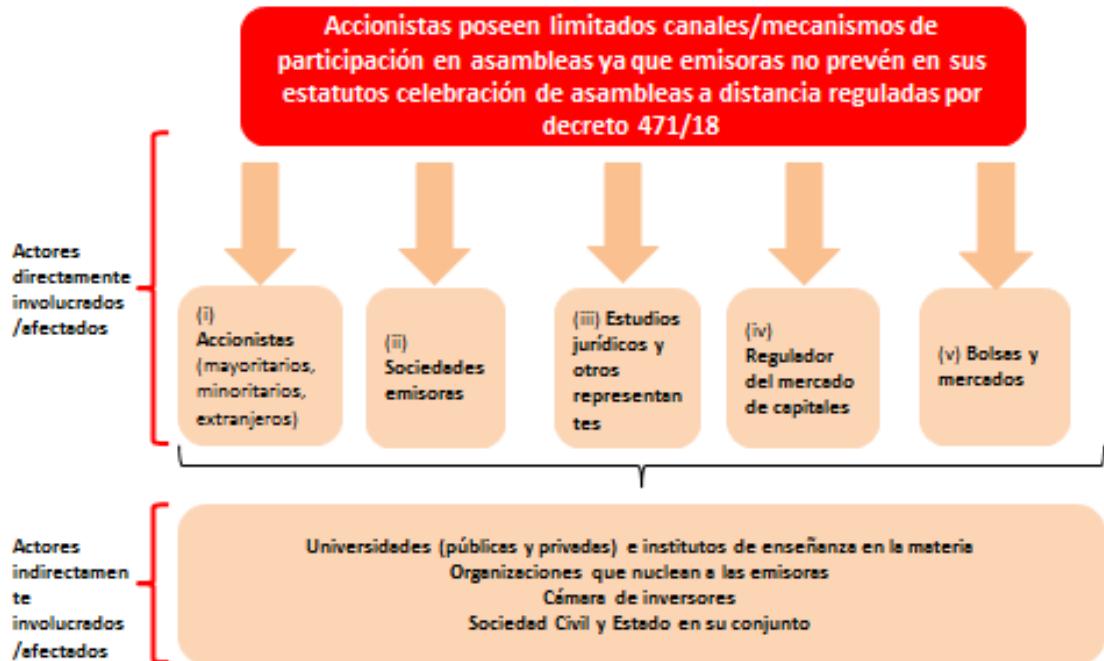
Por otra parte, este actor no es homogéneo. Bajo esta figura se encuentran tanto inversores ocasionales, como grandes jugadores globales, tales como fondos y bancos. Estos accionistas podrían clasificarse según:

- a. Mayoritario o Minoritario: Es decir si por la cantidad de acciones se encuentra dentro del grupo de control de la sociedad.
  - b. Si se trata de un accionista residente o no residente.
  - c. Si se trata de un accionista calificado o no, según las características de su operatoria.
2. Sociedades emisoras bajo competencia de la CNV  
Desde el punto de vista de las sociedades emisoras, la ley exige la celebración de al menos una asamblea ordinaria anual. Tal acto debe cumplir con requisitos de legalidad y regularidad para ser válido, cuya observancia está a cargo de la sociedad.
  3. Estudios jurídicos, bancos que representan y asesoran accionistas y emisoras en asambleas u otros representantes  
Ellos tienen la capacidad técnico-jurídica de asesorar a sus clientes en materia societaria y son actores clave para dar cuenta de las necesidades de los accionistas. Además, al trabajar con clientes internacionales, conocen la regulación de otras jurisdicciones donde sus clientes invierten.
  4. Regulador del mercado de capitales (CNV)  
El principal interés del regulador es promover una normativa que propicie la participación de los accionistas en las asambleas. A la vez, esa normativa, debe considerar las obligaciones de fiscalización y control que están a su cargo.
  5. Mercados  
Son las instituciones donde se listan y negocian los valores negociables de las emisoras con oferta pública. En el ámbito a dónde acuden los inversores minoritarios para realizar sus inversiones.

Como indirectamente involucrados, se han identificado los siguientes:

1. Universidades (públicas y privadas) e institutos de enseñanza en la materia;
2. Organizaciones que nuclean a las emisoras;
3. Cámaras de inversores;
4. Sociedad civil y el Estado en su conjunto.

Figura 4. Partes involucradas



## 1.6. Derecho comparado

En el derecho comparado vemos ejemplos de países que han incorporado la celebración de asambleas a distancia, los cuales se pueden ver reflejados en el siguiente cuadro:

PAÍS	MARCO LEGAL	CONTENIDO
ESPAÑA	Ley de Sociedades Cotizadas	Prevé la posibilidad de que la participación en la junta general y el voto puedan ejercerse mediante correspondencia postal, electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia. Para ello, establece las siguientes formas: a) La transmisión en tiempo real de la junta general. b) La comunicación bidireccional en tiempo real para que los accionistas puedan dirigirse a la junta general desde un lugar distinto al de su celebración. c) Un mecanismo para ejercer el voto antes o durante la junta general sin necesidad de nombrar a un representante que esté físicamente presente en la junta
PERÚ	Ley de Sociedades de Capital	La Ley establece la posibilidad de realizar juntas no presenciales. Contempla que la voluntad social se establezca por medios escritos, electrónico, o de otra naturaleza que permita la comunicación y garantice su autenticidad.
	Código de Gobierno Societario	Por su lado, el Código recomienda definir procedimientos para el ejercicio del voto de forma tal que resulten accesibles y simples para los accionistas.
COLOMBIA	Régimen de Sociedades	Prevé la posibilidad de que existan reuniones no presenciales, siempre y cuando los socios o miembros puedan deliberar y decidir por comunicación simultánea o sucesiva. Sin perjuicio de ello, el régimen dispone que serán válidos aquellos votos expresados de manera escrita.
BRASIL	Ley de Sociedades por Acciones	La Ley admite la posibilidad de que los accionistas de las empresas abiertas participen y voten a distancia en las Asambleas Generales.

## Sección 2. Objetivos de la intervención.

El objetivo de máxima de la CNV es controlar el correcto funcionamiento del mercado de capitales, proteger a los inversores y a todos los que participan en la oferta pública de valores

negociables. En ese sentido, la CNV debe garantizar que los modos de celebración de asambleas de las emisoras bajo su competencia garanticen la legalidad del acto asambleario y la participación de todos los accionistas.

En el cuadro a continuación se detallan los objetivos de la intervención de la CNV para atender al problema planteado en el presente documento y su indicador asociado.

Objetivo General	Garantizar que los modos de celebración de asambleas de las emisoras bajo su competencia garanticen la legalidad del acto asambleario y promuevan la participación de todos los accionistas
Indicador Asociado	I. Cantidad de emisoras que implementen el sistema de participación a distancia.
Objetivos Específicos	<ul style="list-style-type: none"><li>• Promover canales de participación de los accionistas en asambleas.</li><li>• Incrementar la transparencia del funcionamiento societario de las emisoras en oferta pública de acciones.</li><li>• Alentar nuevas inversiones en el mercado de capitales argentino.</li><li>• Mejorar la competitividad del mercado de capitales argentino a través del cumplimiento de estándares internacionales de buenas prácticas de gobierno corporativo.</li></ul>
Indicador Asociado	<ul style="list-style-type: none"><li>I. Relación cantidad accionistas sobre cantidad participantes en asambleas</li><li>II. Cantidad de nuevos inversores luego de la implementación del sistema de asambleas a distancia, mayor negociación. (Puede ser demasiado general y por tanto engañoso.)</li></ul>
Objetivos Operacionales	<ul style="list-style-type: none"><li>• Diseñar procedimientos eficientes que posibiliten la participación a distancia de los accionistas en las asambleas, que garanticen la legalidad del acto asambleario</li><li>• Promover el uso de nuevas tecnologías en las prácticas societarias, respetando los requerimientos de integridad legal.</li><li>• Generar y fomentar la incorporación de buenas prácticas regulatorias y de gobierno corporativo en materia de participación asamblearia mediante el intercambio público-privado.</li></ul>
Indicador Asociado	<ul style="list-style-type: none"><li>I. Avances con las Reuniones con el grupo de trabajo pre y post intervención</li><li>II. Consulta Pública // Encuesta a inversores minoritarios</li></ul>

### Sección 3. Opciones de análisis.

Encontramos que las opciones de análisis se reducen a dos. Esto debido a que el marco normativo vigente establece requisitos específicos al regular la celebración de asambleas a distancia (ver punto 1.3). En efecto, el Decreto N° 471/18 establece que las emisoras tienen la facultad de celebrar asambleas a distancia, siempre que cumplan con los siguientes requisitos mínimos:

1. Previsión estatutaria del procedimiento aplicable aprobado por CNV;
2. Utilización de canales de comunicación que permitan la transmisión simultánea de sonido, imágenes y palabras;
3. Respeto por el principio de igualdad de trato de los participantes;
4. Información a la CNV de la celebración cinco días hábiles antes.

Respecto del punto 1, observamos que su cumplimiento no presentaría altos costos, ya que, en ausencia de reglamentación del procedimiento, las emisoras salvarían ese vacío legal a través de la regulación estatutaria. Luego el estatuto debería ser aprobado por CNV, mediante una evaluación caso por caso.

Respecto del punto 2., observamos que este requisito podría contradecir lo previsto por la Ley General de Sociedades (ver punto 1.3), en cuanto ésta establece la obligación de celebrar la asamblea en la sede o en el lugar que corresponda a jurisdicción del domicilio social. La simultaneidad que manda el Decreto no salvaría este requisito legal. Por otro lado, la Ley General de Sociedades prevé que el quórum se contabilice sobre los miembros presentes. En este respecto, el Decreto tampoco indica de qué forma se contará el quorum, de modo que se aplica la manda legal.

Respecto del punto 3., observamos que la interpretación doctrinaria en materia societaria establece que el derecho de información de los accionistas comprende la posibilidad de tener “derecho de voz en las (...) asambleas de accionistas, oportunidad en la cual los integrantes de la sociedad pueden recabar de los administradores todas las informaciones que estimen necesarias para poder emitir su voto en la decisión de que se trata.” (Nissen, 2010, págs. 201-202) Otro derecho inderogable de los accionistas es el derecho a voto; “mediante su ejercicio, el socio participa activamente en el gobierno de la sociedad.” (Nissen, 2010, pág. 204) Así, el medio para la celebración de la asamblea a distancia debe contemplar estos derechos esenciales referidos a la asamblea.

Respecto del punto 4., no observamos que este requisito insuma altos costos a las emisoras dado que ya tienen previsto un sistema de informes periódicos a CNV.

Asimismo, encontramos que las opciones de los casos de Brasil y España (ver punto 1.6) no resultan aplicables a nuestro derecho, en virtud de lo expuesto en este punto. Específicamente, ambos casos de derecho comparado autorizan la emisión del voto antes de la celebración de asamblea. Asimismo, no garantizan la igualdad de trato de los accionistas puesto que, por ejemplo, el sistema español prevé que cualquier falla en la comunicación durante la celebración de la asamblea será en perjuicio del accionista, sin responsabilidad para

la sociedad emisora. En lo que respecta al derecho de información, las preguntas que realicen los accionistas durante la celebración de la asamblea pueden ser evadidas dentro de los siete días posteriores al acto, lo cual resulta inadmisible para nuestro sistema legal. Por su parte, el caso brasileño establece la votación a distancia, mas no la celebración de la asamblea a distancia.

En consecuencia, los casos analizados no garantizan la simultaneidad de la celebración de la asamblea a distancia, requisito principal en nuestro sistema.

Retomando lo explicitado en el primer párrafo de la presente sección, encontramos que las opciones son las siguientes:

- a) **No intervenir.** En el marco de esta opción las emisoras tienen la posibilidad de prever la celebración de las asambleas a distancia estatutariamente y el análisis y aprobación de tal procedimiento se lleva a cabo por CNV caso por caso. En estos casos, se observa el riesgo de no contar con una práctica uniforme por parte del regulador.
- b) **Intervenir mediante regulación en los términos del Decreto 471/18.** Esta opción debe tener en cuenta los requisitos mínimos previstos por el decreto, tal cual fueron expuestos en los puntos 1 al 4 de la presente sección para ser factible legalmente. La viabilidad de esta opción se analizará en los puntos siguientes.

## Sección 4. Análisis de impacto de la intervención

Los criterios para evaluar los costos y los beneficios de las alternativas de intervención surgieron de la participación de los principales actores interesados. En este sentido, el proceso de participación social recogió la mirada de actores clave en la implementación de la eventual normativa y que serían quienes resultarían afectados por los impactos de dicha norma. Este proceso de participación de actores interesados constó de dos reuniones de trabajo, intercambios telefónicos, comunicaciones por correo electrónico y encuentros informales. El conjunto de interacciones previas a la generación del documento final se encuentra en conformidad con “la consulta temprana” promovida por el abordaje y por la OCDE.

No obstante, por cuestiones de agenda, no pudo organizarse una revisión de los parámetros, criterios y cálculos que se plasman a continuación ni los grupos afectados pudieron participar activamente en la valoración de las opciones con este abordaje metodológico. Si bien entendemos que hubiese sido deseable contar con una puesta en común con los actores interesados, esperamos contar con la mirada de todos los actores involucrados en ocasión de la consulta pública.

### Presentación de criterios para evaluar las alternativas planteadas.

A continuación se presentan los criterios elegidos para comparar las alternativas:

1. Costo de la tecnología para la emisora
2. Ahorro/attractivo por parte del inversor internacional
3. Tiempo adicional que llevaría realizar la asamblea
4. Nuevas inversiones en el corto plazo atribuibles a la iniciativa
5. Cantidad adicional de participantes en la asamblea.
6. Costos para el regulador.

A continuación se definen cada uno de dichos criterios.

#### ***Costo de la tecnología para la emisora.***

Este criterio recoge el costo (adicional) para la emisora que tendría el desarrollo e implementación de los sistemas informáticos para cada opción planteada.

#### ***Ahorro/Atractivo por parte del inversor internacional.***

Este criterio recoge el “beneficio” para el inversor internacional. Por un lado, el ahorro en costos de representación y, por otro lado, el atractivo que podría tener su efectiva participación en las asambleas.

#### ***Tiempo adicional que llevaría realizar la asamblea***

Una de las cuestiones a considerar es cuánto se prolongaría la asamblea al regular las asambleas a distancia de acuerdo a los requisitos de la normativa actual. Este factor es importante pues podría volverse contraproducente en cuanto al objetivo de aumentar la participación de accionistas en asambleas.

#### ***Nuevas inversiones en el corto plazo atribuibles a la iniciativa.***

Este criterio busca caracterizar la situación de la plaza local a la hora de captar inversiones. La lógica detrás de este criterio es advertir que podrían existir condiciones que vuelvan poco atractiva la plaza a pesar de la inversión en instrumentar las asambleas a distancia. De existir esta situación, la coyuntura hace menos atractiva la iniciativa de regular asambleas a distancia.

#### ***Cantidad adicional de participantes en asambleas.***

Este es un resultado directo que se espera obtener de una posible implementación. En este sentido se espera poder tener una estimación a partir del intercambio generado con las partes interesadas.

#### ***Costos para el regulador.***

Este criterio busca captar el conjunto de costos de la opción para el regulador. Estos costos se refieren tanto a los costos de implementación y fiscalización de la opción, así como a los costos de oportunidad que el regulador está incurriendo por haber o no haber implementado la opción. Por ejemplo, por un lado, si la opción de no intervenir resultara elegida, el regulador tendrá los costos propios de no aplicar las recomendaciones internacionales en materia de celebración de asambleas. Por otra parte, si se implementa la alternativa de regular, además

de los costos típicos de la producción normativa (generación de expedientes, notas, publicaciones, fiscalización), existiría un costo reputacional pues se estaría promoviendo la aplicación de una normativa que difícilmente pueda ser llevada a la práctica por las razones que se detallan a continuación.

## Matriz de trabajo y calificación

		Criterios de Análisis					
		Costo de la tecnología para la emisora	Ahorro/Atractivo por parte del inversor internacional	Tiempo adicional que llevaría la asamblea	Nuevas inversiones en el corto plazo atribuibles a la iniciativa	Cantidad de participantes en la asamblea	Costos para el regulador
Alternativas	1. No intervenir	Nulo	Bajo	0	0	15	Medio
	2. Regular las asambleas	Alto	Alto	17	0	1000	Alto

Ante la imposibilidad de obtener estimaciones cuantitativas de algunos indicadores (costo de la tecnología para la emisora, ahorro/attractivo por parte del inversor internacional y costos de oportunidad para el regulador), se asignaron resultados cualitativos, clasificándolos en “nulo”, “bajo”, “medio”, y “alto”. A cada uno de estos resultados se les asignó una nota de 0, 20, 50 y 100, respectivamente, para poder hacer una normalización de esas variables.

### Justificación de la clasificación de cada criterio

#### *Impacto de cada alternativa sobre el criterio “Costo de la tecnología para la emisora”. (Cualitativo)*

Clasificación en la opción de no intervenir: En este caso, no existe un “costo adicional”, por lo tanto, su **costo es nulo**.

Clasificación en la opción de intervenir. **El costo de la tecnología resultaría Alto.**

La normativa vigente implica desarrollos de sistemas más sofisticados que los implementados por los casos analizados durante el proceso de intercambio con actores interesados. Entendemos que, de intervenir, en las condiciones de la normativa vigente, habría requerimientos de sistemas superiores a los que surgen de los casos analizados, por lo que se implicaría mayores costos respecto a las experiencias analizadas. Por lo tanto, el **efecto del costo sobre las emisoras sería alto**.

Durante el intercambio con los actores interesados, profesionales del Citi Bank y del estudio PAGBAM presentaron la experiencia de Brasil y España respectivamente. Si bien las experiencias son heterogéneas, estas iniciativas de participación a distancia requirieron un proceso de varios años en el que derivó en soluciones que difieren a las habilitadas por la normativa.

En ambos casos, España y Brasil celebran asambleas a distancias en las cuales la participación en tiempo real no está garantizada. Tampoco existe en los casos analizados la exigencia de

transmisión simultánea de sonido, imágenes y palabras, exigencia para la normativa local. En ambos casos, el desarrollo de los sistemas hace énfasis en (i) la acreditación y depósito de acciones., y (ii) en el control de identidad y calidad de accionistas.

La implementación de la participación a distancia en las jurisdicciones analizadas implicó complejos desarrollos de sistemas, tanto para garantizar que los votos sean emitidos por los legítimos propietarios de las acciones, como para la correcta contabilización de esas voluntades a la hora de dar quórum y votar. Trabajar a partir de los requisitos de nuestra regulación implicaría costos adicionales a las soluciones encontradas por Brasil y España.

#### *Impacto de cada alternativa sobre el criterio “Ahorro/Atractivo por parte del inversor internacional”. (Cualitativo)*

Clasificación en la opción de no intervenir. En este caso, no existe un cambio respecto a la situación actual, por lo tanto, el **ahorro o atractivo es nulo**.

Clasificación en la opción de intervenir. El **ahorro o atractivo resulta alto**.

El análisis del caso de Brasil muestra que los inversores internacionales fueron los principales promotores de la participación a distancia. En efecto, los grupos de inversión internacionales trabajaron junto a la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil para desarrollar una regulación que les permita votar a distancia. En este sentido, Brasil avanzó progresivamente con proceso que derivó en la obligatoriedad del voto a distancia para todas las compañías por acciones.

Figura 5. Experiencia de Brasil. Proceso progresivo de adecuación normativa para el voto a distancia.

2011	Oct-14	Mar-15	Jan-16	Jan-17	Jan-18
Regulación modificada permitiendo a CVM regular el voto a distancia	CVM trata el tema de Voto a Distancia en audiencia pública	Nueva regulación emitida por CVM sobre Voto a Distancia	Compañías pueden ofrecer voto a distancia como opción	Compañías que forman parte de Ibovespa y IBrX fueron obligadas a ofrecer voto a distancia (100 compañías)	Todas las compañías son obligadas a ofrecer voto a distancia

De esta experiencia sobresalen dos aspectos principales. La adecuación técnica y normativa para permitir (solamente) votar a distancia llevó más de cinco años. No obstante, la experiencia evidencia que **los inversores internacionales se encuentran interesados en la posibilidad de ejercer el voto a distancia y participar de la toma de decisiones.**, por lo tanto, la moción de regular resultaría atractiva para ese grupo de interés.

#### *Impacto de cada alternativa sobre el criterio “Tiempo adicional que llevaría realizar la asamblea” (Cuantitativo)*

Clasificación en la opción de no intervenir. En este caso, no existe un cambio respecto a la situación actual, por lo tanto, el **impacto sería nulo**.

Clasificación en la opción de intervenir. El tiempo adicional sería de **17 horas**.

Para la elaboración de este indicador, se realizó un promedio simple de la cantidad de accionistas que tienen custodia de sus acciones en Caja de Valores S.A. de las quince (15)

sociedades con mayor capitalización bursátil. Se estimó que la alternativa de intervención podría aumentar un 10% la participación de la cantidad de accionistas en la asamblea. Se tomó como supuesto que el tiempo de intervención es de dos minutos y la cantidad de personas intervenientes es del 50% de los asistentes.

Nótese que el resultado que arroja el cálculo implica un tiempo adicional de más de dos jornadas laborales. Por lo tanto, avanzar con la reglamentación de las asambleas a distancia tal como lo exige la normativa puede resultar en asambleas de más de un día; en la práctica esto podría volverse contraproducente.

Parámetros de cálculo:

- Promedio de Asistentes en la actualidad: 15 accionistas.
- Cantidad promedio de accionistas de las 15 empresas de mayor capitalización bursátil: 10.564.
- Aumento de participantes por la posibilidad de participar a distancia: 10%
- Minutos utilizados por cada accionista adicional: 2 minutos.
- Pedido de palabra: 50% de los accionistas que participan

Cálculo del tiempo adicional:

(Cantidad de accionistas adicionales que toman la palabra) x (tiempo utilizado por accionista) =  
Tiempo adicional

$(10.564 \times 10\% \times 50\%) \times (2 \text{ minutos})$

$(528) \times (2 \text{ minutos}) = 1056 \text{ Minutos} = \mathbf{17.6 \text{ horas.}}$

***Impacto de cada alternativa sobre el criterio “Nuevas inversiones en el corto plazo atribuibles a la iniciativa” (Cualitativo/Cuantitativo)***

**Clasificación en la opción de no intervenir.** En este caso, no existe un cambio respecto a la situación actual, por lo tanto, el **impacto sería nulo**.

**Clasificación en la opción de intervenir.** **Se espera que, dado el contexto, las inversiones adicionales en el corto plazo sean nulas.**

La inclusión de este indicador tiene dos objetivos: (i) captar la potencialidad de la regulación para la mejora del financiamiento; (ii) poner de manifiesto que esta capacidad depende de ciertos factores "de contexto", exógenos a la iniciativa, y se construye a partir de (a) Riesgo país, (b) Inflación interanual, (c) Devaluación interanual, y (d) Crecimiento interanual.

Cuadro 3. Calificación para impacto de “Nuevas inversiones en el corto plazo atribuibles a la iniciativa”. Indicador de contexto.

	0%	0 a 200	200 a 700	>700
Riesgo País	Nulo	Baja	Medio	Alto
Calificación	<b>100</b>	<b>50</b>	<b>10</b>	<b>0</b>
	0%	0 a 10%	10% - 20%	20% - 40%
Inflación interanual	Nulo	Baja	Media	Alta
Calificación	<b>100</b>	<b>50</b>	<b>10</b>	<b>0</b>
	0%	0 a 10%	10% - 20%	20% - 40%
Devaluación interanual	Nulo	Baja	Media	Alta
Calificación	<b>100</b>	<b>50</b>	<b>10</b>	<b>0</b>
	Cr<0	0 a 0,5	0,5 a 1,5	>1,5
Crecimiento interanual	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>50</b>	<b>100</b>
Calificación	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>50</b>	<b>100</b>

Valor del indicador: promedio simple de las calificaciones precedentes

A través del análisis del indicador surge que, por el contexto general, la iniciativa difícilmente pueda captar inversiones en el corto plazo. Por lo tanto, **la coyuntura económica no permitiría aprovechar las ventajas que representa la participación a distancia en asambleas para captar inversión.**

#### *Impacto de cada alternativa sobre el criterio “Cantidad adicional de participantes en asambleas”.*

Clasificación en la opción de no intervenir. En este caso, no existe un cambio respecto a la situación actual, por lo tanto, el **impacto sería nulo**.

Clasificación en la opción de intervenir. En línea con los supuestos del cálculo del criterio anterior, la cantidad adicional de participantes en asambleas sería del orden de 1.000.

#### Parámetros de cálculo:

- Cantidad promedio de accionistas de las 15 empresas de mayor capitalización bursátil: 10.564.
- Aumento de participantes por la posibilidad de participar a distancia: 10%

#### Cálculo de los participantes adicionales:

(Cantidad de accionistas promedio) x (aumento de participantes por posibilidad de participar a distancia) = participantes adicionales

$$(10.564) \times (10\%) = \mathbf{1.056}$$

### *Impacto de cada alternativa sobre el criterio “Costos para el regulador”.*

Clasificación en la opción de no intervenir. En este caso existe un costo pues la asamblea a distancia es una buena práctica internacional. **Este costo se considera medio.** En efecto, no estar a nivel de los desarrollos normativos de otros países pone a la plaza local y al regulador en una situación de desventaja. Este “costo” debe ser entendido entonces en sentido amplio, como el diferencial entre promover las mejores prácticas vigentes y no implementarlas. Es amplio porque incluye cuestiones como costo reputacional, pero también el lucro cesante de no cobrar tasas y aranceles de las inversiones adicionales fruto de una mejor regulación.

Clasificación en la opción de intervenir. En función del impacto de los indicadores anteriores, reglamentar las asambleas a distancia bajo el actual marco normativo sería muy difícil. Instar a las emisoras reguladas a garantizar la participación a distancia bajo los condicionantes ya detallados implicaría un **costo alto**, pues resultaría extremadamente difícil implementar la medida en la práctica, y que en definitiva, los beneficios a obtener no justificarían sus costos.

### **Matriz de valoración estandarizada**

A continuación se construye la matriz de valoración a partir de la matriz de trabajo y calificación. Para otorga el mayor puntaje (100) al resultado más deseado y el menor (0) a al resultado menos deseado.

		Criterios de Análisis						
		Costo de la tecnología para la emisora	Ahorro/Atractivo por parte del inversor internacional	Tiempo adicional que llevaría la asamblea	Nuevas inversiones en el corto plazo atribuibles a la iniciativa	Cantidad de participantes en la asamblea	Costos para el regulador	Calificación final
Alternativas	1. No intervenir	100	20	100	0	20	50	290
	2. Regular las asambleas	0	100	0	0	50	0	150

### **Matriz de ponderadores**

A continuación se establece una ponderación, que como todo el desarrollo aquí presentado podrá ser revisado con los aportes recibidos de la consulta pública.

Criterios	Ponderaciones
Costo de la tecnología para la emisora	25%
Ahorro/Atractivo por parte del inversor internacional	10%
Tiempo adicional que llevaría la asamblea	20%
Nuevas inversiones en el corto plazo atribuibles a la iniciativa	10%
Cantidad de participantes en la asamblea	25%
Costos para el regulador	10%
	100%

De la matriz que antecede, surge que los criterios más importantes son, los costos de la tecnología para las emisoras y la cantidad de nuevos participantes en las asambleas. Los criterios con un peso relativo intermedio son el tiempo adicional que lleva la realización de la asamblea y los costos para el regulador. Los criterios de ponderación baja son el ahorro o atractivo para el inversor internacional y las nuevas inversiones en el corto plazo atribuibles a la iniciativa.

## Matriz de Resultados

Considerando las ponderaciones y el impacto de cada indicador en cada alternativa surge la siguiente matriz de resultados. La solución final con que obtenga mayor calificación es la que brinda mayores beneficios netos.

		Criterios de Análisis						
		Costo de la tecnología para la emisora	Ahorro/Atractivo por parte del inversor internacional	Tiempo adicional que llevaría la asamblea	Nuevas inversiones en el corto plazo atribuibles a la iniciativa	Cantidad de participantes en la asamblea	Costos para el regulador	Calificación final
Alternativas	1. No intervenir	25	2	15	0	5	7,5	30
	2. Regular las asambleas	0	10	0	0	12,5	0	23

**De la matriz de resultados surge que la alternativa más beneficiosa es la de no intervenir. No obstante, cambios normativos o de coyuntura pueden viabilizar un nuevo análisis. En particular, si se flexibilizaran las condiciones impuestas por el Decreto N° 471/2018, podrían considerarse otras alternativas de intervención que podrían ser preferibles a las dos alternativas aquí analizadas. Adicionalmente, estas alternativas adicionales serán en conjunto más provechosas cuando mejore la coyuntura macroeconómica, aquí capturada por el criterio “Nuevas inversiones en el corto plazo atribuibles a la iniciativa”.**

## **Sección 5. Conclusión / Opción preferida**

Si bien la opción preferida fue “no intervenir” el ejercicio propuesto por la metodología arroja conclusiones muy valiosas en cuanto pueden convertirse en la hoja de ruta de futuras iniciativas (normativas y no normativas) en el campo de gobierno corporativo. Entre los principales aprendizajes se destacan los siguientes.

### **1. Se evidenció una la baja participación de accionistas en las asambleas**

La aplicación de la metodología de AIR ayudó a determinar la magnitud del problema de la baja participación de los accionistas en asambleas. Así, la evidencia mostró que en las 15 sociedades de mayor capitalización bursátil de Argentina<sup>11</sup> **la participación es menor al 0,5% en todos los casos**<sup>12</sup>.

La baja participación puede deberse a una variedad de causas que no son objeto del presente informe: alta concentración del capital, poco desarrollo en la organización de los accionistas, cuestiones culturales, bajo interés, costumbre, entre otras. No obstante, **es de esperar que la mejora en el acceso a través de otros canales de participación pueda impulsar una mejora en la brecha de participación**, en línea con las recomendaciones internacionales (OCDE, 2016).

### **2. Por analogía con el desarrollo de Brasil, se observa que los inversores internacionales se encontrarían interesados en contar con canales directos de participación**

Este hallazgo brinda un motivo adicional para la eventual regulación de la participación a distancia. El caso de Brasil presentado por el grupo de trabajo de actores interesados muestra que los grupos de inversión internacional se encuentran interesados en ejercer el voto de manera directa y a distancia.

En efecto, la Comisión Nacional de Valores Mobiliarios de Brasil trabajó la normativa con las partes interesadas en la misma. **En un proceso de alrededor de seis años se avanzó progresivamente en una iniciativa que dio por resultado la posibilidad de votar a distancia y**

---

<sup>11</sup> Fuente Bolsar al 31/12/2018.

<sup>12</sup> Para el cálculo se consideró como numerador la cantidad de participantes en la última asamblea general ordinaria y como denominador la cantidad de cuentas comitentes que posee al menos una acción para cada sociedad seleccionada. Fuente: Caja de Valores SA al 31/06/2019.

**en tiempo diferido.** Cabe señalar que el marco normativo argentino invalida avanzar con una iniciativa similar.

**3. La normativa vigente no permite avanzar con estrategias de participación a distancia similares a las de los casos de Brasil y de España.**

El Decreto N° 471/2018, reglamentario de la LMC, artículo 61, dispone que las emisoras que prevean la celebración de asambleas a distancia deberán establecer **canales de comunicación que permitan la transmisión simultánea de sonido, imágenes y palabras.**

Como se analizó en el presente documento, esta exigencia de la normativa vigente implica soluciones económicamente onerosas, técnicamente muy desafiantes, y muy alejadas de las soluciones adoptadas por otras jurisdicciones.

**4. Mejores condiciones macroeconómicas y financieras podrían despertar mayor interés por esta regulación, ya sea desde el punto de vista de los inversores como desde las emisoras.**

En la actualidad, las condiciones macroeconómicas y financieras restringen la inversión en general. En este marco, la posibilidad de mejorar las condiciones de financiación de las emisoras a través de seguir las buenas prácticas de gobierno corporativo, se ven como muy lejanas.

No obstante, un cambio en la coyuntura que iguale ciertas variables clave con las economías de la región (inflación, riesgo país, expectativas de devaluación y crecimiento, etc) puede volver más atractivo este tipo de normativa.

**5. El problema de agencia que da origen al presente documento puede abordarse desde enfoques complementarios a la participación de accionistas en asambleas.**

En particular, se destaca el Capítulo 3 G) del código de gobierno societario<sup>13</sup>. Éste establece lineamientos que tienden a brindar a los accionistas minoritarios información fundamental

---

<sup>13</sup> En particular, se destaca el Capítulo 3 G) del código de gobierno societario, donde se recomiendan prácticas sobre participación de los accionistas y partes interesadas. Este apartado establece lineamientos para brindar a los accionistas minoritarios herramientas clave para reducir las asimetrías de información respecto a los directores y fomentar la participación de los accionistas. En particular se destacan:

- La confección previa a la celebración de la Asamblea de 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. En el marco de esta práctica, el Código de Gobierno Societario sugiere que el Directorio se expida expresamente sobre los comentarios recibidos más relevantes al enviar el paquete definitivo de información.

tendiente a reducir las asimetrías respecto a los directores a partir de los siguientes principios generales:

XIX. La compañía deberá tratar a todos los Accionistas de forma equitativa. Deberá garantizar el acceso igualitario a la información no confidencial y relevante para la toma de decisiones asamblearias de la compañía.

XX. La compañía deberá promover la participación activa y con información adecuada de todos los Accionistas en especial en la conformación del Directorio.

XXI. La compañía deberá contar con una Política de Distribución de Dividendos transparente que se encuentre alineada a la estrategia.

XXII. La compañía deberá tener en cuenta los intereses de sus partes interesadas.

El área de Gobierno Corporativo de la CNV tiene previsto realizar, desde 2020 y en forma continua, un seguimiento del código de gobierno societario. El presente trabajo es útil para guiar la iniciativa en materia de supervisión del cumplimiento del código de referencia.

## **6. Flexibilizar la normativa en materia de celebración de asambleas a distancia podría dar al regulador la posibilidad de generar otras alternativas no analizadas que sean estrictamente preferibles a la alternativa aquí adoptada.**

Resulta clave continuar el trabajo comparativo de las experiencias de otras jurisdicciones para analizar alternativas de mejora en la participación en asambleas. Esto incluye pero no se limita a la participación en el acto asambleario mismo sino también a las posibilidades concretas de los accionistas en general a obtener información sensible para la toma de decisión, como se rescata en los principios del código de gobierno societario.

- 
- El CGS recomienda como buena práctica que el estatuto de la compañía contemple la posibilidad de que los Accionistas puedan recibir los paquetes de información para las asambleas a través de medios virtuales. Asimismo, recomienda explícitamente incorporar la posibilidad de 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 con un criterio de flexibilidad y proporcionalidad en su implementación.

## **Bibliografía consultada.**

- BÉNABOU, R. (2013). Groupthink: Collective Delusions in Organizations and Markets. *Review of Economic Studies*, 429-461.
- Nissen, R. A. (2010). *Curso de Derecho Societario*. Buenos Aires: Ad-Hoc.
- OCDE. (2016). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*. París: Éditions OCDE, Paris.
- OECD. (1999). OECD Principles of Corporate Governance. *Meeting of the OECD Council at Ministerial Level*, 1-46.
- Vives, P. P. (2015). *Capítulo 10. La estructura del Órgano de Administración y el Estatuto del Administrador en las Sociedades Cotizadas Iberoamericanas*. Madrid: Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV).
- Zaldivar, E. (1976). *Cuadernos de Derecho Societario. Tomo II - 2da. parte*. Buenos Aires: Abeledo Perrot.
- Zunino, J. O. (2005). *Régimen de Sociedades Comerciales. Ley 19.550*. Buenos Aires: Astrea.

## ANEXO II

### FORMULARIO PARA LA PRESENTACIÓN DE OPINIONES Y PROPUESTAS EN EL PROCEDIMIENTO DE ELABORACIÓN PARTICIPATIVA DE NORMAS

#### NÚMERO DE PRESENTACIÓN

- CONTENIDO DE LA NORMA A DICTARSE
- DATOS DEL PRESENTANTE

NOMBRE Y APELLIDO:

DNI:

FECHA DE NACIMIENTO:

LUGAR DE NACIMIENTO:

NACIONALIDAD:

DOMICILIO:

TELÉFONO PARTICULAR / CELULAR:

TELÉFONO LABORAL:

DIRECCIÓN DE CORREO ELECTRÓNICO:

CARÁCTER EN QUE SE PRESENTA (marcar con una cruz lo que corresponde)

Particular interesado (persona física)

Representante de Persona Jurídica <sup>(1)</sup>

<sup>(1)</sup> En caso de actuar como representante de PERSONA JURÍDICA, indique los siguientes datos de su representada:

DENOMINACIÓN / RAZÓN SOCIAL:

DOMICILIO:

INSTRUMENTO QUE ACREDITA LA PERSONERÍA INVOCADA:

- CONTENIDO DE LA OPINIÓN Y/O PROPUESTA

En caso de adjuntarla/s por instrumento separado, marcar la opción correspondiente <sup>(2)</sup>

.....  
<sup>(2)</sup>  Se adjunta informe por separado.

- DETALLE DE LA DOCUMENTACIÓN ACOMPAÑADA

.....  
FIRMA:

ACLARACIÓN: