



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

## Nota de Política N° 5

# El Gobierno Corporativo en Argentina<sup>1</sup>

*Julio 2005*

---

<sup>1</sup> La presente Nota fue enriquecida por las discusiones y recomendaciones surgidas del Ciclo de Mesas Redondas realizadas en el CEF ([www.cefargentina.org](http://www.cefargentina.org)) entre los meses de marzo y abril de 2005.

La utilización o la publicación, parcial o total, para su difusión o con fines comerciales, de documentos, fotografías, logotipos y elementos gráficos, está estrictamente prohibida sin autorización previa de la Fundación Centro para la Estabilidad Financiera (CEF). Ésta deberá solicitarse al CEF o, en el caso de materiales de otras entidades (cuyos datos figuran en nuestros trabajos), así como en el caso de publicaciones de otras editoriales, a la entidad, la persona o la editorial de que se trate. Está prohibido modificar el material cuyos derechos se reserva el CEF, con la obligación de citar la fuente. En caso de utilizar material del CEF se solicitará una muestra o ejemplar de prueba a fin de darle aprobación. Ante el incumplimiento el CEF se reserva el derecho correspondiente.



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

## Índice

Resumen Ejecutivo.....	3
1. Motivación.....	8
2. Marco conceptual y determinantes de la importancia del buen gobierno corporativo.....	11
3. Tendencias regulatorias internacionales.....	16
4. Marco legal y normativo en Argentina.....	21
5. Efectiva aplicación de las leyes relacionadas al GC ( <i>Enforcement</i> ).....	24
6. Hechos estilizados del GC en empresas con oferta pública.....	33
7. Diagnóstico de situación.....	45
8. Recomendaciones y sugerencias de política.....	47
9. Bibliografía.....	50
ANEXO I. Encuesta a Inversores Institucionales.....	53

## RESUMEN EJECUTIVO

El *gobierno corporativo* (GC) se refiere a los mecanismos de incentivos desarrollados para operar las firmas, con el objeto de proteger los intereses, acciones, derechos y obligaciones de los diferentes participantes con interés legítimo en la misma. En especial, el buen GC intenta minimizar los conflictos de intereses por los cuales quienes administran las compañías (la alta gerencia y el directorio) pueden menoscabar el valor de la empresa en detrimento de los accionistas minoritarios y los acreedores. El enorme interés actual alrededor del tema excede largamente a los círculos académicos debido a su impacto, claramente documentado, sobre el valor de las empresas. Los estudios, que abarcan un elevado número de países y que esta Nota de Política extiende también a Argentina, dan cuenta de que un buen GC: (a) favorece el acceso de las empresas al mercado de capitales; (b) reduce el costo y amplía los plazos del financiamiento en general; y (c) impulsa la rentabilidad operativa de las empresas. A nivel macroeconómico, el buen GC alienta la estabilidad y desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico. Por último, debe tenerse en cuenta que el buen GC no sólo involucra a los participantes “directos” en la empresa, (los accionistas, la gerencia, los directores) sino también a los inversores o tenedores de deuda, empleados, proveedores, clientes, el fisco y a la comunidad en general. En tal sentido, la transparencia y difusión de información, así como la correcta protección de los acreedores, accionistas minoritarios y otros incumbentes relevantes tiene una importante dimensión social y democrática.

Las mejores prácticas de GC incluyen un componente institucional y otro contractual. El marco legal y normativo es conocido como *GC Institucional*. Este contempla los derechos de los acreedores e inversores a través del tratamiento igualitario a todos los accionistas y la exigencia de un grado razonable de transparencia de la estructura y toma de decisiones dentro de la empresa; de crucial relevancia es que este marco cuente con aplicabilidad efectiva. Por su parte, las iniciativas y los compromisos que voluntariamente decidan adoptar las empresas por encima de los requisitos legales se conoce como *GC Contractual*. La correlación positiva entre el GC contractual y la valoración de la empresa es más fuerte en los mercados emergentes que en los mercados desarrollados, a pesar de que estos últimos cuentan con un mejor marco institucional. Es justamente en contextos institucionales relativamente más débiles donde los compromisos contractuales asumidos por las propias empresas generan un mayor beneficio para las mismas, aun cuando los mercados de capitales no sean demasiado desarrollados.

A partir del año 2000, y especialmente tras los escándalos de Enron y otras compañías con severos problemas de GC, se registran notorias reformas legales y regulatorias en un gran número de países. Tales reformas se centraron en el derecho del mercado de valores, mientras que los marcos legales sólo impusieron lineamientos generales, dejando los detalles reglamentarios en manos del regulador. Previo a ello, se observaba una tendencia a la emisión de códigos o cuerpos de recomendaciones de los propios mercados autorregulados o por iniciativa privada con adopción voluntaria por parte de las empresas. La evidencia en relación al efecto real de tales Códigos de Buenas Prácticas y varios resonantes casos de fracasos corporativos han puesto en duda la eficacia del modelo de “autorregulación” y generaron una mayor intervención legislativa, siendo el caso de *Sarbanes-Oxley* en los EEUU el caso paradigmático.

En nuestro país el GC institucional suele considerarse relativamente desarrollado en comparación con países similares. En el año 2001, el Decreto 677 significó un primer y significativo paso en la adopción de buenas prácticas de GC para las empresas con oferta pública. Aunque la reforma tuvo una recepción positiva en el mercado, la evidencia indica que existe amplio margen para mejorar el GC institucional en Argentina, incluyendo no sólo a empresas de oferta pública sino también, empresas sin oferta pública y entidades financieras. En tal sentido, uno de los aspectos críticos se relaciona no sólo a la existencia del marco institucional, legal y normativo adecuado sino también a la efectiva aplicación de las leyes y normas (*enforcement*). Para el caso de empresas con oferta pública, la independencia económica y política del regulador es de vital importancia para el buen cumplimiento de las normas de GC. El análisis de la evidencia comparada muestra, en Argentina, un bajo nivel de actividad sancionatoria del regulador. Como mecanismo complementario (aunque no sustituto) de la efectiva aplicación de las leyes y normas (*enforcement*) cabe mencionar a los inversores institucionales, los cuales, en razón del volumen invertido y su capacidad técnica, tienen la posibilidad de ejercer una activa disciplina sobre las compañías. De

todas formas, este tipo de control no tiene aún en nuestro país la profundidad que ha alcanzado en otros mercados más desarrollados. Algo similar ocurre con otros intermediarios reputacionales (gatekeepers) que monitorean a las compañías, tal el caso de los auditores externos y las sociedades calificadoras de riesgo.

Por primera vez en el país, se ha realizado un detallado relevamiento sobre la estructura de propiedad y la calidad del GC de las empresas en oferta pública. La estructura de propiedad es relativamente simple y está claramente dominada por el principal accionista de la empresa. A través de estructuras piramidales, y en menor medida acciones con voto múltiple, los derechos de voto superan holgadamente a los derechos sobre el capital en muchas empresas, acentuando los conflictos de intereses entre controlantes y minoritarios. No existen en Argentina empresas con propiedad atomizada, y más de la mitad de las compañías cuenta con un accionista principal de nacionalidad extranjera. Por su parte, al igual que en otros aspectos del buen GC donde las empresas se atienen estricta y solamente a lo establecido por la norma, el número de directores independientes coincide en promedio con el requisito regulatorio mínimo.

En efecto, los índices de GC elaborados por el CEF indican que el compromiso de las empresas con las mejores prácticas de GC es marcadamente bajo. Las mejoras observadas entre 2003 y 2004 se explican por las modificaciones regulatorias (GC institucional) y no al apego voluntario de las compañías (GC contractual). A su vez, los inversores institucionales no tienen adecuados incentivos para ponderar el buen GC como un aspecto relevante en sus políticas de selección de cartera al tiempo que no perciben buenas prácticas de parte de estas empresas.

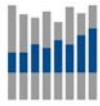
Es sumamente interesante remarcar que *el análisis estadístico y econométrico da cuenta de un sustancial impacto del buen GC sobre la rentabilidad contable y bursátil de las empresas*. Tal hallazgo empírico debería merecer una mayor consideración tanto de parte de las empresas como de los reguladores, participantes del mercado e inversores en general, quienes en muchos casos opinan que el GC es un tópico de escasa trascendencia práctica en nuestro país.

El caso de las empresas con oferta pública en Argentina pone de manifiesto ciertos prejuicios respecto a los beneficios del buen GC que la evidencia encontrada debería contribuir a desterrar. Es indudable que los incentivos empresariales para avanzar en esta materia, principalmente la posibilidad de realizar emisiones primarias en el mercado de capitales, no son suficientemente fuertes en el corto plazo. No obstante, es preciso tener presente que el desarrollo del mercado no tendrá lugar sin una previa mejora del GC, entendida como una inversión de mediano y largo plazo. Para eludir este círculo vicioso, es menester un empuje decidido por parte del Estado, el regulador y los mercados autorregulados haciendo efectivas ciertas normas mínimas para todas las empresas (que en muchos casos no suponen mayores costos o trastornos para las mismas) y generando incentivos, de bajo o nulo costo fiscal, para avances de carácter voluntario. El diagnóstico se complementa con una serie de recomendaciones de política que cumplen con las características antes mencionadas. El siguiente cuadro resume las mismas:

Diagnóstico	Recomendaciones
Tendencia a nivel internacional hacia reformas legales y/o regulatorias, acompañadas por el necesario nivel de efectiva aplicación ( <i>enforcement</i> ) para garantizar su cumplimiento, complementadas con iniciativas que promuevan e incentiven las mejoras del GC contractual.	Avanzar en el diseño de requerimientos obligatorios y uniformes para todas las compañías en oferta pública y para entidades financieras, alineado con las buenas prácticas internacionales, aunque considerando el equilibrio óptimo entre el componente obligatorio y el voluntario. Promoción de mecanismos de GC contractual, tales como la difusión y adopción de Códigos de Buenas Prácticas; secciones especiales de cotización tales como el <i>Novo Mercado</i> en Brasil; índices y calificaciones de buen GC; etc..
Déficit en materia de GC institucional (requisitos legales) y contractual (prácticas de carácter voluntario). Falta de adecuado interés y conocimiento por parte de las	Instalar en la agenda de discusión privada y pública la importancia de mejorar el GC. Esfuerzo privado, a través de las empresas y cámaras, fundaciones, universidades



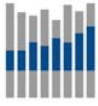
empresas, de los inversores y de los organismos reguladores.	y el gobierno (teniendo en cuenta, en este último caso, que las mejoras de GC tendrían beneficios sociales importantes).
En relación al marco legal, existe una visión positiva con respecto a los principios instaurados a través del Decreto 677/01, aunque existe también margen para la implementación de mejoras.	El diseño de un nuevo marco legal no debería necesariamente implicar una alineación plena con los estándares de GC de los países más avanzados. Uno de los aspectos pendientes se relaciona con cuestiones estructurales que hacen a la organización del mercado de capitales (abandono del modelo mutualista de organización), como la supervisión directa sobre los intermediarios de mercado y la asignación de recursos económicos y garantías jurídicas para la independencia del regulador financiero. La incorporación de los principios rectores del Decreto 677/01 a un proyecto de reforma de la Ley de Sociedades Comerciales es un tema de alta importancia que debería ser adecuadamente debatido. La adopción parcial de los principios instaurados por el Decreto 677/01 hasta el día de la fecha sugiere que la sanción de instrumentos legales no puede por sí sola remediar las deficiencias observadas en el GC.
En relación al marco regulatorio, se observa una adopción insuficiente del Decreto 677/01 por parte del regulador. Falta de regulación sobre aspectos incluidos en la norma legal o regulación poco específica, dejando a discreción de las compañías el grado de cumplimiento (ej. memoria ampliada)  Por el lado de las empresas, se observa un cumplimiento formal, con escasa información cualitativa y relevante más allá del mínimo necesario para evitar sanciones por parte del regulador, siendo el nivel de transparencia y difusión claramente insatisfactorio.	Se requeriría una reglamentación más detallada acerca de los requisitos informativos a satisfacer por las empresas a fin de reducir la discrecionalidad y dispersión en la difusión de información relevante. Incentivar aquellas cuestiones que implican un bajo costo de cumplimiento para las empresas y podrían generar un alto impacto sobre la protección de los accionistas minoritarios, como información sobre estructura y procedimientos del directorio y la gerencia, la política de dividendos pasada y proyectada, la política de remuneración del directorio y la gerencia (con detalle de los criterios adoptados) y sobre la estructura de propiedad completa de las compañías.
No existen iniciativas para mejorar el GC por parte de los mercados autorregulados, siendo la ausencia de cambios en los requisitos de cotización una evidencia concreta en tal sentido si se lo compara con otros mercados de valores en el mundo.	Debería contemplarse la creación de un panel de cotización especial para las empresas que decidan adoptar las mejores prácticas de GC. Esta medida debería complementarse con regulaciones que induzcan a los inversores institucionales a invertir en empresas que cotizan en este segmento especial. Los mercados deberían promover y alentar las mejores prácticas entre las empresas.
Del análisis empírico surge evidencia de la ausencia de directorios efectivos e independientes, componente central en las reformas recientes y en las recomendaciones de mejores prácticas de GC. Si bien las mejoras introducidas por el 677/01 han ayudado a actualizar el funcionamiento de los directorios (ej. introducción de la figura del “director independiente”; modulación de su responsabilidad; constitución obligatoria del comité de auditoría; etc.), un funcionamiento efectivo y una real independencia son	Desde el punto de vista del GC institucional, debería perfeccionarse el régimen de responsabilidad de los administradores a fin de alinearlos con el objetivo de creación de valor, atendiendo al rol de supervisión que cumplen los directorios y atenuando la responsabilidad solidaria cuando existen comités especiales (distribución horizontal de competencias) y/o delegación específica a un director delegado o la gerencia (distribución vertical de competencias). Desde el punto de vista del GC contractual es fundamental fomentar una “cultura de



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

<p>aspectos que pertenecen al GC contractual y a las prácticas de las propias empresas.</p>	<p>directorios efectivos”, promoviendo códigos o principios de buen gobierno, así como una adecuada capacitación y profesionalidad.</p>
<p>El efectivo cumplimiento de leyes y normas es otro aspecto que exhibe una notoria debilidad. Se percibe deficiencia en la dotación de recursos humanos y financieros del regulador así como en su independencia respecto al poder político. Se suma la falta de prioridad asignada al fortalecimiento del GC. Se requiere mayor celo en la aplicación efectiva de algunas normas vigentes de GC. Escasa utilización de los mecanismos de arbitraje en los mercados autorregulados. No se observa un rol activo de parte de los inversores institucionales y bancos, así como de parte de los intermediarios reputacionales.</p>	<p>Deberían procurarse medidas tendientes a dotar al ente regulador de la independencia y los recursos suficientes para monitorear y sancionar en los casos necesarios. Esto exigiría, adicionalmente, una revisión de los mecanismos de autorregulación en el mercado de capitales en línea con los estándares internacionales de IOSCO. Debería enfatizarse al menos la aplicación de aquellas normas que involucran bajo costo a las empresas pero que pueden generar fuerte impacto en el mercado. De igual manera debería fomentarse la utilización de los mecanismos de arbitraje. A fin de fomentar un rol activo de parte de las entidades financieras el buen GC de las propias entidades es una precondition. Aunque un rol más activo de parte de las mismas puede requerir algunos cambios regulatorios. Un rol más activo de parte de los intermediarios reputacionales puede requerir la adopción de estándares contables y de auditoría más cercanos a las mejores prácticas. La adopción de estándares de ética profesional deben ser acompañados por adecuados incentivos regulatorios.</p>
<p>Los inversores institucionales, calificadoras y entidades financieras no perciben un apego a las buenas prácticas de GC por parte de las empresas, al mismo tiempo que no existen adecuados incentivos para que los mismos ponderen el buen GC como un aspecto relevante en sus políticas de selección de cartera.</p>	<p>Los inversores institucionales deberían asumir un rol más activo como demandantes de buen GC, interactuando en forma más intensa tanto con las propias compañías como con el regulador. En el caso de las AFJPs deberían considerarse cambios en las normas relacionadas con las comisiones, políticas de inversión y en las relativas a su participación como accionistas minoritarios en las empresas. Este último aspecto debería incluir a las empresas de seguro y los fondos comunes de inversión. La creación de segmentos <i>premium</i> en el mercado de acciones y de bonos contribuiría a generar un incentivo adecuado.</p>
<p>Los inversores institucionales internacionales valoran el buen GC al momento de decidir sus inversiones al mismo tiempo que muestran un rol activo dentro de las empresas.</p>	<p>Tanto el regulador como los participantes del mercado deben ponderar la necesidad de adecuarse a los estándares mínimos de GC de manera de asegurarse un acceso más fluido al financiamiento por parte de estos inversores institucionales internacionales. La mayor participación de los mismos en el mercado generaría importantes externalidades positivas para el desarrollo de los servicios financieros.</p>



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

## 1. Motivación

1.1. El mercado de capitales de Argentina presenta un bajo nivel de desarrollo comparado con otros países de la región y mercados emergentes. Esto se refleja tanto en un bajo nivel de emisiones primarias y secundarias por parte de empresas, así como en un bajo nivel de capitalización, volumen de transacciones y número de empresas listadas<sup>2</sup>. Un mercado de capitales profundo es una condición necesaria para asegurar el fortalecimiento de la inversión de largo plazo en un contexto de limitado acceso al ahorro externo y con inversores institucionales y entidades bancarias severamente afectadas por las secuelas de la crisis financiera y el *default* de la deuda del año 2002.

1.2. Los aspectos institucionales relacionados con el marco legal y normativo, la seguridad jurídica, la transparencia y protección al derecho de los acreedores y accionistas minoritarios se encuentran entre los argumentos usualmente utilizados para explicar este subdesarrollo relativo. El fortalecimiento de tales instituciones permitirá recobrar la confianza en el mercado de capitales como mecanismo de asignación de ahorros. La evidencia empírica indica que un marco legal que fomenta la transparencia y define reglas de responsabilidad claras y aplicables favorece la expansión del mercado de capitales. En particular, uno de los aspectos que más atención ha recibido a nivel internacional es el GC de los emisores.

1.3. El GC se refiere a los mecanismos de incentivos desarrollados para operar las firmas con el objeto de proteger los intereses, acciones, derechos y obligaciones de los diferentes participantes con interés legítimo en la misma. La dinámica normal de una empresa puede dar lugar a dos tipos de conflicto de interés con serias consecuencias sobre su funcionamiento: por un lado, los gerentes a cargo del manejo cotidiano de la empresa pueden aprovechar su privilegiada situación dentro de la compañía para obtener beneficios personales a expensas del universo de accionistas; por el otro, los accionistas mayoritarios pueden explotar su poder sobre la compañía para obtener beneficios a expensas de los accionistas minoritarios, quienes típicamente no cuentan con la información y los recursos para evitar tales conductas. Como es previsible, estas fuentes de expropiación de los derechos de los accionistas afectan las condiciones bajo las cuales los inversores ofrecerán financiamiento a las empresas. Las mejores prácticas de GC incluyen un marco legal y normativo que contemple adecuadamente los derechos de los inversores, promoviendo el tratamiento igualitario, fomentando y exigiendo la transparencia de la toma de decisiones y que a su vez cuente con aplicabilidad efectiva. En tal sentido, el conjunto de reglas comunes referentes a buenas prácticas de GC determinadas por el sistema jurídico y las instituciones propias de cada país es llamado *GC Institucional*. Por su parte, las iniciativas y esfuerzos privados y, especialmente, los compromisos que voluntariamente decidan adoptar las empresas se conoce como *GC Contractual*. De esta forma, no sólo involucra a los participantes “directos” en la empresa (los accionistas, la gerencia, los directores) sino también a los inversores o tenedores de deuda, empleados, proveedores, clientes, fisco y a la comunidad en general.

1.4. La evidencia empírica a nivel internacional indica que las mejoras a nivel de GC institucional tienen un efecto positivo en el desarrollo del mercado de capitales y a través de éste, sobre el desarrollo económico<sup>3</sup>. Por otro lado, la correlación entre el gobierno contractual y la valoración de la empresa u otras medidas de rendimiento de la inversión es más fuerte en los mercados emergentes que en los mercados desarrollados. En nuestro país, el Decreto 677/01 significó un primer e importante paso en la adopción de alguna de las mejores prácticas internacionales de transparencia y protección del inversor, estableciendo un nuevo marco legal de GC para las empresas con oferta pública. Es de esperar que la aplicación efectiva de los requerimientos determinados por la mencionada norma permitan generar un estándar mínimo de GC acorde con las mejores prácticas internacionales. No obstante, existen diversos aspectos relacionados con la reglamentación, implementación y adecuada aplicación de la norma (*enforcement*) en los cuales existe amplio margen para el fortalecimiento del GC. Por otro lado, el énfasis en la mejora del GC de las propias empresas, más allá del estándar institucional, constituye uno de los aspectos esenciales para el adecuado desarrollo del mercado de capitales local y el acceso

---

<sup>2</sup> Ver Tabla Nº 3 en pág. 33.

<sup>3</sup> Claessens, S. (2003) identifica cinco canales a través de los cuáles la evidencia empírica muestra que las mejoras de GC a nivel país e incluso a nivel empresa y sectores, afecta el crecimiento, empleo, la pobreza y el bienestar general: a) mayor acceso a financiamiento externo de parte de las empresas; b) menor costo de capital y mayor valor de las empresas; c) mejor desempeño, por la mejor asignación de los recursos; d) posible efecto benéfico del GC en la reducción de las crisis financieras y por último, e) una mejor relación entre los diferentes agentes con interés legítimo en las empresas, que podría redundar en mejoras en las relaciones laborales, sociales y en aspectos tales como protección de medio ambiente.

al financiamiento bancario y no bancario. Históricamente las firmas con oferta pública han mostrado mínimos estándares de GC, aunque de manera creciente en los últimos años el desarrollo de los inversores institucionales, la privatización de las empresas de servicios y la posibilidad de acceder a los mercados de capitales internacionales conjuntamente con un crecimiento de la importancia de los capitales externos en el mercado local estimularon mejoras en los estándares de GC de algunas firmas domésticas. Sin perjuicio de ello, la evidencia analizada para la Argentina indica que se requieren mejoras significativas tanto en materia de GC institucional como contractual si se quiere facilitar el acceso al financiamiento de las empresas así como alentar el desarrollo de un mercado de capitales profundo y amplio.

1.5. Considerando la importancia que el GC tiene para el desarrollo de los servicios financieros, el CEF ha incluido entre los aspectos centrales de su agenda el estudio, análisis y seguimiento del nivel de GC de las empresas. Entre los objetivos mediatos de esta tarea se encuentran los siguientes: (i) promover el uso de los mecanismos de control y disciplina sobre la firma por parte de los inversores; (ii) crear una mayor conciencia a nivel de la firma y a nivel de los inversores acerca de los beneficios privados y sociales derivados del fortalecimiento del GC (tanto institucional como contractual) y (iii) estimular a los diversos participantes del mercado (inversores, accionistas, directivos, gerentes y demás incumbentes (*stakeholders*) o participantes con interés legítimo en la empresa) a mejorar las prácticas de GC.

1.6. Una parte esencial del trabajo de monitoreo de las buenas prácticas de GC lo constituye el diseño, la construcción, implementación y seguimiento de medidas cuantitativas de GC. Dentro de la agenda de trabajo del CEF este seguimiento se ha efectuado a través de tres índices o mediciones de GC: primero, un Índice de Transparencia y Difusión (ITD) basado en la información pública (proveniente de diversas fuentes) de cada empresa, reflejando las normas de transparencia y difusión que constituyen elementos claves del buen GC; segundo, una encuesta realizada a las empresas con información referida a sus prácticas de GC, ética de los negocios, manejo de riesgos y relación con el mercado, que se refleja en el Índice de Encuesta de GC (EGC); tercero, una encuesta a inversores institucionales y participantes activos en el mercado de capitales acerca del GC de las empresas que se refleja en el Índice de Encuesta a Inversores Institucionales (EII). El ITD fue medido por primera vez durante el mes de Noviembre de 2003, mientras que en Septiembre del 2004 se llevó a cabo una segunda medición. En tanto, se ha realizado durante el segundo semestre de 2004 el primer relevamiento del cuestionario a las empresas y la primera encuesta a inversores institucionales. La combinación de las tres medidas antes mencionadas constituye una primera estimación del nivel de GC para empresas con oferta pública de Argentina. El análisis y diseminación de este tipo de mediciones permitirá monitorear a lo largo del tiempo el estado de situación del GC en Argentina<sup>4</sup>.

1.7. En este sentido, la presente Nota realiza un aporte al debate acerca de la aplicación de las buenas prácticas de GC para las empresas en nuestro país a través del análisis del marco legal y normativo que constituye el GC institucional al mismo tiempo que se analiza la aplicación de los estándares internacionales de GC a nivel empresa (GC contractual). La sección 2 realiza un breve resumen de la literatura, las mejores prácticas y la evidencia internacional acerca del tema. La sección 3 realiza un análisis de las tendencias regulatorias a nivel internacional. La sección 4 realiza un estudio exhaustivo sobre los aspectos normativos y legales, considerando los aspectos particulares que caracterizan a nuestro país. La sección 5 trata el tema de la aplicación de la normativa de GC (*enforcement*) en Argentina. La sección 6 realiza un estudio cuantitativo de los hechos estilizados que caracterizan el GC de empresas con oferta pública en Argentina, presentando los resultados de los índices de GC del CEF y evaluando el impacto del buen GC sobre el desempeño de las empresas y el rendimiento de la misma en el mercado. La sección 7 considera los elementos de diagnóstico que surgen de considerar los aspectos legales, los hechos estilizados y las hipótesis evaluadas en las secciones precedentes. Por último, la sección 8 presenta una serie de recomendaciones de política tendientes a mejorar aquellos aspectos que hacen a la calidad del GC tanto a nivel institucional como a nivel de las empresas.

---

<sup>4</sup> La presente Nota analiza los índices de GC sin revelar la identidad de cada empresa individual. Debe tenerse en cuenta que la publicación de un índice basado en información pública de características similares al ITD en Canadá (Índice ROB Rating System publicado por Globe and Mail Report on Business (2002) generó una reacción positiva en el valor de mercado de aquellas empresas de mejor GC [Foerster, S y Brian, H (2004)]. Este resultado no sólo muestra el efecto potencial de la difusión de un ranking de GC sino también cierta ineficiencia del mercado, mientras que resalta las dificultades asociadas con la correcta valoración del buen GC de las empresas.

## 2. Marco conceptual y determinantes de la importancia del buen gobierno corporativo

### El gobierno corporativo (GC)

2.1. Existen diversas definiciones acerca del GC de las empresas, más o menos abarcativas en cuanto a su alcance. Así el GC se define como la manera en que los diferentes oferentes de financiamiento corporativo se aseguran el adecuado retorno de sus inversiones<sup>5</sup>. Esta definición sintetiza el principal problema de agencia relacionado con la incertidumbre de recupo de los fondos invertidos en una empresa, cualquiera sea la figura legal o el instrumento utilizado. Algunas definiciones son más amplias<sup>6</sup>, incluyendo al conjunto de instituciones que determinan cómo se reparte el beneficio residual de la empresa entre los distintos agentes que han participado en su generación<sup>7</sup>, e incluso considerando que “el GC tiene que ver con la promoción de la justicia, transparencia, y responsabilidad corporativa”<sup>8</sup>. De todas, la definición más comúnmente aceptada corresponde a la OECD: “El GC es el sistema por el que las corporaciones de negocios son dirigidas y controladas. La estructura de GC especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes en la corporación, como el directorio, la gerencia, los accionistas y otros incumbentes (*stakeholders*) y detalla las reglas y procedimientos para la toma de decisiones sobre los temas corporativos. Para hacer esto, también provee la estructura a través de la cual se determinan los objetivos de la compañía, se asignan los medios para alcanzar dichos objetivos y se determina cómo se monitorea el desempeño en relación a los objetivos perseguidos”. Por su lado, Apreda (2003), enfatiza la necesidad de considerar una semántica amplia de gobierno, aplicable más allá de los aspectos meramente financieros y con alcance y utilidad para otras disciplinas, que tenga en cuenta las funciones que se espera formen parte de la tarea de gobernar organizaciones o sistemas en un sentido amplio<sup>9</sup>. Esta definición funcional, tiene en cuenta todos los aspectos que forman parte de la semántica del GC, incluyendo la dimensión institucional (de acuerdo con la corriente de Economía Institucional), un enfoque singularmente apropiado para países en desarrollo.

2.2. Las distintas estructuras de propiedad influyen en el gobierno de la firma. Los modelos de propiedad presentan situaciones de conflicto de intereses entre los distintos incumbentes que tienen un enfoque diferenciado según cambia la forma de propiedad de la firma, el control de su gobierno y el riesgo de las inversiones que se efectúan en la empresa<sup>10</sup>. La literatura considera principalmente dos conflictos de interés en la compañía: por un lado, los que surgen en el modelo de capital disperso entre la gerencia y los accionistas, y, por otro lado, los que surgen en el modelo de capital concentrado entre los accionistas mayoritarios (controlantes) y los minoritarios. En ambos casos el conflicto se relaciona con la presencia de un diferencial de información entre los agentes que controlan o manejan la empresa y aquellos que no participan directamente en las decisiones de la misma<sup>11</sup>. La maximización privada de beneficios por parte de los grupos beneficiados por la asimetría informativa puede llevar a una mala asignación de recursos en detrimento de los grupos menos informados.

---

<sup>5</sup> Shleifer, A., y Vishny R. (1997)

<sup>6</sup> Zingales, L. (1997). Caprio, G. y Levine, R. (2002)

<sup>7</sup> Definición de Urtiaga, M. (2003)

<sup>8</sup> Wolfensohn, J. (1999)

<sup>9</sup> Apreda, R. (2003) La definición funcional de GC, se refiere al gobierno de las organizaciones (incluidas las empresas del Estado) en aspectos tales como, la estructura de propiedad; su naturaleza jurídica, estatutos y códigos de buenas prácticas; el Directorio y Consejo de Administración, la asignación de derechos de decisión; los deberes fiduciarios de los administradores hacia los dueños; los derechos de propiedad de los inversores y las restricciones protectoras (*covenants*); el conflicto de interés entre administradores, acreedores, dueños y demás incumbentes (*stakeholders*); desempeño e incentivos de los gerentes; comportamientos de búsqueda de rentas oportunísticas (*rent seeking*) y dispendio presupuestario (*soft budget*), producción y difusión de información a los mercados, reguladores y demás incumbentes (*stakeholders*); adecuada responsabilidad (*accountability*) hacia los reguladores, incumbentes (*stakeholders*) e inversores; intermediarios reputacionales (*gatekeepers*), privados, públicos y globales; restricciones institucionales, nacionales e internacionales, incluyendo el Poder Judicial, las tradiciones, las regulaciones y el cumplimiento de las mismas (enforcement)

<sup>10</sup> Villegas, M y Villegas C.G. (2001).

<sup>11</sup> A pesar de que se han desarrollado numerosos mecanismos para que los accionistas puedan influir en las decisiones de los gerentes y/o para que los accionistas minoritarios puedan defender sus derechos respecto a los mayoritarios y controlantes, aun bajo el mejor arreglo institucional o contractual posible, los administradores (*insiders*) contarán con mayor información respecto a los participantes externos (*outsiders*) y el análisis de las prácticas de GC se centrará siempre en generar mecanismos que permitan atenuar tal asimetría de información. Ver Weinberg, J. (2003)

2.3. En el conflicto entre los gerentes y los accionistas, los llamados problemas de agencia (así conocidos porque los gerentes actúan como agentes o empleados de los accionistas) se presentan por las dificultades que estos últimos enfrentan para monitorear el esfuerzo y controlar la asignación de recursos realizada por los gerentes. En presencia de una amplia atomización del capital accionario, los costos de monitoreo para cada accionista se vuelven más elevados, desincentivando la ejecución de controles periódicos y posibilitando a gerentes y directores la asignación de recursos a gastos improductivos y/o la apropiación de beneficios pecuniarios o no pecuniarios a expensas de los resultados o el propio valor de la empresa.

2.4. Una posible solución a este problema de agencia es la concentración de la propiedad. Los agentes tenedores de una proporción importante del capital tienen mayores incentivos a adquirir información para monitorear a la gerencia en términos de sus esfuerzos y asignación de recursos. En efecto, los accionistas mayoritarios tienen la posibilidad de nombrar representantes en el directorio y de hacer valer sus derechos de voto. Sin embargo, la concentración de la propiedad origina el segundo problema de agencia mencionado anteriormente, esto es, aquel que surge entre los accionistas mayoritarios (controlantes) y los accionistas minoritarios. En este caso, los primeros pueden utilizar el control para desviar fondos o asignar recursos de manera subóptima. Por ejemplo, pueden disponer dividendos especiales o explotar sus relaciones comerciales con otras compañías en beneficio propio. En general, los accionistas mayoritarios tienen incentivos para ejercer su poder en desmedro del valor de la compañía y por ende, de los accionistas minoritarios. Reducir este último conflicto requiere auto-limitar los beneficios privados del control, lo cual impone una pérdida para los controlantes, que debería ser más que compensada por los beneficios en términos de mayor rentabilidad (por mejor asignación de recursos y menor costo de financiamiento) y, por tanto, mayores dividendos.

#### El buen GC y su efecto sobre el valor de las firmas

2.5. La literatura financiera ha demostrado que existe una fuerte correlación positiva entre la calidad del sistema jurídico en la protección de los acreedores y accionistas minoritarios –GC institucional<sup>12</sup>- y: (i) la extensión y liquidez de los mercados de capitales; (ii) la atomización de la propiedad de las empresas; y (iii) la valoración de sus empresas<sup>13</sup>. Más adelante se presentará evidencia respecto al vínculo del GC (tanto institucional como contractual) y el desempeño de las empresas con oferta pública en Argentina.

2.6. Los estudios disponibles sobre GC y la valoración de las empresas en mercados desarrollados muestran en general que las reglas o cláusulas de buen gobierno voluntariamente asumidas generan un efecto positivo sobre el valor de la empresa y el costo del capital. Por ejemplo, Gompers, Ishii y Metrick (2003) muestran que las empresas bien gobernadas tuvieron un mejor desempeño y mayor valoración en el mercado<sup>14</sup> utilizando una muestra amplia de empresas de Estados Unidos<sup>15</sup>. Resultados similares se desprenden de un estudio<sup>16</sup> realizado para empresas europeas donde se ordenan las mismas en función de un índice de calidad de GC (elaborado por Deminor en base a cuatro grupos de materias) y comparan el rendimiento que habría tenido un portafolio de inversión compuesto de empresas bien y mal gobernadas, la diferencia de rendimiento entre el primer y segundo portafolio es de 2.97% anual. Por otro lado, el trabajo de Foerster y Huen<sup>17</sup> (2004) utilizando una muestra de 207 empresas de Canadá, demuestra que las empresas con mejor GC (el quintil superior en términos del Índice ROB<sup>18</sup>) obtienen un retorno superior al normal del 8,8% anual en el largo plazo, controlando por retorno mercado, tamaño y factores de riesgo.

---

<sup>12</sup> Para determinar el coeficiente de calidad de GC institucional, la forma más apropiada de proceder es examinando: (i) las normas sustantivas de protección del accionista minoritario y (ii) la efectividad del sistema institucional para su implementación, y multiplicando los resultados –las puntuaciones- que se obtengan del examen de cada uno de ellos. El esquema más simple para medir el primer aspecto se basa en la construcción de un índice en función de la legislación de sociedades sobre protección de derechos de los accionistas, ver La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2001); para medir el segundo se recurre a un índice sobre respeto de las leyes (*rule of law*) elaborado por la International Country Risk Guide.

<sup>13</sup> Ver Paz-Ares, C. (2003)

<sup>14</sup> Medida a través de la *q de Tobin* corregida por la *q* media del sector correspondiente.

<sup>15</sup> Los autores construyen un índice de GC en función de 24 parámetros correspondientes a cinco aspectos del GC. El estudio analiza las correlaciones entre este ranking y diversas variables de desempeño, hallando que las inversiones en las empresas bien gobernadas obtienen mayores rendimientos.

<sup>16</sup> Bauer, R. y Guenster R. (2003).

<sup>17</sup> Foerster, S. y Huen, B. (2004)

<sup>18</sup> Índice ROB Rating System publicado por Globe and Mail Report on Business (2002)



2.7. La investigación acumulada en los últimos años indica que la correlación entre el gobierno contractual y la valoración de la empresa u otras medidas de rendimiento de la inversión es más fuerte en los mercados emergentes que en los mercados desarrollados, ver al respecto a Black (2001). Estos resultados parecen contradecir el argumento de que en los mercados emergentes las empresas no tienen incentivos a dotarse de estructuras de GC que constriñen su capacidad de maniobra y que en cambio no les deparan un beneficio perceptible, especialmente cuando hay un escaso desarrollo de los mercados de capitales.

2.8. La firma de inversión Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) ha elaborado índices de GC en el área de mercados emergentes. En 2001 realizó un informe<sup>19</sup> en base a una encuesta que incluye 57 variables<sup>20</sup>. El análisis llevado a cabo revela la existencia de una correlación muy estrecha entre los niveles de GC asignados a cada empresa en el ranking y los ratios financieros, el comportamiento de la cotización y la valoración de la empresa. Por su parte, Kappler y Love (2001) luego de depurar el índice de CLSA y analizar su relación con estadísticos de valoración e indicadores de calidad de GC institucional de diversos países, observan, por un lado, que existe correlación positiva entre el ranking de GC y la valoración de las empresas y, por otro, que la correlación entre el nivel de buen gobierno contractual y la valoración de la empresa es más fuerte en países con GC institucional más bajo. Otros trabajos comprueban que el buen GC reduce el costo del capital, siendo la magnitud de este efecto más pronunciada en los países que sufrieron crisis financieras y que previsiblemente tendrían sistemas más débiles de GC.

2.9. La evidencia en mercados nacionales sobre la “creación de valor” asociada a las mejoras contractuales de GC ha crecido paralelamente a los estudios con datos internacionales que se acaba de reseñar. Uno de tales estudios es el de Black, Jang y Kim (2003) para la economía coreana, que utiliza una encuesta realizada por la Bolsa de Corea a todas las sociedades cotizantes acerca de las prácticas de GC y actitudes de transparencia. El estudio concluye que una mejora en el índice afecta positivamente la relación precio/valor libros y la llamada *q de Tobin* (ambas medidas reflejan las percepción del mercado respecto al crecimiento futuro de la empresa). Usando metodologías ligeramente distintas, otros estudios nacionales para Rusia y Alemania, alcanzan resultados similares respecto a la importancia del GC<sup>21</sup>.

2.10. Finalmente, debe notarse que el buen GC constituye un fenómeno relevante no sólo para las empresas que se encuentran en oferta pública —que son las que han recibido más atención en esta literatura— sino también para aquellas que no se encuentran listadas. De singular importancia para la estabilidad y el desarrollo financiero es el GC en las entidades financieras, que gradualmente comienzan a ser estudiadas desde esta perspectiva<sup>22</sup>. En la medida que las entidades financieras se manejen en un entorno de sólido GC enfrentarán un menor costo de captación de fondos, y serán capaces de generar una mejor asignación de recursos y riesgos y una mayor capacidad de controlar el GC de las empresas que financian<sup>23</sup>. Por otro lado, el GC es también de suma relevancia para el caso de empresas familiares<sup>24</sup> así como pequeñas y medianas empresas<sup>25</sup>.

---

<sup>19</sup> Gill (2001)

<sup>20</sup> Agrupadas en siete grandes componentes (disciplina de la alta gerencia, transparencia, independencia, efectividad del consejo, responsabilidad del consejo y de los consejeros, derechos de los accionistas y trato equitativo y responsabilidad social), a cada grupo de materias se le asigna 15 puntos exceptuada la última que recibe 10.

<sup>21</sup> Black, (2001) para Rusia y Dobretz et al. (2003) para Alemania.

<sup>22</sup> Witherel, B. (2003)

<sup>23</sup> Caprio, G., Laeven, L. y Levine, R. (2004).

<sup>24</sup> Cadbury, A. (2000) y Morck, R. (2004)

<sup>25</sup> El CEF se encuentra trabajando en el desarrollo de un Índice de GC para entidades financieras que será objeto de una próxima Nota de Política. Asimismo, dentro de la agenda de investigación se encuentra el desarrollo de un Código de Buenas Prácticas de GC para Empresas Familiares.

## Los modelos de GC

2.11. A pesar del creciente interés por los aspectos relacionados con el GC a nivel internacional y el consenso sobre la necesidad de regular de alguna manera los aspectos fundamentales de las prácticas de gobierno, existen importantes cuestiones abiertas al debate. A nivel mundial se distinguen dos modelos de gobierno de las empresas: el modelo anglosajón<sup>26</sup> y el modelo europeo<sup>27</sup>. Las características de ambos modelos, las razones que explican la existencia (surgimiento y desarrollo) de los mismos, el posible efecto de los mismos sobre el desempeño y la competitividad de las empresas, así como la posible convergencia de ambos modelos en un contexto globalizado son aspectos que suscitan debate en la literatura especializada<sup>28</sup>.

**Tabla Nº 1. Comparación de Modelos**

	<b>Modelo de Mercado</b>	<b>Modelo de Relaciones</b>
<b>1.- Estructura de Propiedad</b>		
Nivel de Concentración	BAJO	ALTO
Relación capital y votos (participaciones cruzadas; pirámides; votos múltiples; etc )	NO COMÚN	COMÚN
<b>2.- Mercados</b>		
De Capitales	LÍQUIDO	ILÍQUIDO
De Control	ACTIVO	INACTIVO
<b>3.- Ley</b>		
Societaria	LIBERAL (contractualista)	IMPERATIVO (institucionalista)
Mercado de Valores	ESTRICTO	MENOS ESTRICTO
Familia Legal	ANGLOSAJON	CONTINENTAL
Protección del Inversor y <i>enforcement</i>	ALTA	MEDIANA/BAJA
<b>4.- Otros Aspectos</b>		
Objetivo de la Firma	CREAR VALOR P/ ACCIONISTAS	INTERÉS DE LA FIRMA
Activismo de los Inversores Institucionales	ALTO	BAJO
<b>5.- Costos del Gobierno Corporativo</b>		
Por problemas de agencia entre gerencia y accionistas	ALTO	BAJO
Por problemas de propiedad (controlantes y minoritarios)	BAJO	ALTO

Fuente: Berndt, M. (2000)

2.12. La dispersión o concentración de la propiedad y el tipo de financiamiento predominante que caracterizan de manera antagónica al modelo anglosajón y al europeo respectivamente, están estrechamente relacionados con la búsqueda de una solución a los conflictos de interés descritos más arriba. Así, en el “modelo basado en relaciones”, la concentración del financiamiento (a través de la propiedad concentrada, como en Europa, o la vinculación propietaria con grandes bancos, como en Japón y Alemania) generan incentivos para el adecuado control sobre los administradores o participantes internos informados (*insiders*), donde los accionistas minoritarios

<sup>26</sup> Denominado “modelo basado en mercado”, cuyo nombre deriva de la adaptación de la empresa a las necesidades del mercado (“*market based model*”), con una alta atomización de la propiedad, un mercado de capitales eficiente y desarrollado, y con un “mercado de control” muy activo donde las compras hostiles “*takeovers*”, las reestructuraciones y fusiones forman parte del escenario corporativo.

<sup>27</sup> El “modelo basado en relaciones”, es el modelo corporativo prevaeciente en Europa, Japón, Latinoamérica y, en general, en el resto de los países fuera del mundo anglosajón. Basado en sólidas relaciones de la firma con ciertos accionistas controlantes (en algunos casos con el control en manos de la banca o de conglomerados (*holdings* empresarios) y con financiamiento mucho menos dependiente del mercado de capitales que de la banca, y un mercado de control casi inexistente.

<sup>28</sup> Urtiaga, M. (2003). Para algunos autores, como Dólar y Meh (2002), ambos modelos pueden considerarse complementarios, ya que la verdadera discusión no es acerca de cuál de los modelos es mejor sino simplemente cuáles son las reglas que garantizan el buen funcionamiento de los intermediarios y los mercados. Una literatura más reciente sobre el debate entre modelos puede verse en Macey, J. (1998) donde se argumenta que el modelo de mercado asegura una superioridad en el largo plazo debido a la presencia de un mercado de control activo. En una posición más favorable al modelo de relaciones en conexión con los sistemas de producción puede verse a Wilson, R. y Roe, M. (1993)



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

juegan un papel marginal<sup>29</sup>. Los mercados de capitales de los países donde predomina este modelo son en general poco desarrollados y el financiamiento es principalmente bancario.

2.13. Por otro lado, el modelo anglosajón se destaca por una propiedad y financiamiento más disperso (tal el caso de Estados Unidos y el Reino Unido) y por un mercado de capitales más dinámico. En este caso cada inversor es demasiado pequeño para ejercer un control cercano sobre los administradores o participantes internos informados (*insiders*), pero la cotización pública actúa como un mecanismo disciplinador de fácil acceso para todo inversor. En presencia de asimetrías de información, la reducción de los conflictos de interés reposa en gran medida en la transparencia de la información relevante, la adecuada liquidez del mercado y la correcta protección de los derechos de los accionistas<sup>30</sup>.

2.14. Ante la creciente globalización financiera, cabe preguntarse si existe un modelo superior al otro y si se producirá una convergencia entre ambos en el futuro. No existe una respuesta concluyente en este sentido. Por un lado, el modelo prevaleciente en un país es un resultado espontáneo de las condiciones institucionales domésticas y de la estructura de propiedad inicial de las empresas financieras y no financieras<sup>31</sup>. Sin embargo, aunque el proceso pueda ser relativamente lento, estas condiciones no son necesariamente inmutables, por lo que no puede descartarse una eventual convergencia. Más allá de ello, es preciso destacar que ambos modelos pueden brindar resultados positivos en términos de eficiencia en la medida que el marco institucional sea adecuado.

---

<sup>29</sup> Por ejemplo, el estudio de La Porta R., F. López de Silanes, A. Shleifer y Vishny, R. (1998) muestra que en los países de la región (que comprende a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) la participación de los tres mayores accionistas del sector no financiero (incluyendo las participaciones del Estado en los casos que éste participa) en las 10 mayores compañías nacionales por capitalización bursátil supera el 50%, con la sola excepción de Chile que tiene un porcentaje de 48%.

<sup>30</sup> En países con adecuada protección, los accionistas minoritarios estarán más dispuestos a pagar mayores precios por las acciones con la seguridad de que cuentan con mecanismos legales que protegen su inversión de la expropiación por parte de los accionistas de control, aun sabiendo que no pueden influir en las políticas corporativas. Cuando los accionistas minoritarios están dispuestos a pagar esta prima, los accionistas de control estarán más dispuestos a financiarse a través de la emisión de acciones, diversificando y reduciendo sus tenencias accionarias, sin el temor de ser expropiados por una posible pérdida del control. En tal sentido, una alta concentración del capital sería un síntoma de mal funcionamiento del mercado de capitales.

<sup>31</sup> En Apreda (2001) se realiza un análisis extensivo y detallado análisis en relación al caso Argentina y el proceso de reforma llevado a cabo en los últimos años.

### 3. Tendencias regulatorias internacionales

3.1. Los desarrollos normativos en materia de GC en el derecho comparado han sido profusos y variados y en la mayoría de los casos han tenido por objeto a las sociedades que realizan oferta pública de títulos<sup>32</sup>. En casi todos los casos la tendencia inicial fue la de promover un amplio margen de desregulación y promoción de las buenas prácticas de GC centrando la atención en los aspectos relacionados con la atracción de recursos financieros a la empresa. En esta primera etapa las reformas se promovían vía códigos o cuerpos de recomendaciones de los propios mercados autorregulados que constituían normas blandas (*soft law*)<sup>33</sup>, y cuya adopción por parte de las empresas era voluntaria. La vía de la “autorregulación” tiene una larga tradición en el mundo anglosajón<sup>34</sup>, en especial a partir del Informe Cadbury en el Reino Unido, que luego fue seguido por otros países, incluyendo algunos que tenían tradición de derecho continental como Francia<sup>35</sup>.

3.2. Otro ejemplo de un país de tradición no anglosajona que inicialmente adoptó un sistema de recomendaciones bajo la forma de un Código de Conducta fue España, a diferencia de otros países europeos, que como Italia<sup>36</sup> y Alemania<sup>37</sup>, optaron por el camino de la reforma legal. Expresamente se indica que el propósito del informador de tales recomendaciones y los fines que con ellas se persiguen tienen un alcance puramente orientador, sin que bajo ningún concepto “*deban ser objeto de regulación legislativa ni impuestas a sus destinatarios, ni siquiera indirectamente, a través de sistemas de control de su adopción que pueden desvirtuar el carácter voluntario del Código de Buen Gobierno*” (Código Olivencia)<sup>38</sup>. Esta postura es luego seguida en el Informe de la Comisión Aldama<sup>39</sup>. La justificación de esta postura es simple: la eficacia de este principio de voluntariedad depende exclusivamente de la acogida que merezca por parte de las empresas. Las recomendaciones serán particularmente útil a aquellos destinatarios que consideren que el valor de la

---

<sup>32</sup> Ello ha implicado que, excepto por las reformas legales recientes en Alemania e Italia, los cambios regulatorios han llegado de la mano de la legislación del mercado de valores, sin llegar a constituir una reforma integral a las normas del derecho societario.

<sup>33</sup> Se trata de imponer un conjunto de normas éticas, no sujetas a controles jurídicos ni a sanciones legales, que sólo revisten la forma de recomendaciones. La idea que se sostiene es que este sistema de “autorregulación”, aunque no tenga asociadas sanciones legales por su incumplimiento mientras la sociedad no adopta dichas recomendaciones, sí traerá aparejadas para ella consecuencias a su reputación. La adopción de las recomendaciones constituye de por sí una fuerte señal al mercado que crea un mayor valor inmediato como si se tratara de la adquisición de un activo intangible, cuya sola existencia refuerza la reputación de la empresa y es objeto de valoración en el mercado.

<sup>34</sup> Inicialmente, con base en la experiencia anglosajona, se fue consolidando la opinión de ciertos sectores vinculados a los administradores de las grandes corporaciones que admitieron la necesidad de un cambio que permita atemperar ciertos excesos y abusos contra los inversores adoptando “reglas de buen gobierno” que aseguren una mayor transparencia pero que tienen la característica de que las sociedades se adhieren a éstas en forma “voluntaria”, ya sea porque estas no constituyen ley formal o porque sólo importan “recomendaciones” de los mercados o entes donde las sociedades se adhieren.

<sup>35</sup> En julio de 1995, se publicó en Francia el Informe Viénot que lleva el nombre del Presidente del Comité, que estuvo integrado por directivos de empresas líderes francesas.

<sup>36</sup> Las normas relevantes para la sociedad cotizada en Italia son las comprendidas en el Texto Único de disposiciones en materia de intermediación financiera, Decreto Legislativo del 24 de febrero de 1998, núm. 58, y más recientemente respecto de la reforma societaria, con la Ley de octubre de 2001, N° 366, de delegación al gobierno para la reforma del derecho societario, donde se encomendó al Gobierno una reforma global de la legislación de sociedades de capital y cooperativas.

<sup>37</sup> El 25 de marzo de 1998 se modificó la ley de Sociedades Anónimas de 1965 en algunos aspectos a fin de consagrar reglas sobre control y transparencia en el ámbito empresarial. En el año 2000, se nombró una Comisión especial presidida por el jurista Profesor Theodor Baums, a la que se le encargó un reporte sobre la sociedad cotizada alemana, cuyo informe final fue elevado en julio del 2001, conocido como Informe de la Comisión Baums. El mismo contiene unas 150 recomendaciones de modificaciones legislativas y otras propuestas para un Código de Gobierno societario. Siguiendo las recomendaciones de la Comisión Baums, el gobierno nombró en septiembre del 2001 otra comisión presidida por Gerhard Cromme, para que formulara el Código Alemán de Gobierno societario, conocido como Código Cromme, y elaborara un proyecto de ley, que fue finalmente aprobado en julio de 2002.

<sup>38</sup> El Consejo de Ministros de España acordó el 28 de febrero de 1997 la creación de una Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades. Por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda del 24 de marzo de 1997 se designó a la citada Comisión Especial de diez personas de acreditada competencia y prestigio, presidida por el Profesor Olivencia. En febrero de 1998, se publicó con el título “El Gobierno de las Sociedades Cotizadas”.

<sup>39</sup> A principios del año 2003 se presentó el Informe Aldana que incluye una serie de consideraciones generales sobre el estado actual del GC en España y el grado de cumplimiento del Código Olivencia, hace una serie de recomendaciones sin dejar de lado el modelo de “autorregulación” seguido por la Comisión Olivencia, aunque proponiendo una intervención legislativa en otros aspectos, como el de una mayor precisión en los contenidos de los deberes fiduciarios de los administradores. La filosofía del informe reposa en torno a tres criterios o principios: el de la vigencia efectiva del imperio de la ley; el de la autorregulación de los mercados, en el mayor grado posible, y el de la máxima transparencia.



organización se acrecienta con el incremento del control, la transparencia y, en definitiva, de la disposición a dar cuenta y razón de sus decisiones.

3.3. En general los países con tradición de derecho continental presentan una mayor concentración del capital, accionariado menos disperso y dominio de accionistas controlantes. En tal caso, es poco probable que el sistema de recomendaciones pueda hacer que "el mercado" por sí solo mejore ciertas prácticas corporativas. Por esta razón, el enfoque basado en códigos voluntarios puede no ser efectivo en estos países que presentan un sistema legal y cultural diferente al que tienen los países anglosajones (de donde provienen los Códigos de Buenas Prácticas). Recientemente varios trabajos empíricos han puesto en duda la eficacia del modelo de "autorregulación", al tiempo que el descreimiento por parte del mercado acerca del efecto generado por la adopción de tales códigos ha aumentado en razón de varios resonantes fracasos corporativos. Por ejemplo, la evidencia indica que en Holanda<sup>40</sup> la aplicación de una iniciativa de autorregulación en aspectos de GC por parte del sector privado ("Comité Petters")<sup>41</sup> no parece haber tenido efectos importantes sobre el valor de las empresas. Estos resultados parecerían indicar que poco debe esperarse de iniciativas que no cuenten con un adecuado nivel de efectivo cumplimiento (*enforcement*) regulatorio.

3.4. En la actualidad, existe una marcada tendencia hacia una mayor protección del inversor vía la adopción de normas de carácter imperativo, alternativa que se instrumenta como una "solución legislativa" y que se plasma en normas legales de distinto rango, siempre obligatorias. Esta segunda ola de reformas en materia de GC ha incorporado una temática más amplia, incluyendo aspectos de protección de otros incumbentes (*stakeholders*), la comunidad en general, el medio ambiente, la corrupción y la ética empresarial. Esta tendencia se profundizó a partir de la sanción de la Ley *Sarbanes-Oxley* en los EE.UU.<sup>42</sup> Lo mismo ha ocurrido en otros países europeos, como España, que han optado recientemente por normas de carácter obligatorias. Si bien esta regulación genera costos para los emisores e inversores, existe un relativo consenso en que ciertas áreas deben preferentemente ser objeto de regulación legal<sup>43</sup>.

3.5. El enfoque de la autorregulación puede ser insuficiente en América Latina, donde aún no se observa una adecuada tutela de los derechos e intereses de los accionistas externos y minoritarios y no existe una infraestructura institucional suficientemente desarrollada. En muchos casos es necesario crear visibilidad y monitoreo efectivo para que la adopción de dichos códigos no sea simplemente una declaración de principios sin que se pueda asegurar un compromiso firme con tales normas.

3.6. La tendencia actual en el mundo parecería propugnar una estrategia pragmática: allí donde el mercado no ha podido autorregularse en forma adecuada (ej. requisitos de transparencia informativa), la intervención atenuada debería pasar por reformas que mejoren la protección del inversor externo, sin perjuicio de la necesidad de alentar y propiciar la autorregulación en forma complementaria e incentivar la mayor visibilidad de aquellos que adopten estas recomendaciones<sup>44</sup>. En definitiva, autorregulación o solución legislativa no deberían ser opciones dicotómicas sino que deben usarse conjuntamente para establecer niveles mínimos de protección legal en un determinado marco institucional y fomentar una mayor competencia a través de diversos incentivos que premien las mejoras en GC y hagan más tangibles los beneficios de adoptar buenas prácticas corporativas.

---

<sup>40</sup> Jong, A., DeLong, D. Mertens, G. y Wasley, C. (2004)

<sup>41</sup> Iniciativa de autorregulación a través de transparencia y monitoreo, entre 1996 y 1997, promovida por el Euronext de Amsterdam y la Asociación de Compañías Emisoras de Acciones. El Comité emitió recomendaciones orientadas a aumentar la efectividad de la gerencia, la supervisión y el control por parte de los inversores, intentando buscar un mejor balance entre los gerentes y los inversores de la firma. Un elemento importante en las recomendaciones ha sido el auto-*enforcement* a través de la disciplina de mercado. Los autores Jong, A., DeLong, D. Mertens, G. y Wasley, C. (2004) mencionan que aun cuando el gobierno manifestó explícitamente su decisión de legislar en el caso de que la autorregulación no surta efectos reales, el efecto de la misma no ha sido significativo, salvo en el caso de nuevas empresas en el mercado que muestran un mejor GC al momento del ingreso comparado con el promedio observado antes de la constitución del Comité.

<sup>42</sup> Como reacción a los escándalos corporativos en los EE.UU. a los que nos hemos referido más arriba, el 30 de junio de 2002 se sancionó la denominada "Ley para la protección de los inversores mediante la mejora de la exactitud y veracidad de las informaciones societarias realizadas conforme a las leyes del mercado de valores y para otros propósitos", conocida como "Sarbanes Oxley Act", en referencia a los apellidos de quienes presentaron el proyecto de ley.

<sup>43</sup> En especial aquellas relativas a los deberes y responsabilidades de los administradores; responsabilidad de los controladores y administradores (*insiders*); normas mínimas de transparencia y adecuada difusión; independencia de los auditores y conflictos de intereses de los intermediarios reputacionales (*gatekeepers*); etc.

<sup>44</sup> Existen numerosas formas de aumentar la "visibilidad" del grado de compromiso de las empresas, por ejemplo creando secciones especiales de cotización con requisitos más exigentes en cuestiones de GC (ej. Novo Mercado en Brasil) o vía la promoción de índices o calificaciones sobre prácticas de GC emitidos por entes independientes y confiables para el mercado.

3.7. Las reformas recientes, aunque de distinta índole y siempre afectadas por las propias características de cada país, están indicando ciertas tendencias comunes en materia de GC. En efecto, la mayoría de las reformas involucran cambios en las leyes del mercado de valores y, sólo complementariamente, en las leyes de sociedades. La excepción más notoria es el caso de Italia, donde sí ha acontecido una verdadera reforma orgánica en materia societaria. Por otro lado, la técnica metodológica seguida ha sido la de establecer lineamientos o principios generales, dejando al regulador de los mercados de valores la tarea de completar y reglamentar una normativa específica y más detallada. Si bien este criterio brinda mayor flexibilidad en la aplicación de las normas, su éxito supone la existencia de un regulador independiente, autónomo y con suficientes recursos económicos y humanos.

3.8. En cuanto al contenido de las reformas más recientes, son indicativas algunas tendencias comunes tales como: (a) Transparencia: en materia de profundización del principio de transparencia informativa, las reformas dan mayor importancia a la información “no financiera” (un claro ejemplo son los llamados Informes Anuales de GC), en especial en relación a cuestiones vinculadas a estructura de propiedad de la sociedad, estructura de la administración, información sobre operaciones con partes vinculadas, información sobre los sistemas de control de riesgos y control interno, e información más completa sobre el funcionamiento de la asamblea y directorio. También es destacable la mayor accesibilidad y rapidez de la información a través de medios de información de bajo costo y fácil acceso como Internet. En muchos casos, la regla informativa se basa en el principio de *cumpla o explique*, es decir de cumplir las buenas prácticas de GC o explicar las razones de su incumplimiento al mercado; (b) Directorios: se consolida la tendencia a conformar al directorio como un órgano de supervisión, con presencia de directores independientes en sus comités claves (auditoría, nominaciones, remuneraciones, etc.), una mayor clarificación de los deberes de diligencia y lealtad de los administradores (previendo incluso en muchos casos la extensión de esos deberes a otros sujetos, tales como administradores de hecho, accionistas controlantes, etc.), así como una formalización de los reglamentos que regulan el funcionamiento del órgano y de sus comités; (c) Derechos Minoritarios: revitalización de la asamblea de accionistas y tratamiento legal equitativo a los accionistas minoritarios. Un ejemplo de ello son los regímenes de Oferta Pública de Adquisición (OPA) obligatoria y la existencia de procedimientos especiales para la aprobación de operaciones en conflicto de intereses (por ejemplo, las operaciones con partes relacionadas, etc.). Vinculado a esto existe un fuerte aliento a una participación más activa de los inversores institucionales; (d) Auditoría: en este caso, se tiende a reforzar los criterios de independencia de los auditores y sujetarlos a normas más estrictas que la autorregulación profesional, promoviendo una convergencia de los sistemas de contabilidad hacia criterios internacionales, regulándose en muchos otros casos el rol de otros prestadores de servicios profesionales o intermediarios reputacionales (*gatekeepers*) (analistas, calificadores de riesgo, abogados; etc.) La mayor presión sobre la profesión contable va acompañada de un rol más amplio respecto del alcance de su opinión, incluyendo ahora también a los aspectos del control interno de las empresas, sobre el cual deben emitir una opinión pública al mercado (Sección 404 de Sarbanes-Oxley); (e) Estructura de capital: mayor flexibilidad de ciertas prácticas comunes en el derecho del mercado de valores internacional (por ejemplo, recompra de acciones, emisión de warrants, etc.); y (f) Sociedades cerradas e intermediarios financieros: importante discusión en los foros internacionales sobre la extensión de las normas de buen GC a estas compañías. Las entidades financieras que intermedian ahorro público han sido objeto de preocupación no sólo por los efectos sistémicos que causan las crisis bancarias, sino también por las implicancias que las nuevas regulaciones financieras (como Basilea II) conllevan sobre la administración de riesgos de los bancos. Las sociedades cerradas de gran tamaño, por su parte, también deberían sujetarse a prácticas más transparentes en la medida que los financiadores externos se han vuelto más demandantes respecto a la gestión de las compañías. Todavía sigue pendiente el debate sobre si las reglas deberían ser similares o más laxas que las aplicables a las compañías que realizan oferta pública.

#### El creciente rol de los directorios en el buen GC

3.9. Uno de los principales participantes del GC de las empresas lo constituye el Directorio. Los directores tienen a su cargo la supervisión de la administración “social” de la empresa<sup>45</sup>, rol que implica para el director la asunción

---

<sup>45</sup> El interés social puede ser entendido en un sentido amplio o estricto. En el primer caso, la concepción pluralista, institucionalista o de doctrina germana incluye no sólo a los accionistas sino también a los trabajadores y otros incumbentes. En el segundo caso, la concepción *monista* del interés social se refiere estrictamente al interés de los accionistas. La LSC en Argentina no es explícita al respecto, sin embargo

del deber de administrar (en sentido amplio) o de vigilar a la administración (en sentido estricto<sup>46</sup>). El directorio tiene la responsabilidad legal y el deber de generar valor para los accionistas de la empresa atendiendo y previniendo adecuadamente la presencia de problemas de agencia entre los diversos incumbentes que puedan afectar el alcance de tal objetivo. El rol de los mismos se ha visto modificado en los últimos años como consecuencia de las reformas tendientes a fortalecer el GC de las empresas. Recientemente, se observa énfasis en un replanteo de las obligaciones y responsabilidades de los directorios, incluyendo requisitos formales y tareas específicas, así como requerimientos mínimos de funcionamiento<sup>47</sup> que en mayor o menor medida han sido adoptadas en las reformas legales y normativas recientes, así como en las recomendaciones y códigos de mejores prácticas<sup>48</sup>. Este replanteo incluye en general aspectos observables, que no necesariamente pueden reflejarse en un mejor funcionamiento efectivo del mismo. No obstante los lineamientos y requerimientos mínimos brindan la oportunidad para un adecuado diseño interno del directorio, con mejores incentivos generales a un funcionamiento más efectivo<sup>49</sup>.

3.10. Las modificaciones legales y normativas, así como las recomendaciones de mejores prácticas prevén un rol más activo del directorio en la protección de los intereses de los accionistas y otros incumbentes, incentivando adecuadamente su rol de lealtad y diligencia para con los mismos. La especificidad del rol incluye en general una responsabilidad legal más explícita, consecuencia directa de los resonantes fraudes a nivel internacional. Esta última incluye en el caso de Argentina<sup>50</sup>, una tendencia a mayor severidad en las infracciones al deber de lealtad (inversión de la carga de la prueba en casos fraudulentos), mientras que para casos de negligencia se posibilita la contratación de seguros por parte de la propia empresa. Al mismo tiempo, las normas tienden a identificar la responsabilidad y actuación personal de cada director atemperando la responsabilidad pasiva de los mismos.

3.11. Las reformas en los roles y en las responsabilidades asignadas se reflejan en requerimientos y recomendaciones específicas para el correcto y efectivo desempeño del directorio. Las recomendaciones específicas incluyen una relación más directa con la gerencia y la propia gestión de la empresa, con contactos en reuniones formales e informales (incluyendo no presenciales), con énfasis en el trabajo dentro de los comités pero incluyendo el tratamiento de aspectos operativos, de comercialización, etc. Se requiere una mayor revisión y control de la información que se revela al mercado, análisis y seguimiento de la labor de los auditores, internos y externos. Mayor participación en la planificación financiera y estratégica, incluyendo selección del personal de alta gerencia. Asimismo, el directorio debe asegurar el cumplimiento de las disposiciones legales y regulatorias materiales, incluyendo aquellas referidas a cuestiones impositivas, laborales, sociales y ambientales. Los directores deberían estar al corriente de la situación de la empresa en relación al mercado, el funcionamiento de las diferentes áreas y los principales indicadores financieros y de gestión, lo que permitiría junto a los requerimientos de experiencia mínima, realizar una correcta interpretación y evaluación de los estados contables y financieros.

3.12. Por último, debe tenerse en cuenta que la efectividad del directorio en el cumplimiento de su rol es algo sumamente difícil de medir en la práctica. Las reformas incluyen exigencias que soportan un nivel de funcionamiento mínimo en línea con las recomendaciones de las mejores prácticas (incluso en Argentina) y relacionan estas exigencias mínimas con adecuadas responsabilidades legales. El funcionamiento del órgano Directorio y la correcta evaluación de su desempeño en términos de eficiencia y efectividad es un aspecto difícil de medir empíricamente. La evidencia internacional muestra que un adecuado análisis exige ponderar aspectos

---

el Decreto 677/01 indica que el directorio debe perseguir el “interés común de todos sus socios”, por lo que se inclina por la segunda concepción, implicando la responsabilidad legal de generar valor en beneficio de los accionistas.

<sup>46</sup> En el caso más común en que la empresa cuente con un equipo de gerencia profesional

<sup>47</sup> Por ejemplo, estableciendo sub-órganos en los Directorios, que incluyan directores con ciertas calificaciones mínimas (expertos financieros) y con características que permitan presuponer independencia e imparcialidad ante conflictos de intereses. Un ejemplo claro es el requerimiento de creación del Comité de Auditoría con responsabilidad en la supervisión de la fidelidad de la información pública, el monitoreo y control interno respecto a la generación de tal información y la identificación de riesgos que pueden tener impacto desfavorable en empresa. En general a las funciones de reporte y auditoría de este comité, se le agrega el requerimiento de que deba contar con directores independientes o no relacionados (Regulado en nuestro país por la Res. Gral 400/02 de la CNV) y de que deba contar con directores expertos.

<sup>48</sup> Para el caso latinoamericano ver OECD (2001)

<sup>49</sup> En tal sentido se pueden distinguir algunas características básicas que están presentes en las recomendaciones de buenas prácticas: mayoría de directores independientes, monitoreo de las actividades y desempeño de la gerencia, con un adecuado balance en la participación de generalistas y especialistas en comités específicos, con un claro objetivo primario de crear valor para la empresa.

<sup>50</sup> Olivieri, C. y Villegas, M. (2005)



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

formales e informales con cierto grado de subjetividad. No obstante, la efectividad de los directorios se relaciona directamente con la transparencia en su conformación y actuación, su grado de independencia y profesionalidad<sup>51</sup>. Existe, además, un debate académico no resuelto sobre la causalidad entre el rendimiento de la firma y las características determinantes de un “directorio efectivo”, debido a la mencionada dificultad de captar elementos cualitativos fundamentales<sup>52</sup>. La clave sigue siendo un adecuado “proceso decisorio”, donde la independencia, profesionalismo, dedicación, transparencia, responsabilidad y control (*accountability*) hacia los accionistas–propietarios son sólo “señales” al mercado de un directorio eficaz, más que un requisito ineludible para mejorar el desempeño de la compañía.

---

<sup>51</sup> Olivieri, C. y Villegas, M. (2005)

<sup>52</sup> En efecto, dado que el directorio es una “caja negra” para los participantes externos (*outsiders*), no hay consenso sobre como evaluar el proceso decisorio en el directorio o la forma en que este órgano es efectivo como tomador de decisiones claves en la firma. Ver Leblanc, R. (2004)

## 4. Marco legal y normativo en Argentina

### Ley de Sociedades Comerciales y Ley del Mercado de Valores

4.1. En nuestro país, las sociedades comerciales están organizadas formalmente de acuerdo a la Ley 19.550 y sus modificatorias (Ley de Sociedades Comerciales, LSC) Esta abarca casi la totalidad de los aspectos organizacionales de las sociedades comerciales, desde la constitución, reglas contables, fusiones, escisiones y relaciones de control entre sociedades, emisión de acciones, asambleas de accionistas, composición de directorios, comités especiales, comisión fiscalizadora, derechos de los accionistas, disolución, liquidación, etc. La última reforma integral de la LSC (Ley 22.903) data del año 1983, fecha en que no se había iniciado todavía una discusión profunda sobre que principios de buen GC debían incluirse en una ley de sociedades. Un reciente proyecto de reforma de la LSC contempla aspectos relativos a esta materia, siendo la mayoría de sus propuestas en el tema adaptaciones del Decreto 677/01<sup>53</sup>.

4.2. Desde un punto de vista formal, la LSC otorga un conjunto de derechos balanceados a los diferentes participantes de las sociedades. Por ejemplo, en el caso de los accionistas, prevé, entre otros aspectos: a) la responsabilidad de directores por acciones eventualmente contrarias a los intereses de la empresa<sup>54</sup>; b) el acceso de los accionistas a información de la empresa, específicamente para monitoreo y participación en asambleas<sup>55</sup>; c) sostiene el derecho de los accionistas a aceptar o rechazar la información contable anual provista<sup>56</sup>; d) otorga privilegios y medidas protectivas para los accionistas en caso de aumento de capital o salida de bolsa de las empresas<sup>57</sup>; e) define reglas generales para evitar conflicto de intereses en caso de accionistas que ocupan posiciones en la alta gerencia o el directorio<sup>58</sup>; f) otorga derechos especiales en las asambleas de accionistas a tenedores minoritarios de más de 5% de participación<sup>59</sup>; etc.

4.3. Tanto el directorio como los comités tienen obligaciones y responsabilidades de proteger el interés de la empresa y el derecho de los accionistas<sup>60</sup>. Con relación a su estructura el directorio puede estar compuesto por un miembro o por el número de miembros dispuesto por el estatuto de la empresa, el que no puede ser inferior a tres en el caso de las sociedades que tenga oferta pública<sup>61</sup>. Para asegurar la representación de los accionistas minoritarios la LSC confiere el derecho de votos acumulativos para el nombramiento de miembros en el directorio. De esta manera, los accionistas minoritarios pueden acumular sus votos para elegir hasta un tercio de las

---

<sup>53</sup> El análisis de los proyectos de reforma de la LSC excede el objeto de la presente Nota de Política.

<sup>54</sup> El Art. 59 de la LSC consagra el estándar de conducta de los administradores basado en la obligación de obrar con lealtad y con la diligencia de un “buen hombre de negocios”. Por su parte el Art. 72 LSC establece que la aprobación de los estados contables no implica la aprobación de la gestión de los directores y el Art. 241 prohíbe a los directores que sean accionistas votar la aprobación de su gestión. El Art. 198 establece la responsabilidad de los directores, consejeros y síndicos por aumentos de capital en violación del régimen de oferta pública. El Art. 261 establece un tope a la remuneración de los directores. El Art. 271 establece que se deben observar recaudos especiales para que un director pueda contratar con la sociedad y el 272 establece que un director con interés contrario al social debe comunicarlo y abstenerse de deliberar. El Art. 273 tiene prohibido a los directorios realizar actividades en competencia con la sociedad. Por su parte, los Art. 276 y siguientes regulan las acciones de responsabilidad contra los miembros del directorio, tanto la acción social como la individual.

<sup>55</sup> Así el Art. 67 de la LSC establece que la documentación contable que se proponga aprobar en una asamblea debe estar a disposición de los accionistas con al menos 15 días antes de la fecha de la asamblea. A su vez, el Art. 294 establece los deberes de la comisión fiscalizadora de suministrar información sobre materias de su competencia e investigar denuncias efectuadas por accionistas con al menos 2% del capital social.

<sup>56</sup> El Art. 69 establece la irrenunciabilidad del derecho para aprobar e impugnar los estados contables.

<sup>57</sup> Para proteger el riesgo de dilución, el Art. 194 de la LSC configura al derecho de suscripción preferente y al de acrecer como una norma no disponible por las partes. El 195 establece la responsabilidad solidaria de los directores en caso de que los accionistas sean injustamente privados de la preferencia. A su vez, el Art. 202 si bien no obliga, si faculta a la emisión de acciones con prima de emisión, lo que permite evitar la licuación de los accionistas existentes. A su vez, el Art. 245 establece que cuando las sociedades hacen oferta pública y cotizan sus acciones procede el derecho de receso o de separación de la sociedad cuando ocurre el retiro voluntario de oferta pública y cotización o la continuación de la sociedad por decisión asamblearia en caso de cancelación de la oferta pública.

<sup>58</sup> Tales como las previstas en el Art. 240, que dispone la obligación de los directores, síndicos y gerentes generales de asistir a la asamblea de accionistas y la del 241, que prohíbe a dichas personas cuando sean accionistas votar actos relativos a su gestión.

<sup>59</sup> El Art. 236 faculta a los accionistas que representen el 5% del capital social para requerir la convocatoria de la asamblea, indicando los temas que deben tratarse y para el caso que la solicitud no fuera tendida por la sociedad, la convocatoria por parte de la autoridad de aplicación o judicial.

<sup>60</sup> El Art. 274 establece las causales de responsabilidad del directorio.

<sup>61</sup> El Art. 284 establece la sindicatura colegiada en número impar.

posiciones del directorio. No obstante, cuando el estatuto otorga el derecho a nombrar directores a accionistas correspondientes a algunas clases especiales, el sistema de votos acumulativos deja de ser aplicable.

4.4. Por su parte, las sociedades que están en el ámbito de la oferta pública se encuentran bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores (CNV), creada por la Ley 17.811 en 1968, que regula y organiza al mercado de valores en Argentina (Ley del Mercado de Valores, LMV). La LMV, regula la actividad de los operadores del mercado. La CNV está facultada por la ley para dictar las normas reglamentarias del mercado de capitales, reglas que se adoptan y difunden mediante Resoluciones Generales que constituyen el cuerpo normativo dinámico del mercado. La CNV es un organismo autárquico de la administración pública, que depende directamente del Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos (Decreto 2060/1991)

4.5. La CNV es la encargada de autorizar la oferta pública de valores negociables, lleva el registro de las sociedades autorizadas para emitir valores en oferta pública y dicta las normas que establecen los requisitos que deben cumplirse para efectuar oferta pública de acciones, obligaciones negociables u otros valores negociables, prescribiendo los requerimientos de información que deben suministrar. Asimismo, la CNV efectúa la fiscalización estatal permanente sobre las emisoras, prestando conformidad a sus reformas de estatutos, aumentos de capital, fusiones, escisiones y disoluciones. Además, asesora al Poder Ejecutivo Nacional sobre los pedidos de autorización para funcionar que efectúen las Bolsas de Comercio y Mercado de Valores, aprobando los reglamentos de funcionamiento de dichas instituciones y ejerciendo una función de supervisión sobre sus actividades autorreguladas, entre otras facultades<sup>62</sup>.

4.6. La CNV fiscaliza el cumplimiento de las normas legales y reglamentarias referidas a la negociación de títulos valores y aplica las sanciones por su trasgresión a los emisores. Tiene para ello amplias facultades, pudiendo requerir el auxilio de la fuerza pública, iniciar acciones judiciales, denunciar la comisión de delitos y constituirse en parte querellante. Puede aplicar sanciones de apercibimiento, multa, suspensión de hasta dos años para hacer oferta pública y prohibición de oferta pública de títulos valores. Sin embargo, respecto de los agentes y sociedades de bolsas, la CNV sólo tiene un poder de control indirecto, dado que el poder primario de fiscalización se encuentra en manos del propio Mercado de Valores de Buenos Aires, producto del fuerte concepto de “autorregulación” que tradicionalmente impulsó la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

4.7. La LSC y la LMV sólo distinguen entre las sociedades cerradas y las abiertas que cotizan sus valores en los mercados de valores en unas pocas normas aisladas. Este aspecto fue objeto de una profunda reforma en el año 2001 con el Decreto 677/01 (Decreto Delegado, DD), que vino a establecer un régimen legal específico para aquellas sociedades que acuden al mercado de valores y que regula los aspectos del régimen de transparencia en la oferta pública y las conductas antijurídicas típicas— negociación interna (*insider trading*), manipulación y fraude de mercado, responsabilidad por prospecto defectuoso, etc.-; las OPA’s y recompra de acciones en el mercado; y numerosas normas que deben cumplir las sociedades cotizantes — incluyendo la obligatoriedad de la constitución de un comité de auditoría formado por mayoría de “directores independientes”; procedimiento especial para transacciones con partes relacionadas; la obligación de publicar una memoria ampliada; etc<sup>63</sup>.

4.8. Hasta la sanción del DD las leyes y normas corporativas eran reputadas como formalmente aceptables, habiéndose resaltado<sup>64</sup> que uno de los problemas principales era el grado de cumplimiento (*enforcement*) en un ambiente institucional pobre y baja calidad de GC. El fortalecimiento de la infraestructura institucional del mercado sigue siendo uno de los principales desafíos para el mercado local. Una de las más novedosas propuestas del DD fue precisamente la instauración de un procedimiento arbitral obligatorio para los emisores y optativo para los inversores, cuyo objeto fue reducir los costos y tiempos de los procesos legales y obligar a cada mercado autorregulado a constituir su propio mecanismo de resolución de conflictos.

4.9. Aunque los operadores internacionales de mercado que evalúan cuestiones de buen GC juzgaron en general con buenos ojos las reformas introducidas por el DD, la reforma no resolvió cuestiones estructurales que hacen a la organización del mercado de capitales. No se incluyeron aspectos relacionados tendientes a asegurar recursos económicos, así como adecuadas garantías jurídicas que otorguen independencia al regulador financiero.

---

<sup>62</sup> Lleva el registro de personas autorizadas a operar como Agentes del Mercado Abierto y fija los requisitos y condiciones para su actuación, como así también un índice general de los agentes de bolsa inscriptos en los mercados de valores autorizados; autoriza la creación y fiscaliza el funcionamiento de los Fondos Comunes de Inversión; autoriza la creación y fiscaliza las Cajas de Valores; autoriza la creación y fiscaliza la actuación de las Sociedades Calificadoras de títulos valores; y autoriza el funcionamiento de las Entidades Autorreguladas, bursátiles y no bursátiles.

<sup>63</sup> Ver Kenny, M. y Villegas, M. (2001)

<sup>64</sup> De Michele, R. (2001)

Al mismo tiempo, si bien aumentó algunos de los poderes de fiscalización del regulador, no se abordó la cuestión relacionada con la supervisión directa sobre los intermediarios de mercado.

4.10. Cuando se hace un balance de la extensión e implicancias de las reformas introducidas por el DD, el resultado es positivo, aun cuando muchas de sus disposiciones no han sido debidamente reglamentadas o no se ha asegurado una adecuada aplicación por parte de la CNV. Tampoco, se observa una adecuada difusión de algunas disposiciones tales como las referidas al arbitraje obligatorio como medio de resolución de conflictos. La parte más positiva sin duda tiene que ver con la modernización del concepto de valor negociable y la mayor seguridad jurídica que aportó la regulación del régimen legal de los valores escriturales; la consagración con rango legal de muchas normas que hacen a la transparencia en la oferta pública, sea perfeccionando los aspectos relacionados con la negociación interna (*insider trading*) que bajo la regulación original no pudo ser aplicada en la Corte Suprema (Caso Terrabusi) o regulando la obligación de registrar los convenios de accionistas y la responsabilidad por prospectos defectuosos, que bajo un régimen de responsabilidad civil común son totalmente inoperantes; o la memoria ampliada que ahora se asemeja a los Informes Anuales de GC, área donde nuevamente la CNV no ha avanzado en su reglamentación.

4.11. Tampoco debe dejar de mencionarse la especial modulación de cuestiones que hacen a la sociedad cotizada, desde la interpretación del concepto de “interés social”, más vinculado al interés de todo los accionistas que al de una mayoría ocasional o del grupo de control; la modernización de la gestión de las compañías públicas vía la introducción del concepto de los “directores independientes” y los comités de auditoría; la mayor precisión de las implicancias de los deberes de diligencia y lealtad por parte de los administradores, todo ello junto a un reforzamiento a los derechos de los accionistas en general y al órgano de la asamblea en particular. A ello se suma la introducción de nuevos derechos a los accionistas minoritarios, con especial regulación de las operaciones entre partes relacionadas, una de las mayores debilidades del régimen societario en materia de conflicto de intereses, y la mayor flexibilización para adaptar la estructura de capital de estas sociedades. Por otro lado, cabe mencionar el escaso avance en modificaciones estructurales del mercado y especialmente en las facultades del regulador frente a los mercados autorregulados, la independencia del regulador y el autofinanciamiento del ente. La debilidad de cumplimiento efectivo (*enforcement*) del marco legal sigue constituyendo el principal obstáculo para asegurar un nivel mínimo adecuado de buenas prácticas de GC institucional.

## 5. Efectiva aplicación de las leyes relacionadas al GC (*Enforcement*)

5.1. Un aspecto de singular importancia en relación a las buenas prácticas de GC es la efectiva aplicación de las leyes y normas (*enforcement*). Este aspecto cobra particular relevancia en países latinoamericanos, donde el nivel de GC institucional, los estándares de transparencia y el compromiso de las propias empresas no se condicen en la mayoría de los casos con las mejores prácticas. En general los aspectos críticos desde el punto de vista del cumplimiento efectivo (*enforcement*) de las leyes de GC, se relacionan con: a) la existencia de un marco regulatorio e institucional apropiado, incluyendo la independencia del regulador y la existencia de requisitos de acceso al régimen de oferta pública y cotización adecuados; b) la presencia de inversores institucionales activos e informados con respecto a las compañías abiertas en las que invierten; c) la existencia de mecanismos de acción reconocidos a los inversores minoritarios que busquen resarcimiento contra conductas lesivas por parte de grupos de control; y d) el uso de medios alternativos de resolución de disputas que agilicen la protección de tales derechos<sup>65</sup>.

### Marco Institucional y Regulatorio

5.2. El primer aspecto a tener en cuenta es el marco institucional y legal para la aplicación de las leyes relativas al GC. En la Argentina, tal como sucede en otros ámbitos políticos y sociales, existe la convicción de que las normas en vigor relativas al buen GC no están significativamente atrasadas con respecto a aquellas de países de grado de desarrollo comparable. No obstante, existe, al mismo tiempo, consenso respecto a que es en la aplicación de las normas y en la cultura de respeto a las instituciones donde deberían hacerse los mayores esfuerzos. En tal sentido, la situación relativa al marco institucional y legal de las leyes relativas al GC de las sociedades no puede considerarse aislada de otros ámbitos normativos e institucionales, sino que debería circunscribirse dentro de la debilidad de las instituciones políticas, sociales y económicas en general, así como del respeto de sus ciudadanos y líderes por las reglas de convivencia establecidas. En este marco, cobra particular relevancia la falta de capacidad de los organismos de control para aplicar las normas y hacer prevalecer las instituciones.

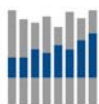
5.3. La evidencia histórica indica que el Estado trata de intervenir en muchos ámbitos de la vida social, pero generalmente lo logra de manera poco efectiva, como se manifiesta particularmente en el área de GC. Al respecto, la Tabla N° 2 muestra los resultados de una encuesta<sup>66</sup> que analiza la aplicación de las leyes y normas en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. Una de las comparaciones realizadas se refirió a la cantidad de multas aplicadas por cada organismo regulador del mercado de valores correspondiente a cada país en la muestra en el trienio 2001-2003. La CNV de Argentina fue la que menos multas aplicó en todo el período<sup>67</sup>, contando con una baja relación entre entidades supervisadas y empleados. Resulta llamativo además que esta relativamente “baja” actividad sancionatoria de la CNV se produjo durante un período indudablemente traumático para todos los agentes involucrados.

---

<sup>65</sup> Osorio, J. (2004)

<sup>66</sup> “Cuestionario sobre temas de enforcement”, Fifth Meeting of the Latin America Corporate Governance Roundtable. Blume, D. (2004)

<sup>67</sup> Resulta sin embargo relevante advertir que en el informe se explica que muchas de estas multas fueron por infracciones menores, en tanto que aquellas de mayor porte, resultado de procedimientos administrativos sancionatorios, alcanzaron a 313 sanciones.

**CEF**Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability**Tabla Nº 2. El cumplimiento efectivo de leyes y normas (*enforcement*) en Latinoamérica**

	<b>Argentina</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>Colombia</b>	<b>Peru</b>
Cuerpo de Supervisión Principal	CNV	CVN	SVS	Supervalores	Conasev
Duración en el cargo	7 años	5 años	sin término fijo	sin término fijo	3 años
Designado por	Poder Ejecutivo	Presidente	Presidente	Presidente	Presidente
Puede ser removido por	delitos graves	si es condenado	si, libremente	si, libremente	por delitos graves
Presupuesto(en mill de U\$S)	2,64	25,8	9,08	5,4	7,86
Nro de empleados	142	363	246	168	144
Entidades supervisadas	429	9.208	3.904	503	363
Ratio entidades supervis/empleados	3	25,4	15,9	3	2,5
Multas Emitidas 2001-2003	27	5422	85	82	128
Multas Recaudadas 2001-2003	13	1597	41	73	NA
Monto promedio de multas (en U\$S)	Entre 7 y 10.000	200.935	77.022	9.000	10.621

Fuente: Elaborado en base a Fifth Meeting of the Latin America Corporate Governance Roundtable

5.4. Una cuestión que debe tenerse en cuenta es si el regulador posee los elementos para asegurar la aplicación efectiva de las normas. En tal sentido, es necesario mencionar que la capacidad de fiscalización de la CNV fue mejorada sustancialmente a través del Decreto 677/01 y de la Resolución General 400 del año 2002, a través de la incorporación a sus normas de procedimientos sumariales de reglas de actuación en caso de apertura de sumarios administrativos por parte de la Comisión. En el mismo sentido, se mejoraron los poderes de la CNV de aplicar sanciones. El Decreto 677/01 estableció nuevas herramientas para mejorar la supervisión de la CNV en el mercado de capitales. Las enumeradas a continuación son algunas de las potestades más importantes reconocidas a la CNV:

- a) Deber de informar a la CNV en una investigación. La violación a este deber que pesa sobre la parte involucrada en la investigación será considerada como un hecho de convicción corroborante de los demás existentes durante dicha investigación. Cualquier falta de cooperación imputable a una persona investigada no será suficiente para condenarla, pero se tomará en cuenta como un elemento significativo en cualquier procedimiento posterior y en la decisión final<sup>68</sup>.
- b) Sistemas de control de entidades autorreguladas: La CNV debe aprobar los procedimientos y sistemas de control establecidos por entidades autorreguladas respecto de las personas bajo su control.
- c) Aprobar los reglamentos de los sistemas de negociación redactados por las entidades autorreguladas.
- d) Declarar irregulares e ineficaces a los efectos administrativos los actos sometidos a su fiscalización, cuando sean contrarios a la ley, a las reglamentaciones dictadas por la CNV, al estatuto o a los reglamentos. Es una facultad que la CNV ya tenía, aunque circunscripta a su función de entidad de control societario sobre las sociedades anónimas autorizadas a la oferta pública con domicilio en la ciudad de Buenos Aires y en la provincia de Mendoza<sup>69</sup> poder discrecional<sup>70</sup>.
- e) Suspender preventivamente la oferta pública o la negociación de valores negociables cuando existen situaciones de riesgo sistémico u otras de muy grave peligro<sup>71</sup>.
- f) Vigilancia de actividad e independencia de contadores dictaminantes y firmas de auditoría (art. 12 Decreto 677/01)
- g) Procedimiento sumarial y sanciones: La nueva norma regula más en detalle el proceso sumarial a cargo de la CNV, y establece una nueva escala de sanciones. Los puntos destacables de la normativa sobre esta materia son los siguientes:
  - Impone una división de tareas en el seno de la CNV: el departamento que investigue los hechos y formule los cargos debe ser distinto del que instruya el sumario.
  - Flexibiliza la posibilidad de adoptar medidas cautelares durante la instrucción.
  - Permite la continuación del sumario iniciado por la CNV aunque se esté llevando a cabo un proceso penal paralelo.

<sup>68</sup> Ver Art. 9 del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública (RTOP) Título I del Decreto 677/01.

<sup>69</sup> Conforme Ley 22.169.

<sup>70</sup> Ver Art. 39 del Decreto. Modificación al Art. 6 h) de la Ley 17.811

<sup>71</sup> Ver. Art. 13 Ley 17.811 (modificada por el RTOP, Art. 39)

- La apelación de las resoluciones que establezcan penas de multa tendrá efecto suspensivo.
- La prescripción de las acciones que nacen de la infracción opera a los seis años de la comisión del hecho, y la prescripción de la multa a los tres años de la notificación de la sanción firme<sup>72</sup>.
- h) Establecer requisitos de información diferenciados, teniendo en cuenta la naturaleza del emisor, la cuantía de la emisión y el número o características de los inversores a los que vaya dirigida<sup>73</sup>. Además, la CNV puede exceptuar de la obligación de constituir un comité de auditoría a las pequeñas y medianas empresas.
- i) En caso de juicio penal o civil contra empleados de la CNV por actos u omisiones de los mismos en el ejercicio de sus funciones; la CNV deberá pagar los costos razonables de su defensa. En el caso en que la decisión final haga responsable al empleado, el mismo debe devolver tales costos.
- j) Legítima la fijación de aranceles para el financiamiento de la CNV.

En este punto, las normas aplicables en otros países de la región relevados en la encuesta de la OCDE aparecerían como comparables a las adoptadas en Argentina, tanto en cuanto a la capacidad de fiscalización como al poder sancionatorio.

5.5. Reviste importancia en dicho contexto la discusión sobre la independencia del regulador. Esta independencia<sup>74</sup> debe ser tanto política como financiera, ya que el correcto funcionamiento del regulador y su eficacia en la aplicación de las leyes debe no sólo verse libre de injerencias por parte de otros poderes y reparticiones estatales, sino además contar con el financiamiento necesario para ejercer su labor con eficiencia y manteniendo la necesaria equidistancia con respecto a los sujetos regulados. Al respecto, hubo importantes avances a través del Decreto 677/01, particularmente en cuanto a su presupuesto autónomo. A través del Artículo 47 del Decreto, se estableció que la CNV puede atender parcialmente sus gastos mediante tasas de fiscalización y control y aranceles de autorización, que habían ya sido previstos a través del Decreto 1526/98. Mediante Resolución del Ministerio de Economía N° 87/01 se fijaron las tasas y aranceles correspondientes. Con el evidente objeto de evitar intereses espurios por parte del órgano regulador, el nuevo Art.10 bis de la ley 17.811 dispuso que las multas que impone la CNV se giren al Tesoro Nacional. Cabe aclarar que esto no ha resultado en una autofinanciación de la CNV, la cual todavía depende de las partidas presupuestarias que le asigne el gobierno nacional, aunque no hemos podido acceder a datos concretos en cuanto al porcentaje que representa, dentro de su presupuesto, lo recaudado en concepto de tasas de fiscalización y control y aranceles de autorización.

5.6. Por otra parte, según se desprende de la aludida encuesta regional (Ver Tabla N° 2), el órgano regulador argentino es el de menor presupuesto de los cinco países comparados. Desde la perspectiva de la independencia política, cabe recordar que en nuestro país la CNV es un órgano autárquico dependiente del Ministerio de Economía, y su directorio es nombrado por el Presidente de la República por un lapso de tiempo determinado (7 años). La principal motivación de esta regla es la de otorgar estabilidad a su órgano de dirección, y a través de ella independencia con respecto a las oscilaciones políticas externas al organismo. La experiencia práctica reciente, sin embargo, indica que en los hechos esta independencia se ha visto amenazada o inclusive violada en reiteradas oportunidades.

5.7. La prevención de las conductas anti-éticas o antijurídicas, es menos costosa y más eficiente que la prosecución de los distintos remedios disponibles cuando éstas ya se han producido. En el ámbito del GC de las sociedades abiertas, la prevención se verifica a través de efectivos controles de acceso y permanencia en la oferta pública y la cotización de valores negociables de las empresas. En relación a la transparencia, las normas de la CNV presentarían una situación relativamente aceptable para el grado de desarrollo del mercado local desde el punto de vista de los requisitos de acceso a la oferta pública al momento de realizar una emisión de valores. Sin embargo, dado que el régimen argentino está basado en un sistema de información "por emisiones", la información periódica de dichos emisores es muy deficiente. Se presentan situaciones desfavorables desde el punto de vista de la información periódica que debe ponerse a disposición de los inversores una vez que las sociedades están ya admitidas al régimen de oferta pública, al no haber un reporte anual cualitativo, como es el Formulario 20-F que presentan las empresas que cotizan en los EE.UU. Ello genera un bloque de información pública muy desigual dentro de un mismo universo de emisores, dependiendo la calidad de la información y de la existencia o no de emisiones recientes. Un ejemplo de ello es que para muchos emisores que cotizan acciones,

---

<sup>72</sup> Ver Arts. 10,12,14,15 Ley 17.811 (modificada por el RTOP, Art. 39)

<sup>73</sup> Ver Art. 44 del RTOP

<sup>74</sup> OECD (2004)

pero que en muchos años no han realizado nuevas emisiones en el mercado, es virtualmente imposible obtener la información pública esencial, tal como la composición de la estructura accionaria hasta los niveles de control real (tal como se ha podido comprobar al elaborar el ITD), a pesar de que las Normas de la CNV (Art. 10 (c) del Capítulo XXI) establece que se deberá individualizar la o las persona(s) física(s) controlante(s) final(es) de la emisora<sup>75</sup> antes del 1 de marzo de cada año. La transparencia y confiabilidad en la información disponible para los inversores tiene importantes implicancias para la participación de los inversores institucionales (en particular los extranjeros) y los pequeños inversores en el mercado de capitales.

5.8. La información disponible para los inversores, su grado de extensión y certeza tiene importantes implicancias para el desarrollo de inversores institucionales o pequeños inversores más y mejor dispuestos a intervenir en la vida societaria. Sin embargo, los resultados obtenidos en la elaboración del ITD y en las encuestas efectuadas a las sociedades cotizantes indican que, si bien ha habido progresos normativos a través del Decreto 677/01, el país no se encuentra dentro de las expectativas, limitándose las compañías a cumplir con lo que pide la regulación (ver resultados de la encuesta y el Índice de Transparencia). El nuevo Art. 71 de la Ley 17.811, estableció plazos más extensos para las convocatorias a asambleas de accionistas de las sociedades abiertas y estableció procedimientos para la participación de los accionistas minoritarios en las decisiones de las asambleas. Aún cuando se hayan producido las mejoras apuntadas en la legislación, existe algún grado de convicción sobre la necesidad de un mayor activismo por parte del regulador, por ejemplo, a través de la participación en las asambleas. El mismo panorama se observaría frente a la publicación de datos contables e información financiera de las emisoras<sup>76</sup>.

#### El rol de los inversores institucionales

5.9. Las tenencias accionarias en los portafolios administrados por los inversores institucionales –fondos de pensión, fondos comunes de inversión, compañías de seguros- ha crecido sostenidamente en muchos países en los últimos años. Esto ha llevado a que los mismos representen importantes participaciones en el capital (y en los votos) de las empresas con cotización pública. Por ello, es de suma importancia analizar su rol como monitores de las corporaciones, como auxiliares en la aplicación de adecuados niveles de control de aplicación de las leyes y normas (*enforcement*) y como promotores de mejoras en el GC de las mismas. Este papel jugado por los inversores institucionales ha sido claramente puesto de manifiesto por la OECD (2004) e involucra dos aspectos primordiales: la regulación de la política de inversiones de los inversores institucionales –particularmente fondos de pensión- y el ejercicio de sus derechos y deberes como accionistas de las empresas en las que invierten los fondos administrados.

5.10. En los últimos años se observa una importancia creciente de los fondos de pensión dentro del universo de inversores institucionales. La introducción de cuentas de acumulación individuales administradas por fondos profesionales fue acompañada en la mayoría de los casos por regulaciones en la política de inversiones de los fondos. En la mayoría de los casos, la regulación estableció límites máximos en las tenencias según el instrumento y el emisor. Adicionalmente, en algunos países como Colombia y Chile se establecieron condiciones mínimas de transparencia y difusión de información de las empresas cotizantes para ser elegibles por parte de los fondos de pensión –en el caso colombiano- o para acceder a límites cuantitativos más laxos en relación a las políticas de inversión de los fondos de pensión –en el caso chileno. En Argentina, la regulación tomó la forma de límites máximos por tipo de instrumentos –del 50% del fondo en el caso de acciones locales<sup>77</sup>- así como también por emisor –límite máximo del 2,5% del fondo o del 5% del capital o votos del emisor-, en conjunto con limitaciones cualitativas como la imposibilidad de adquirir acciones de voto múltiple o de acciones que no otorguen derecho a voto. Asimismo, para ser elegibles por los fondos de pensión, las acciones deben tener una calificación mínima de Categoría 2. Este aspecto es importante ya que del relevamiento efectuado, no se observan mayores ponderaciones por parte de las calificadoras a los temas relacionados con el GC al momento de calificar las acciones de cotización pública, siendo por otra parte regular/mala la percepción que tienen los fondos de pensión respecto del GC de las empresas cotizantes locales, punto este último que se analiza con más detalle en la Sección 6 de la Nota.

---

<sup>75</sup> Incluyendo nombre y apellido, tipo y número de documento de identidad o documento identificatorio de su país y domicilio completo.

<sup>76</sup> Art. 64 de la Ley 17.811.

<sup>77</sup> Sin incluir acciones de empresas privatizadas que tienen un límite máximo del 20% del fondo administrado.



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

5.11. El otro aspecto a considerar se refiere al ejercicio de los deberes y derechos de los inversores institucionales como accionistas de las empresas de cotización pública. En varios países se fomenta el activismo por parte de estos inversores como por ejemplo en EEUU donde tanto la SEC –en el caso de fondos comunes de inversión- como el Departamento de Trabajo –en el caso de fondos de pensión- han regulado la actuación de los inversores institucionales en su rol de accionistas y en el ejercicio de sus deberes y derechos como tales. En el caso de América Latina y de los fondos de pensión en particular, se observa que en países como Perú, Bolivia, Colombia y Chile existen normas destinadas a regular la actuación de los fondos como accionistas de las empresas, obligándolos en algunos casos a votar y a hacer públicas sus actuaciones en las asambleas. En Argentina, los fondos de pensiones están obligados a asistir a las asambleas de accionistas en el caso de que posean más del 2% de los votos.

5.12. Existiría también, por parte de las entidades autorreguladas del país, un grado de desarrollo inferior a otros países de la región en cuanto a los requisitos de cotización y la adherencia a los principios internacionales de GC, particularmente si se los compara con iniciativas tales como los mercados *premium* puestos en funcionamiento en los últimos años en Brasil (Ver Box N° 1). Donde las empresas pueden ser admitidas a cotizar en los segmentos especiales si cumplen con ciertos requerimientos de GC según lo establecido por la Bolsa de Valores de San Pablo (Bovespa). En el país, los requisitos de cotización de su mercado autorregulado más importante (la Bolsa de Comercio de Buenos Aires) no han cambiado desde hace años, y ello marca un importante contraste con los cambios que se han producido en los últimos tiempos en la mayor parte de los mercados internacionales, no sólo en Brasil, sino también en los mercados europeos y en los Estados Unidos a partir de la promulgación de la llamada Ley Sarbanes-Oxley. Ello demuestra un escaso compromiso de los propios mercados de valores en promover incentivos o iniciativas que tengan que ver con el buen GC.

Box N° 1. Los mercados *premium* de Brasil

El Bovespa (Bolsa de San Pablo) creó en el año 2001 una serie de segmentos de mercados con estándares adicionales que implican requerimientos normativos de GC por encima de los dispuestos por el marco legal y normativo<sup>78</sup>. Dependiendo del compromiso con tales prácticas la compañía puede elegir adherir al nivel 1, nivel 2 o al Novo Mercado. La adhesión a las normas diferenciales están previstas en las regulaciones de listado de cada segmento cuyo acceso es plenamente voluntario por parte de las empresas, tanto nuevas como ya cotizantes.

Nivel 1

- mantener un nivel de acciones en circulación (*free float*) de al menos 25% del capital;

<sup>78</sup> El antecedente más directo del Novo Mercado lo constituía el *Neur Markt* instaurado en 1997 por la Bolsa de Frankfurt, como un segmento con requerimientos adicionales en términos de GC y focalizado en emisiones primarias, luego de tener un período de auge a consecuencia de la burbuja tecnológica, este segmento de mercado se derrumbó y fue finalmente cerrado en el 2002.



CEF

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

- compromiso en mantener la oferta pública para nuevas emisiones
- mejora la difusión de información, incluyendo datos trimestrales, información consolidada y auditoría especial
- transparencia acerca de transacciones que involucren a accionistas mayoritarios o gerentes así como de acuerdos de accionistas y programas de opciones
- provisión de un calendario anual de eventos corporativos

#### Nivel 2

- obligaciones incluidas en el nivel 1
- mandato único de un año para el directorio
- balance anual de acuerdo a las normas US GAAP o IAS
- condiciones igualitarias para todos los tenedores de acciones respecto a los accionistas controlantes y al menos un 70% de estas condiciones a los accionistas preferidos (*partial tag alone*)
- derechos de voto a acciones preferidas en circunstancias especiales como transformación o fusión y aprobación de contratos entre firmas del mismo grupo
- obligación de extender la oferta en caso de cerrar el capital o cancelar la registración como empresa del Nivel 2
- adhesión al Panel de Arbitraje del Mercado como vehículo para resolver las disputas corporativas

#### Novo Mercado

- además de las obligaciones comprometidas para entrar al Nivel 2 la firma debe emitir y listar únicamente acciones ordinarias con voto

La migración por parte de las empresas a los segmentos de mayor requerimiento en términos de GC refleja un compromiso directo en términos de GC de parte de las mismas. El análisis empírico<sup>79</sup> demuestra que las acciones que no tienen derecho a voto<sup>80</sup> (accionistas que podrían verse más afectados por acciones ocultas o expropiaciones de parte de los accionistas con derecho a voto) de las empresas que migran tienen un retorno anormal positivo. Las acciones con derecho a voto muestran un retorno anormal negativo indicando la posible presencia de una “prima por el control”. Al mismo tiempo se observa que aumenta el volumen en el mercado (particularmente para acciones sin derecho a voto). Por último, los resultados preliminares indican que la implementación de mercados *premium* puede ser un sustituto razonable a la emisión de activos en el mercado americano (emisión de ADRs) para las empresas brasileñas.

#### Protección a accionistas minoritarios

5.13. La manera más directa de asegurar un alto grado de cumplimiento de las reglas relativas a la protección de acreedores e inversores minoritarios consiste en facilitar el ejercicio de sus derechos cuando se vean afectados por conductas antijurídicas. En Argentina los derechos de acción privada de los inversores minoritarios en acciones de sociedades abiertas se encontraban tradicionalmente establecidos en la Ley de Sociedades Comerciales (Ley 19.550) Los principales derechos de acción desde esta perspectiva son la acción de nulidad contra las decisiones adoptadas por la asamblea de accionistas y la acción de responsabilidad contra los miembros del órgano de administración de la sociedad o sus gerentes. En el último caso, se trata de un derecho de acción que puede ser encarado por la sociedad en caso de daño a esta última, aunque puede ser usado como acción derivada, vale decir que, en caso de inacción por la compañía, la misma puede ser intentada por un inversor afectado en forma indirecta en sus intereses. Existe, asimismo, el derecho de acción individual del accionista o terceras partes contra los directores o gerentes, en caso de daños directos contra ellos por parte de los últimos. Por último, la LSC consagra el derecho a solicitar la intervención judicial de la sociedad, como medida precautoria en caso de que, a través del accionar de directores o gerentes, exista un peligro grave para la sociedad.

5.14. En los casos de las sociedades abiertas, este marco provisto por la ley de sociedades se manifestó como demasiado general e inefectivo para las complejidades que caracterizan a los mercados de capitales, e inclusive poco práctico a la hora de reconocer derechos a los minoritarios. El Decreto 677/01 trajo consigo avances desde este punto de vista, ampliando los recursos disponibles para los inversores minoritarios para proteger sus derechos. Un ejemplo de ello es con respecto a la acción social de responsabilidad, la cual en las sociedades abiertas puede ser ejercida para reclamar, en beneficio de la sociedad, el resarcimiento del daño total sufrido por

<sup>79</sup> Carvalho y Pennacchi (2004)

<sup>80</sup> La mayoría de las empresas en Brasil emiten acciones de dos clases: acciones con votos (ON) y acciones sin derecho a voto (PN) que no pueden exceder más de 2/3 del total de acciones y deben pagar un 110% de dividendos en relación a las acciones con voto. En general una familia o una institución financiera tiene la mayoría de las acciones con derecho a voto, mientras que el resto de las acciones con votos se reparten entre inversores institucionales (muchos extranjeros) por lo que tienen un bajo nivel de turnover. La propiedad de las acciones sin derecho a voto tiende a ser mas dispersa y con mayor turnover.

ésta o para reclamar el resarcimiento del daño parcial sufrido indirectamente por el accionista en proporción a su tenencia, en cuyo caso la indemnización ingresa al patrimonio del accionista. Esto permite solucionar el problema originado por la presencia de la tasa de justicia que, de otra manera, el minoritario hubiera debido sufragar sobre el monto total del daño sufrido por la sociedad. Resta verificar, sin embargo, si tales avances pueden traducirse en un mejor cumplimiento efectivo (*enforcement*) de los derechos de los minoritarios frente a los tribunales. Se establecieron asimismo otros derechos de accionar en caso de perjuicio a los intereses de los minoritarios. Entre ellos podemos mencionar el derecho a reclamar resarcimiento por parte de minoritarios perjudicados por transacciones entre partes relacionadas llevadas a cabo en contravención del procedimiento estipulado en el Decreto (Art. 73 de la ley 17.811); el derecho a reclamar en caso de compra obligatoria de participaciones residuales (*squeeze out*) o retiro del régimen de oferta pública y cotización, en los cuales no se pague a los minoritarios un precio equitativo por sus tenencias accionarias (Art. 25 a 32 del Decreto 677/01); y la acción de recupero de los beneficios obtenidos por administradores y participantes internos informados (*insiders*) que utilicen información privilegiada en beneficio propio o de terceros (Art. 33 del Decreto 677/01)

#### Mecanismos de resolución de conflictos

5.15. En relación a los mecanismos de resolución de conflictos, se ha reconocido que los tribunales de justicia, tanto federales como provinciales, del país, generalmente carecen de recursos y son percibidos como poco eficaces, desprovistos de experiencia y de bajo nivel de especialización a la hora de evaluar y adjudicar disputas provenientes de asuntos financieros. Ello inevitablemente arroja como resultado que los inversores minoritarios u otros participantes externos (*outsiders*) en el manejo de las sociedades abiertas, vean disminuidas sus expectativas a una reparación apropiada de sus lesionados derechos. Esto ha motivado la atención sobre mecanismos alternativos de resolución de disputas, particularmente la mediación y el arbitraje. En dicho contexto, “el marco legal debería contemplar y remover los obstáculos para un uso eficaz del arbitraje privado y de otros mecanismos potencialmente eficaces para la resolución de disputas entre accionistas”<sup>81</sup>. En la justicia federal Argentina existe, ya desde hace casi una década, la mediación obligatoria instituida mediante la Ley 24.573<sup>82</sup>. A su vez, el Decreto 677/01 instauró, para las relaciones entre las sociedades cotizantes en algún mercado autorregulado y sus accionistas e inversores, la jurisdicción obligatoria de los tribunales arbitrales permanentes creados en el ámbito de tales entidades autorreguladas<sup>83</sup>. A efectos de lograr mayor rapidez y eficiencia en la resolución de los conflictos societarios, y de aquellos que se susciten entre los emisores de valores u oferentes y los inversores, se establece el arbitraje de carácter obligatorio para los emisores y optativo para los inversores<sup>84</sup>. El arbitraje se aplica también para la resolución de conflictos entre inversores y los agentes de entidades autorreguladas. Dentro de un plazo de 6 meses desde la publicación del Decreto, todas las entidades autorreguladas deben crear un tribunal permanente de arbitraje. Si bien los inversores pueden optar por acudir a la justicia estatal, en los casos que procede la acumulación de acciones, tal acumulación se efectuará ante el tribunal arbitral.

5.16. Lamentablemente, la crisis económica de 2001-2002 atentó contra la posibilidad de ver resultados más concretos en su accionar. Como ejemplo de ello, cabe mencionar que en Octubre de 2004, de los aproximadamente 60 casos que se encontraban siendo tratados por el Tribunal Arbitral de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, solamente cuatro de ellos tenían que ver con temas de GC, siendo la mayoría de los restantes referidos a disputas derivadas de la pesificación de obligaciones en moneda extranjera dispuesta por el gobierno nacional luego de la mencionada crisis. Resta señalar, sin embargo, que difícilmente resulten estos mecanismos como paliativos absolutos a la crisis de la administración de justicia y a la inseguridad jurídica resultante, particularmente teniendo en cuenta la necesidad de recurrir a la justicia para la ejecución de los laudos arbitrales obligatorios. Además, se han dado casos en que los tribunales arbitrales (particularmente los institucionales, por oposición a aquellos conformados *ad-hoc*) terminaron adquiriendo los mismos vicios o defectos que se señalan en

---

<sup>81</sup> OECD (2004)

<sup>82</sup> Se ha reconocido que el procedimiento de mediación obligatoria ha resultado positivo para descomprimir la actuación de los jueces, pero otros factores tales como la falta de recursos, entrenamiento y especialización han provocado que tales cambios sean menos notables.

<sup>83</sup> Ya el Código de Procedimientos Civiles y Comerciales de la Nación reconoce la eficacia y obligatoriedad de los laudos arbitrales, algo que solo recientemente fue reconocido en otros países de la región.

<sup>84</sup> Ver Art. 38 del RTOP.

la administración de justicia. Desde este punto de vista, es siempre recomendable la inversión en capacitación de los recursos humanos y en general en el mejoramiento de la administración de justicia.

#### Otros mecanismos de efectiva aplicación de las leyes y normas (*enforcement*)

5.17. Como hemos visto, en los países en desarrollo, con ambientes institucionalmente débiles, el GC debe mitigar no sólo problemas referentes a la protección de los derechos de propiedad de todos los participantes en el financiamiento de la empresa sino también en la resolución de conflictos entre los mismos. La evidencia a nivel internacional parece indicar que en países con dificultades en la preservación de los derechos de propiedad y administración de justicia, no se observa tampoco un funcionamiento adecuado de los mecanismos de resolución de conflicto entre los participantes en la empresa<sup>85</sup>. En tal sentido, la concentración de la propiedad de las empresas en los países en desarrollo puede considerarse uno de los principales mecanismos de efectivo control de la aplicación de las leyes y normas (*enforcement*), cuando se consideran los probables conflictos de interés entre los diversos incumbentes (*stakeholders*). En este sentido, las medidas legales y regulatorias que brinden mayor protección a los accionistas minoritarios debe venir acompañado de un adecuado desarrollo y fortalecimiento de mecanismos para la resolución de conflictos. En general la concentración genera que los mercados de control corporativo no funcionen en la práctica como mecanismos de disciplina, al igual que los derechos de poderes de voto (*proxy voting*). La concentración también afecta la actividad del directorio como contralor y la posibilidad de utilizar la compensación a los ejecutivos como instrumentos de disciplina. En estos contextos, existen otros mecanismos que pueden proveer un mayor nivel de control efectivo (*enforcement*), por ejemplo el activismo de las entidades bancarias, los empleados, el control social y de los medios periodísticos. En el caso de las entidades bancarias, éstas pueden cumplir un rol importante ya que en general, en países con instituciones débiles, son las que dominan los servicios financieros y el financiamiento empresarial. No obstante, el rol que las entidades bancarias pueden cumplir en el fortalecimiento del control se relaciona directamente con el propio GC de las entidades<sup>86</sup>. Por otro lado, el activismo de los empleados como un mecanismo potencial de control, aunque este depende crucialmente del grado de transparencia, la situación de los mercados laborales y la posibilidad de participar en el directorio. El control social y de los medios periodísticos no puede subestimarse aunque depende críticamente del propio nivel de competencia entre los medios de comunicación y de las campañas públicas que enfatizan la importancia de las buenas prácticas de gobierno para la protección de los accionistas minoritarios y demás incumbentes en las empresas.

5.18. Por último, es necesario mencionar el rol que los intermediarios reputacionales (*gatekeepers*), auditores, asesores contables, calificadoras y demás asesores, tienen en el control del efectivo cumplimiento de las normas relativas al buen GC. Estos proveen servicios de monitoreo, difusión de información y certificación acerca de las empresas<sup>87</sup>. El adecuado cumplimiento de este rol requiere el control del potencial manejo discrecional de los flujos de fondos dentro de las empresas de parte de los accionistas mayoritarios o la alta gerencia (que usualmente cuentan con mayor información). El posible conflicto de interés que puede surgir en el monitoreo y control se remedia en parte por el capital reputacional que el intermediario pone en juego en la realización de su trabajo. No obstante, la evidencia de las crisis recientes indica que este argumento no parece ser lo suficientemente sólido en la práctica. En el caso de los auditores la tendencia internacional se inclina por acotar la posibilidad de prestar servicios adicionales de consultoría a las firmas. En el caso de los contadores y abogados, el monitoreo debería ir más allá de la certificación del adecuado cumplimiento formal de las normas y leyes, en este sentido la evidencia indica la importancia de la adopción de normas transparentes y alineadas con las mejores prácticas y adecuados requisitos de ética profesional. Por último, las calificadoras como parte del análisis de calificación de las empresas deberían profundizar en su análisis el adecuado control del GC.

---

<sup>85</sup> Berglof y Claessens (2004)

<sup>86</sup> Caprio, G. y R. Levine (2002)

<sup>87</sup> Coffee (2002)

## 6. Hechos estilizados del GC en empresas con oferta pública

6.1. El mercado de capitales de Argentina muestra un menor desarrollo que el de otros países de la región y que el promedio de economías emergentes. Tal como puede observarse en la Tabla N° 3, el mercado de capitales argentino presenta un bajo nivel de emisiones domésticas, de empresas listadas, de capitalización y de volumen negociado, mientras que la concentración es superior al de los otros grupos de referencia.

**Tabla N° 3: Indicadores del mercado de capitales: Argentina y regiones seleccionadas  
(Año 2004 en % PBI)**

	Argentina	Países Desarrollados*	América Latina (excl. Argentina)	Otros países en desarrollo**
Emisiones domésticas (en % cap. mercado)	0,5	1,5	0,9	2,5
Número de empresas listadas (2004) (promedio)	107	2657	257	534
Var. % núm. empresas listadas (2004-2003)	-2,7	0,9	6,7	6,6
Valor transado (en % PBI)	3,2	166,8	10,6	52,0
Acciones Domésticas	3,0	146,5	10,5	51,9
Acciones Extranjeras	0,2	20,3	0,1	0,1
Capitalización de Mercado Empr. Domésticas (en % PBI)	26,7	134,0	42,9	65,9
Concentración de Mercado				
10 mayores empresas % capit. Mercado (promedio)	79,3	45,6	52,9	51,2

\* Estados Unidos, Canadá, Inglaterra, Alemania, España, Italia, Japón.

\*\* Polonia, Filipinas, Singapur, Tailandia, Corea, Malasia.

FUENTE: CEF en base a World Federation of Stock Exchanges y Mecon.

6.2. El bajo desarrollo del Mercado de Capitales está estrechamente relacionado con la calidad del GC, con una relación causal que actúa en ambas direcciones: por un lado, el deficiente GC reduce la demanda de títulos por parte de los inversores, y, por el otro, el escaso desarrollo del mercado desalienta la entrada de nuevas firmas ante la percepción de que un mercado poco profundo no valúa correctamente las mejoras de GC. En este sentido, las firmas encuentran pocos incentivos para mejorar la transparencia y el GC, mientras que los inversores se ven poco dispuestos a invertir en un mercado poco transparente. Por lo tanto, cualquier mejora en el marco institucional y en la comunicación al mercado de la cultura de las empresas en términos de las mejores prácticas de gobierno podrían reflejarse en una mayor participación en el mercado de capitales.

6.3. La tenencia individual de activos negociables por parte de agentes domésticos alcanzó un nivel de 6,1% del PBI durante el año 2003<sup>88</sup>, mientras que la tenencia directa de acciones correspondió únicamente al 2,9% del PBI, reflejando la escasa participación por parte de los inversores individuales. De hecho, sólo el 5% de la riqueza financiera de los argentinos se destina a activos negociables de manera directa. Este valor contrasta con el 60% de la riqueza financiera que los residentes argentinos atesoran en activos externos. Por su parte, el 29% de la riqueza financiera es intermediada a través de los servicios financieros domésticos, correspondiendo el 60% a intermediación bancaria.

### Estructura de propiedad de las empresas

6.4. La estructura de propiedad de las compañías es un tópico de creciente interés en la literatura sobre GC, justificado por dos razones: la primera es que la concentración o dispersión de la propiedad es un indicador de la calidad institucional del país (en particular, si los pequeños inversores están desprotegidos, se debería esperar una fuerte concentración de la propiedad) la segunda es que el grado de concentración de la propiedad, y en especial la separación entre derechos de voto y de capital, aumenta los incentivos a la expropiación de los accionistas minoritarios. Siguiendo la metodología establecida en el trabajo de La Porta et al. (1999) se investigó, por primera vez en el país, la estructura de propiedad de las empresas de oferta pública en Argentina. Las limitaciones de datos dificultaron la tarea, dado que el regulador no exige la difusión de la estructura de propiedad

<sup>88</sup> Análisis de la Riqueza Financiera Argentina. Nota Técnica N° 6. CEF. Septiembre 2004. Pág. 7

a las empresas en oferta pública<sup>89</sup>. Las empresas que cotizan ADR<sup>90</sup> deben presentar el formulario 20-F en donde, entre otra información, se detalla la estructura de propiedad de la empresa. Sin embargo, para las empresas que sólo cotizan a nivel local la regulación establece que deben informar acerca de cambios que involucren más del 5% del capital<sup>91</sup>, pero aún en estos casos no están obligadas a informar sobre aquellos accionistas que no participan directamente en la transacción.

6.5. La Porta et al. (1999) y subsecuentes trabajos desarrollan una metodología para identificar los propietarios últimos de cada compañía a fin de establecer el grado de concentración de la propiedad y las diferencias entre derechos de capital (*cash flow rights*) y derechos de voto (*control rights*). Esta diferencia se explica por el uso de propiedad piramidal, desviaciones de la regla de una acción un voto y tenencias cruzadas. Este tipo de análisis conlleva la necesidad de identificar a los accionistas tanto directos como indirectos hasta llegar a los propietarios finales de las empresas. En el caso de Argentina, como las empresas del Estado han sido privatizadas y no hay compañías domésticas con tenencias accionarias ampliamente atomizadas, se distinguieron dos tipos de propietarios finales: familias nacionales y firmas extranjeras. Para cada firma, partiendo desde sus accionistas directos, se investigaron las tenencias accionarias hasta encontrar a una familia o individuo argentino, o una firma extranjera<sup>92</sup>.

6.6. La Tabla Nº 4 resume las características de propiedad observadas para 54 compañías no financieras de oferta pública con información completa acerca de la estructura de la propiedad. Los resultados muestran que la estructura de propiedad en Argentina es relativamente simple, con firmas que son típicamente controladas por su principal accionista final, el cual detenta en promedio el 63% de los votos y el 57% del capital. Los derechos de voto exceden en un 30% a los derechos de capital, pero el porcentaje sube al 74% cuando se consideran sólo aquellas empresas (22 sobre las 54 totales) donde el cociente entre derechos de voto y de capital supera 1,02. Esta separación se alcanza mayormente a través de estructuras piramidales (observadas en el 37% de la muestra) y, en menor medida, mediante acciones de voto múltiple (11% de la muestra). No se registran casos de tenencias cruzadas ni de empresas con propiedad dispersa, estas últimas definidas como aquellas que no presentan ningún accionista final con más del 20% de los votos. El principal accionista final es de nacionalidad Argentina en apenas el 46% de la muestra, correspondiendo el resto a empresas extranjeras.

**Tabla Nº 4: Estructura de Propiedad en Empresas Argentinas\***

Variable	Media	Desv. Est.	Mínimo	Máximo
Derechos de voto del principal accionista final (en % del total)	63,14	23,24	20,75	99,14
Derechos de capital del principal accionista final (en % del total)	56,90	26,58	4,31	99,14
Derechos de voto sobre derechos de capital del principal accionista final (Ratio)	1,30	0,74	1,00	5,43
Der. voto sobre der. capital del principal accionista final (mayor a 1,02; Ratio)	1,74	1,03	1,03	5,43
Empresas con acciones de voto múltiple (en % del total)	11,00			
Empresas con estructura de propiedad piramidal (en % del total)	37,00			
Empresas con tenencias cruzadas (en % del total)	0,00			
Empresas con propiedad dispersa (en % del total)	0,00			
Empresas cuyo principal accionista final es argentino (en % del total)	46,00			

(\*) Sobre 54 empresas no financieras para las cuales se obtuvo información completa sobre la estructura de propiedad.

Fuente: CEF

#### Composición de los directorios

6.7. El relevamiento realizado en términos de la composición de los directorios (Ver Tabla Nº 5) muestra una gran dispersión en el número de directores. La moda es de tres directores, número que coincide con el mínimo

<sup>89</sup> Por esta razón se utilizaron diversas fuentes de información, tanto públicas como privadas, incluyendo reportes anuales, prospectos de emisión, estados contables de las compañías, formularios de reguladores locales y extranjeros, los sitios de Internet de la compañía y otros sitios de Internet, y las revistas y periódicos de negocios.

<sup>90</sup> Los American Depositary Receipts (ADR), son certificados negociables que representan la propiedad de una o más acciones de una compañía extranjera (denominadas acciones subyacentes). Los títulos se comercializan en los principales mercados de EE.UU. (NYSE, Nasdaq, AMEX) de la misma manera que otros títulos estadounidenses. Los ADR fueron creados en 1927 para otorgarle al inversionista norteamericano la posibilidad de invertir en compañías extranjeras y se encuentran regulados por la SEC.

<sup>91</sup> Art. 12 Capítulo XXI Libro 6 de las Normas de la C.N.V.

<sup>92</sup> En este último caso, no se identificó su propietario último por no considerarlo relevante para el presente trabajo.

establecido por la Ley de Sociedades Comerciales para empresas de oferta pública. De igual manera, debido a la necesidad de adecuación de las sociedades al requerimiento de la CNV de conformar un Comité de Auditoría antes del 28/05/2004<sup>93</sup>, la cantidad de miembros independientes coincide con el mínimo requerido (2). Puede notarse que en el relevamiento realizado durante el año 2003, con anterioridad a la mencionada norma, la media de directores independientes era igual a cero. Esto indica que el comportamiento más observado, tanto en términos de conformación del directorio como en el número de directores independientes, se ajusta estrictamente al cumplimiento de la obligación legal impuesta por el marco de GC institucional.

**Tabla N° 5. Estadísticos básicos de la composición de los directorios**

Estadísticos	Directores (2004)			Directores (2003)		
	Total	Nro Indep	% Indep	Total	Nro Indep	% Indep
Media	7	2	36	6	1	27
Mediana	7	2	29	6	1	17
Moda	3	2	29	3	0	0
Máximo	19	7	100	19	6	100
Mínimo	3	0	0	3	0	0
Diferencia de medias 2004-2003	0,57	0,053*	0,03*			

Fuente: CEF

6.8. Durante el año 2004, tal como muestra las Tablas N° 5 y N° 6, se observa un leve aumento en el número de directores y una mayor cantidad de miembros independientes respecto al año anterior. De hecho, en 22 empresas el número de directores aumentó, mientras que en 32 lo hizo el número de directores independientes, de manera que en sólo 34 empresas se observa un aumento en la participación de directores independientes en los directorios<sup>94</sup>. Esta mejora se explica por la mencionada necesidad de conformar un Comité de Auditoría con mayoría de directores independientes. A pesar de este requerimiento, sólo el 36 % de los directores revisten tal carácter. En 24 casos se encontraron directores no independientes afiliados<sup>95</sup>, algo que es común en América Latina dada la estructura piramidal de propiedad<sup>96</sup>.

**Tabla N° 6. Cambios en la composición y tamaño de los Directorios**

Directorios	Aumento	Disminución	Sin cambios	Sin información	# de empresas
# de directores	22	8	51	-	81
# de directores independientes	32	10	30	9	81
% de directores independientes	34	10	28	9	81

6.9. La evidencia a nivel internacional indica que el tamaño del directorio se relaciona de manera proporcional con el tamaño de la empresa y con la complejidad de la industria. En el presente relevamiento, el coeficiente de correlación simple entre el número de directores y el valor de los activos es de 0,55 mientras que la correlación entre el número de directores con el volumen de ventas es igual a 0,47.

6.10. Tal como puede observarse en la Tabla N° 7, considerando las 48 empresas de mayor activo<sup>97</sup>, aquellas en las cuales invierten las AFIPs (24 de las 48 compañías) muestran un mayor número de directores y un

<sup>93</sup> RG 402/02.

<sup>94</sup> El aumento en la participación de directores independientes resultó significativo estadísticamente. A su vez, los estadísticos de diferencias de media arrojaron que la diferencia en la media de directores no es significativa, en tanto que si lo es en el número de directores independientes y en la participación de los mismos en el directorio.

<sup>95</sup> Director Afiliado es un accionista importante o un auditor o persona relacionada con el auditor de la compañía.

<sup>96</sup> Lefort, F. (2002) "Anexo C: Estructura de capital y el GC en los países latinoamericanos – una visión empírica."

<sup>97</sup> Considerando la correlación positiva expuesta precedentemente entre el número de directores y el tamaño de la empresa, se utilizó una sub-muestra de las 48 empresas con mayores activos (en 24 de ellas invierten las AFIP).

porcentaje mayor de directores independientes. Este resultado coincide con el esperable a priori teniendo en cuenta el rol de los inversores institucionales como monitores del buen GC (aunque también es factible que la causalidad corra en el sentido contrario)

**Tabla Nº 7. Influencia de las AFJPs en los directorios**

Estadísticos	Con AFJP como Accionista			Sin AFJP como Accionista		
	Directores	Nro Indep	% Indep	Directores	Nro Indep	% Indep
Media	8,9	2,5	31,5	7,3	2	31,2
Mediana	8	2	28,6	7	2	28,6
Moda	7	2	28,6	7	2	28,6
Máximo	19	7	66,7	14	4	66,7
Mínimo	5	1	5,3	3	0	0

Fuente: CEF

### Índice de transparencia y difusión

6.11. Con el objetivo de contar con una medida cuantitativa y objetiva que permita realizar un seguimiento de la evolución del GC de las empresas en Argentina el CEF desarrolló el Índice de transparencia y difusión (ITD)<sup>98</sup>, el primer índice de GC elaborado específicamente para Argentina. Basado en información pública, el ITD posee tres ventajas distintivas en que: (i) es objetivo y claramente documentado, (ii) en un país como Argentina donde los requerimientos de difusión de información son bajos y mayormente limitados a la información contable, el ITD refleja información voluntaria más que información obligatoria, y así puede reflejar más variabilidad entre las firmas, y (iii) no se ve afectado por la tasa de respuesta de los cuestionarios directos a las empresas, que en general resulta baja.

6.12. Por otro lado, el ITD presenta ciertas limitaciones. En primer lugar, no permite conocer las características de GC que la empresa ha decidido no revelar abiertamente; por esta razón el mismo se complementa con dos índices adicionales, encuestas a las propias empresas y encuestas a inversores y participantes del mercado. En segundo lugar, tanto la información relevada como las ponderaciones asignadas a la misma pueden ser discutibles.

6.13. El ITD fue medido en dos oportunidades: la primera durante los meses de Agosto a Noviembre del 2003 y la segunda en los meses de agosto a septiembre del 2004<sup>99</sup>. El análisis de la evolución comparada del ITD, con el agregado de la información proveniente de la encuesta a las empresas y las encuestas a inversores institucionales y participantes del mercado permitirá una adecuada caracterización del nivel de GC de las empresas con oferta pública de acciones en nuestro país.

6.14. La Tabla Nº 8 muestra el porcentaje de respuesta positiva de cada uno de los aspectos relevados en el ITD, de forma comparativa para el año 2003 y 2004. Puede observarse que la mejora en el ranking ITD de un año a otro se relaciona directamente con la mayor disponibilidad de información relacionada con factores tales como la conformación del comité de auditoría<sup>100</sup> por parte de una gran cantidad de empresas (de las 81 empresas calificadas, 50 poseen actualmente un comité de auditoría constituido); la respuesta al requerimiento estipulado por el Dec. 677/01 de informar sobre la política de dividendos, la remuneración al directorio y los cuadros

<sup>98</sup> La transparencia y difusión de información es uno de los componentes principales del buen GC dado que posibilita un mejor control y seguimiento de la empresa, de la gerencia y los accionistas de control por parte de los accionistas minoritarios, agentes con interés legítimo e inversores en general. Ver Patel, S. y Dallas, G. (2002)

<sup>99</sup> Los resultados de la primera medición fueron presentados en forma agregada en el marco del II Seminario Internacional del CEF. Ver. Bebczuk, R. (2003)

<sup>100</sup> Según lo establecido por la Resolución 400/02 de la CNV (en su Art. 17), las sociedades anónimas que califiquen como pequeñas y medianas empresas, según los términos de la Resolución M.E. Nº 401 del 23 de noviembre de 1989 y sus modificatorias, están exceptuadas de constituir un Comité de Auditoría. En la primera reunión de directorio de cada ejercicio de las sociedades que califiquen como pequeñas y medianas empresas, el órgano deberá manifestar, con alcance de declaración jurada, que reúnen los requisitos para tal calificación. Dentro de los CINCO (5) días deberá remitirse a la Comisión y a las entidades autorreguladas en las que coticen sus acciones, copia de dicha acta. El incumplimiento de dicha carga hará caducar automáticamente la excepción aquí prevista, para ese ejercicio. El criterio para definir una Pyme lo establece la Resolución M.E. 208/93.

gerenciales, aunque cabe mencionar que en un buen número de empresas la información brindada acerca de los mismos es muy limitada; y el ya mencionado aumento en el número de directores independientes, a partir de la conformación del Comité de Auditora.

**Tabla Nº 8. Información relevada para el Índice de Transparencia y Difusión (ITD) (\*)**

<b>Porcentaje de respuesta positiva por bloque</b>	<b>ITD-2003</b>	<b>ITD-2004</b>
<b>A. Estructura del directorio y procedimientos</b>		
Código de conducta de los directores	7,4	8,6
Criterios de determinación de la independencia de los directores	82,7	97,5
Remuneraciones para la alta gerencia y para los directores	56,8	80,2
Forma en que se efectivizan tales remuneraciones (efectivo, acciones, etc.)	11,1	17,3
Parámetros p/ la determ. de remun. de la alta gerencia y para los directores	25,9	27,2
Información sobre remuneración ligada a resultados	25,9	37,0
Detalle sobre tenencias accionarias de gerentes y directores	21,0	22,2
Número y porcentaje de directores independientes	90,1	97,5
Detalles del proceso de nominación de nuevos directores	9,9	7,4
Composición de los distintos Comités del Directorio	34,6	63,0
Detalle de actividades de los distintos Comités del Directorio	4,9	7,4
Información sobre antigüedad de los directores en sus cargos	16	19,8
Reporte de disensos en reuniones de directorio	0,0	0,0
<i>Promedio de respuestas positivas</i>	29,7	37,3
<b>B. Difusión de la información</b>		
Detalles del nombramiento de nuevos directores	13,6	23,5
Calendario de eventos importantes para los accionistas	2,5	1,2
Bio de primera línea gerencial	17,3	16,0
Bio de directores	19,8	21,0
Website traducido al inglés	28,4	32,1
Evolución histórica reciente de las principales variables de la compañía	98,8	98,8
Plan estratégico, objetivos de rentabilidad y/o proyecciones	43,2	29,6
Publicación de Actas de Directorio	95,1	100,0
Publicación de Actas de Asamblea de accionistas	92,6	100,0
Detalles sobre asistencias en asamblea de accionistas	32,1	22,2
Reporte de disensos en Asambleas de accionistas	33,3	35,8
Año de contratación del actual auditor externo	100,0	98,8
Dictamen del auditor externo	97,5	100,0
Composición de la Comisión Fiscalizadora (internos o externos)	97,5	93,8
Detalles de actividades de la Comisión Fiscalizadora	2,5	7,4
Bio de Responsable de relaciones con el mercado	8,6	13,6
<i>Promedio de respuestas positivas</i>	48,9	49,6
<b>C. Accionistas</b>		
Documento sobre prácticas internas de GC	4,9	7,4
Lista de principales accionistas con su respectiva participación	59,3	77,8
Tipo y cantidad de acciones en circulación (comunes, voto múltiple, preferidas, clase)	98,8	98,8
Evolución histórica reciente de la política de dividendos	21,0	17,3
Política de dividendos proyectada para los próximos años	25,9	33,3
Justificación de la política de dividendos pasada y/o futura	35,8	39,5
<i>Promedio de respuestas positivas</i>	41,0	45,7

(\*) Los números reportados corresponden al porcentaje de compañías sobre las cuales se obtuvo información pública respecto a cada aspecto analizado.

Fuente: CEF



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

6.15. Los estadísticos generales comparados permiten inferir que si bien existe una mejora significativa entre 2003 y 2004 (ver Gráfico N° 1), el nivel de GC de las empresas de oferta pública es relativamente bajo. Como puede observarse en la Tabla N° 9, la media del índice es superior a la mediana (el valor que divide por la mitad a la muestra), que a su vez es superior a la moda (el valor que se repite más veces), lo cual indica una distribución concentrada en valores bajos del índice, tal como puede observarse en el Gráfico N° 2.

Gráfico N° 1: Variación del ITD entre el 2003 y 2004

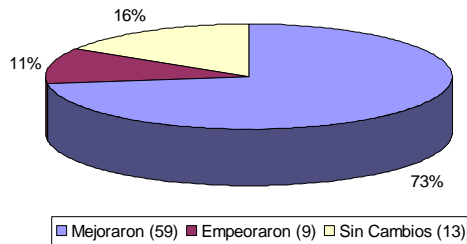
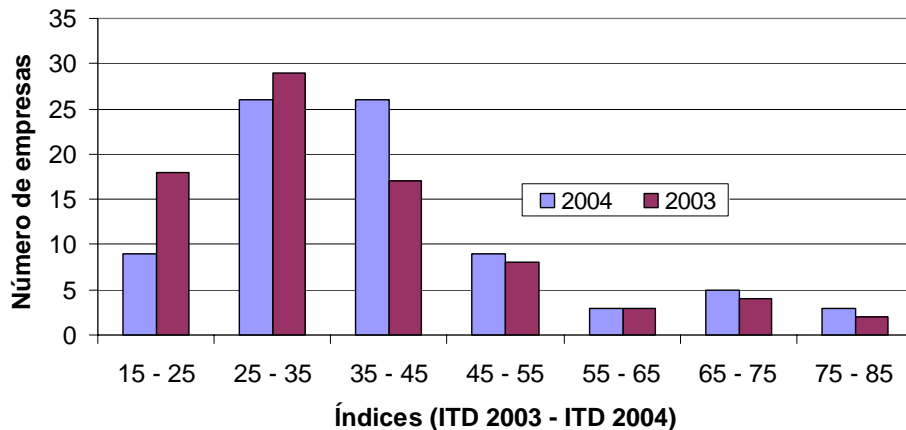


Tabla N° 9: Índice de Transparencia y Difusión

Estadístico	ITD-2004	ITD-2003
Media	40,63	36,70
Mediana	35,81	33,33
Moda	33,33	33,33
Máximo	85,19	82,72
Mínimo	19,75	16,05
p-value	0,21	

Gráfico N° 2: Cantidad de empresas ordenadas por ITD



#### Análisis por grupos del ITD

6.16. Del análisis de las calificaciones de las empresas por grupos, surgen conclusiones interesantes acerca de las características de las prácticas de GC en nuestro país. Según puede observarse en la Tabla N° 10, se observan diferencias significativas en el nivel de GC<sup>101</sup>, medido por el ITD 2004, de acuerdo, entre otros, a los siguientes atributos<sup>102</sup>: a) si han emitido ADRs; b) si tienen un nivel de capitalización por encima de la mediana; c) si tienen acciones con calificación de riesgo; d) si tienen a las AFIPs como accionistas; e) si el gerente general (CEO) forma parte del directorio. Todas estas características determinaron diferencias significativas entre empresas, pero no se observó lo mismo en el caso del nivel de acciones de libre flotación (*free float*), la deuda sobre activos, la existencia de acciones con voto múltiple y la nacionalidad del principal accionista.

<sup>101</sup> La diferencia en la calificación es estadísticamente significativa.

<sup>102</sup> Respecto a las empresas que no presentan tal atributo.

Tabla N° 10. Análisis por grupo de empresas

Características	# de Firmas	Calificación Promedio	p-value medias	dif.
<b>Capitalización por encima de la mediana</b>	<b>40</b>	<b>39,35</b>		<b>0,00</b>
<b>Capitalización por debajo de la mediana</b>	<b>41</b>	<b>26,63</b>		
Free Float por encima de la mediana	40	31,40		0,27
Free Float por debajo de la mediana	41	34,39		
<b>Acciones c/ calificación de riesgo</b>	<b>39</b>	<b>39,69</b>		<b>0,00</b>
<b>Acciones s/ calificación de riesgo</b>	<b>42</b>	<b>26,62</b>		
<b>Empresas que cotizan ADR</b>	<b>10</b>	<b>56,50</b>		<b>0,00</b>
<b>Empresas que no cotizan ADR</b>	<b>71</b>	<b>29,59</b>		
Deuda Bria/Activo por encima de la mediana	40	33,95		0,31
Deuda Bria/Activo por debajo de la mediana	41	31,90		
<b>Empresas con AFJP como accionistas</b>	<b>24</b>	<b>40,88</b>		<b>0,00</b>
<b>Empresas sin AFJP como accionistas</b>	<b>57</b>	<b>29,60</b>		
Empresas con acciones de voto múltiple	30	32,00		0,55
Empresas sin acciones de voto múltiple	51	33,45		
Empresas de capital nacional	34	32,47		0,94
Empresas de capital extranjero	48	32,29		
<b>CEO y Director</b>	<b>23</b>	<b>42,39</b>		<b>0,00</b>
<b>CEO no Director</b>	<b>17</b>	<b>33,53</b>		

Nota: en negrita se indican las diferencias significativas estadísticamente.

Fuente: CEF

6.17. La evidencia muestra que las empresas donde el gerente general (CEO) es también presidente del directorio presentan un valor del ITD significativamente superior al resto. Las buenas prácticas en general recomiendan que estas dos funciones no recaigan en la misma persona, por razones relacionadas con la carga de trabajo y fundamentalmente por la necesidad de mantener un correcto balance entre responsabilidades y controles. No obstante, la evidencia empírica no es concluyente. De hecho, Leblanc (2004) enfatiza la importancia del análisis de eficiencia en el comportamiento del directorio por sobre el análisis basado únicamente en su conformación formal. El estudio indica que el GC y el desempeño de las empresas aumentan con cuestiones tales como el liderazgo y las capacidades del CEO, el conocimiento del negocio por parte de los directores y la independencia de criterios en momentos claves por parte de los mismos.

Tabla N° 11: Comparación por sectores económicos

Sector	# de Firmas	Calificación Promedio	Test de igualdad de medias (p-value)
<b>Holdings</b>	<b>5</b>	<b>41,0</b>	<b>0,07</b>
<b>Sector Servicios Públicos</b>	<b>20</b>	<b>39,3</b>	<b>0,02</b>
Muestra Total	81	32,9	
Sector Servicios	15	30,3	0,21
Sector Industria	27	30,0	0,14
Sector Producción Primaria	14	28,4	0,10

Fuente: CEF

6.18. Al analizar las empresas por sectores productivos (Ver Tabla N° 11), se constata que los holdings y las empresas del sector servicios públicos muestran un ITD significativamente mayor al resto de los sectores. En el primer caso, podría deberse a la necesidad del holding de satisfacer mayores requerimientos de información de parte de diferentes autoridades regulatorias, incluso correspondientes a diversos países. En el caso de las empresas de servicios públicos, el motivo es la existencia de entes reguladores específicos. Por otro lado, las empresas pertenecientes al sector primario muestran una calificación menor al promedio del resto de los sectores, aunque con una diferencia escasamente significativa.

#### Encuesta de GC a empresas

6.19. Con el objetivo de complementar el ITD, el CEF diseñó una encuesta a empresas no financieras de oferta pública que releva sus prácticas de GC, ética de los negocios, manejo de riesgos y relación con el mercado. La encuesta<sup>103</sup> consta de 77 preguntas a ser respondidas por las propias empresas. Estas preguntas involucran aspectos del GC que en la mayoría de los casos no podrían ser relevados a través de la información disponible públicamente. Por esta razón, la información proveniente de la misma constituye el complemento necesario para el ITD como parte de la conformación de un IGC. Debe notarse que la información relevada por el cuestionario es confidencial para el CEF, en tanto la respuesta al cuestionario diseñado es una decisión estrictamente voluntaria de parte de la empresa. En este sentido, la decisión de acceder a responder el cuestionario es un claro indicador del grado de compromiso de la empresa con la difusión y transparencia de la información relevante para el mercado.

6.20. La encuesta fue distribuida por el CEF entre mayo y noviembre del año 2004<sup>104</sup>. Al respecto, es útil comparar la situación relativa de las empresas que contestaron el cuestionario respecto a su posición según el ITD. En tal sentido, surge un índice de encuesta de GC (EGC), con una correlación positiva de 0,58 respecto al ITD 2004. Este análisis preliminar permite corroborar el correcto poder predictivo del ITD, como indicador del grado de compromiso de las empresas de oferta pública con las buenas prácticas de GC.

#### Encuesta a inversores institucionales

6.21. Como tercera pieza para evaluar las prácticas de GC de empresas de oferta pública, el CEF llevó a cabo una encuesta sintética a inversores institucionales y participantes activos en el mercado de capitales. La encuesta estuvo orientada a identificar la percepción que tienen los principales actores en el mercado de capitales acerca del GC de las empresas que cotizan en oferta pública. La principal utilidad de este tipo de medición es la de captar la percepción que el mercado tiene acerca del real compromiso de las empresas con los preceptos formales que se capturan en el ITD o en la EGC. Al igual que el ITD y la EGC, la Encuesta a Inversores Institucionales (EII) fue estructurada en cinco bloques: principios generales (que considera el nivel de adhesión de las empresas a las buenas prácticas internacionales), alta gerencia y directorio (que analiza la posible existencia de conflicto de intereses entre accionistas y la gerencia), los accionistas (que se enfoca en la estructura de propiedad y la relación entre accionistas minoritarios y mayoritarios), la provisión de información (a fin de evaluar el nivel y calidad de información de difusión pública) y otros incumbentes de la firma (para observar si se tienen en cuenta los intereses de los agentes que sin tener una relación directa con la empresa se ven influidos por las acciones llevadas a cabo por la misma)

6.22. La encuesta, llevada a cabo durante los meses de agosto a noviembre del 2004, fue dirigida a los inversores institucionales y actores relevantes en el mercado de capitales a través de la Cámara de Seguros de Vida y Retiro, la Unión de AFJPs, la Cámara Argentina de FCI y la Cámara de Inversores en Valores Mobiliarios de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Las respuestas cubrieron las 30 empresas en las que más invierten estos administradores de fondos. Cabe indicar que estas empresas presentan los valores más altos del ITD.

6.23. Los resultados de la encuesta indican que la percepción de los inversores institucionales acerca de las prácticas de GC de las empresas en las cuales invierten es en general bajo. Aunque en términos relativos la visión

---

<sup>103</sup> La encuesta se halla en proceso de análisis y no se hará referencia a los resultados a la espera de poder contar en la próxima medición con la totalidad de las empresas con oferta pública.

<sup>104</sup> Fue enviada por correo electrónico y postal, junto con un breve instructivo, al Presidente del Directorio, al Gerente General y al Responsable de Relaciones con el Mercado de cada empresa. Asimismo, el staff del CEF efectuó un estrecho seguimiento para maximizar la tasa de respuesta a la encuesta por parte de las empresas.

de los inversores tiende a coincidir con el ordenamiento que predice el ITD (el coeficiente de correlación simple entre ambos índices es de 0,29 para las 30 empresas analizadas), es digno de destacar que el índice es menor en promedio al valor que refleja el ITD. Como puede observarse en la Tabla N° 12 y en el Gráfico N° 3, el valor promedio de ambos índices es significativamente diferente, al tiempo que el Índice EII tiene una distribución relativamente más sesgada hacia valores bajos. La Tabla N° 13, referida a la respuesta de las AFIPs, da cuenta de que, en las 5 preguntas, el porcentaje de percepciones malas y muy malas no baja por debajo del 70%.

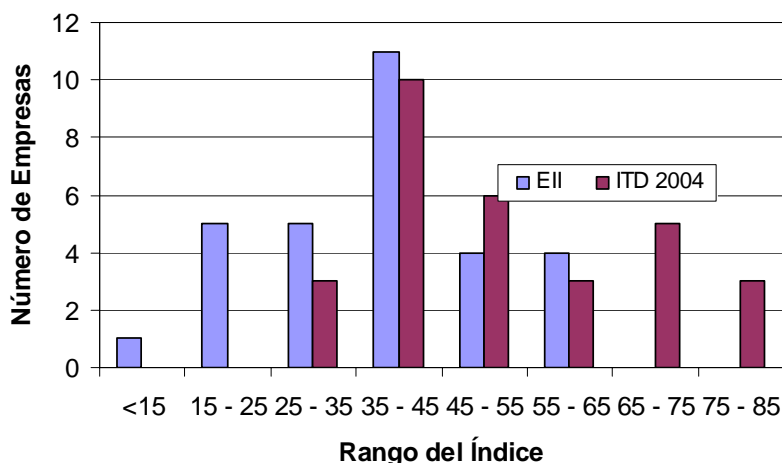
**Tabla N° 12: Comparación del EII con el ITD para 30 empresas (en %)**

<b>Estadísticos</b>	<b>EII</b>	<b>ITD</b>
Media	38,56	53,05
Mediana	40,00	50,00
Moda	40,00	43,21
Máximo	66,67	85,19
Mínimo	13,33	30,86
p-value	0,00	

Fuente: CEF

6.24. La percepción acerca del bajo nivel de GC de las empresas con oferta pública de acciones de parte de los inversores institucionales es un aspecto que merece analizarse con detenimiento. Como observáramos en la Tabla N° 9 aquellas empresas en las cuáles invierten las AFIPs tienen un nivel de GC (medido por el ITD) significativamente superior al resto de las empresas<sup>105</sup>. Paradójicamente, la visión que las propias AFIPs tienen acerca del GC de las empresas en las cuáles invierten no es tan alentadora como lo indicaría la observación anterior.

**Gráfico N° 3: Distribución de frecuencia del ITD y del EII para 30 empresas**



6.25. De hecho si se analizan las respuestas de las ocho AFIPs a las cinco preguntas incluidas en la Encuesta a los Inversores Institucionales (Ver Anexo I) se observa que la percepción acerca de la prioridad que tienen las empresas por la aplicación de buenas prácticas de GC es mayormente regular, (Ver Tabla N° 13) en tanto que la percepción acerca del grado de independencia que existe entre la alta gerencia y el directorio es mayoritariamente mala, al igual que la percepción acerca del grado en que son protegidos los intereses y derechos de los accionistas minoritarios, en tanto el nivel de transparencia en términos de calidad, claridad y accesibilidad de la

<sup>105</sup> Tanto para el ITD 2004 como para el 2003 y considerando sólo las empresas de mayor tamaño para evitar un posible sesgo por la envergadura de la empresa.

información provista por la empresa y la percepción acerca de la relación que tienen las mismas con el resto de los incumbentes en términos de iniciativas de carácter social y de ayuda a la comunidad es relativamente mejor, aunque sigue siendo regular.

**Tabla N° 13: el GC de las empresas según las AFIPs**

	Muy Alta	Alta	Regular	Mala	NS / NC
Pregunta 1: Principios generales	3,2	18	46,5	29	3,2
Pregunta 2: Alta Gerencia y el Directorio	0	11	33	50	6
Pregunta 3: Accionistas	0	13	38	43,1	6
Pregunta 4: Provisión de Información	4	25,3	37,8	26,7	6
Pregunta 5: Otros Incumbentes	7	20,5	24,2	9,8	38,6

Fuente: CEF (en base a EII)

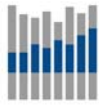
6.26. La percepción negativa de los inversores institucionales acerca del grado de independencia de los Directorios es un dato revelador de la ausencia de cultura de directorios efectivos en las compañías locales. Lo mismo sucede respecto de la percepción negativa acerca del resguardo por parte de las empresas de los intereses de los accionistas minoritarios no hace más que reafirmar la necesidad de mejorar las prácticas de GC tanto a nivel institucional como contractual. En tal sentido, sería aconsejable avanzar en reformas regulatorias y legales que permitan fortalecer el rol potencial de los inversores institucionales como monitores del GC de las empresas en las cuáles invierten los fondos administrados. Por ejemplo, a través de la creación de un mercado diferencial con requerimientos adicionales en términos de GC con la posibilidad de que los inversores institucionales puedan invertir una proporción más alta de su cartera en aquellas empresas que tengan un mejor GC.

#### La relación entre GC y desempeño económico

6.27. La calidad del GC, al mitigar las ineficiencias que acarrearán los conflictos de interés entre los distintos interesados en la firma, puede tener un efecto importante sobre el desempeño de las compañías. Como se comentara anteriormente, existe evidencia sobre este impacto positivo del GC en distintos estudios internacionales (Ver Sección 2 de esta Nota). Estos estudios prestan atención a medidas contables (en especial la rentabilidad sobre activos, ROA) y a medidas de mercado (como la llamada *q de Tobin*, el cociente entre el valor de mercado y el valor de reposición de los activos de la firma). Mientras las primeras dan cuenta del efecto directo de un mejor GC, las segundas miden la percepción del mercado con respecto al mismo.

6.28. Se presenta a continuación, por primera vez para Argentina, evidencia sobre este punto. La Tabla N° 14 muestra el resultado de una regresión del ROA usando como variable explicativa el ITD junto con otros factores que se suponen asociados, junto al GC, con la rentabilidad de los activos de las empresas. El período de análisis es 2000-2003, el cual adicionalmente se subdivide en dos subperíodos (2000-2001 y 2002-2003) para tomar en consideración el eventual efecto de la reciente crisis financiera. La tabla revela que el GC tiene un efecto positivo y altamente significativo a nivel estadístico. El efecto cuantitativo es muy apreciable: observando los resultados para 2000-2003, un incremento de 10 puntos porcentuales a partir del ITD promedio para la muestra se traduciría en un aumento del ROA de 2.6 puntos porcentuales, vale decir, un incremento de 1.9 puntos porcentuales a partir del promedio para la muestra de empresas (0.7%). Reforzando la confianza en estas estimaciones, los resultados aparecen como robustos ante cambios en el período analizado y el conjunto de variables adicionales.

**Tabla N° 14. Estimación de la relación entre ITD y ROA**



	Variable Dependiente : ROA		
	Reg 1	Reg 2	Reg 3
<b>VARIABLES EXPLICATIVAS</b>			
<b>ITD</b>	<b>0,0005449</b> <b>(2,61)**</b>	<b>0,0004813</b> <b>(3,13)***</b>	<b>0,0006292</b> <b>(1,79)*</b>
Ln(Edad de la empresa)	-0,0154112 (-2,11)**	-0,0209034 (-2,63)**	-0,0072887 (-1,03)
Tamaño de la empresa	0,0069701 (0,54)	0,0099801 (0,327)	0,0038725 (-0,23)
Deuda sobre activos	-0,0008561 (-0,06)	-0,0041904 (-0,27)	0,0042438 (0,22)
Crecimiento de las ventas	0,0000042 (0,12)	-0,00000211 (-0,05)	-0,0004995 (-0,74)
Emisión de ADR	-0,0025899 (-0,41)	-0,0032994 (-0,58)	-0,0009633 (-0,1)
Sector Industria	0,0015554 (0,25)	-0,0053865 (-1,04)	0,008823 (0,94)
Sector Servicios públicos	-0,0171923 (-1,21)	-0,0198887 (-1,25)	-0,0135516 (-0,95)
Sector Producción primaria	-0,0049964 (-0,63)	-0,0054604 (-0,73)	-0,0069393 (-0,66)
Constante	0,048235 (1,65)	0,0736632 (2,37)	0,0110886 (0,35)
R cuadrado ajustado	0,1513	0,309	0,0551
No. de observaciones	62	62	59
Estadístico F (valor p)	2,51(0,000)	4,35(0,000)	3,72(0,000)
Período	2000-I/2003-IV	2000-I/2001-IV	2002-I/2003-IV

**Notas**

Estadísticos t basados en errores estándar robustos

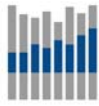
\* Significativo al 10%

\*\* Significativo al 5%

\*\*\* Significativo al 1%

6.29. Por su parte la Tabla N° 15 muestra los resultados del análisis de los determinantes del valor de la *q de Tobin* que captura la visión que tiene el mercado acerca de las perspectivas futuras de la empresa. Al igual que en el caso anterior, el ITD muestra una relación positiva y robusta con el valor de la *q de Tobin*. En ambos casos, se utilizaron variables de control para aislar correctamente el efecto directo entre ambas variables. Por su parte, se realizaron análisis de robustez y se utilizaron variables instrumentales para controlar por una posible endogeneidad entre ambas variables. Todos estos controles técnicos permiten concluir que la transparencia y difusión de información tiene un impacto positivo en el valor agregado de la empresa. Tanto el retorno de los activos como el valor de la *q de Tobin* muestran una relación directa, positiva y económicamente significativa con el índice de GC. Como se menciona más adelante en las conclusiones, esta evidencia debería ser seriamente sopesada por empresas, inversores y reguladores quienes, en muchos casos, opinan que el GC es un tópico de escasa trascendencia práctica en nuestro país.

Tabla N° 15. Estimación de la relación entre ITD y *q de Tobin*



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

Variable dependiente: q

	Regresión 1	Regresión 2	Regresión 3
<b>VARIABLES EXPLICATIVAS</b>			
<b>ITD</b>	<b>0,0059</b>	<b>0,0054</b>	<b>0,0051</b>
	<b>(2,27)**</b>	<b>(2,73)***</b>	<b>(2,1)**</b>
Ln(Edad de la Empresa)	0,033	-0,065	-0,0078
	(0,33)	(-1,71)*	(-0,1)
Tamaño de la Empresa	0,2215	0,2567	0,2455
	(2,11)**	(3,28)***	(2,62)**
Deuda sobre activos	0,4503	0,6344	0,6112
	(1,72)*	(3,01)***	(1,98)*
Crecimiento de las ventas	0,0008	0,0002	-0,0291
	(0,74)	(0,32)	(-4,36)***
Emisión de ADR	-0,0387	0,0036	-0,0179
	(-0,42)	(0,05)	(-0,21)
Sector Industria	0,1298	-0,0184	0,2895
	(1,59)	(-0,25)	(2,78)***
Sector Servicios Públicos	0,0997	-0,0471	0,0802
	(0,56)	(-0,53)	(0,65)
Sector Producción Primaria	0,1634	-0,076	0,3224
	(1,13)	(-0,9)	(3,25)***
Constante	0,2776	0,6843	0,391
	(0,62)	(3,69)***	(1,21)
R Cuadrado Ajustado	0,0448	0,3784	0,247
No. de Observaciones	54	53	50
Período	2000-I/2003-IV	2000-I/2001-IV	2002-I/2003-IV

## 7. Diagnóstico de situación

A partir del análisis y la evidencia presentados a lo largo de esta Nota, surge el siguiente diagnóstico de situación:

7.1. La evidencia a nivel internacional, y la evidencia para el caso argentino desarrollada por el CEF, aportan argumentos incontrastables acerca de la importancia de las buenas prácticas de GC. El apego a las buenas prácticas agrega valor en las empresas y permite un mejor acceso al financiamiento, generando al mismo tiempo un efecto benéfico sobre el desarrollo de los servicios financieros y el crecimiento económico. La tendencia a nivel internacional muestra que, a pesar de la amplia difusión de códigos de autorregulación, la mayoría de los países han avanzado hacia reformas legales y/o regulatorias, acompañadas por el necesario nivel de aplicación efectiva de las leyes y normas (*enforcement*) para garantizar su cumplimiento.

7.2. La evidencia empírica y el análisis del marco legal, regulatorio e institucional indican que nuestro país presenta un claro déficit en materia de GC institucional (requisitos legales) y contractual (prácticas de carácter voluntario). No existe un adecuado interés y conocimiento por parte de las empresas, de los inversores, de los mercados de valores y de los organismos reguladores acerca de las ventajas de las buenas prácticas de GC.

7.3. En relación al marco legal, existe una visión positiva con respecto a los principios instaurados a través del Decreto 677/01, aunque existe también margen para la implementación de mejoras, sobre todo en los aspectos relacionados con cuestiones estructurales del mercado de capitales, principalmente en lo relativo al modelo mutualista de organización.

7.4. En relación al marco regulatorio, la evidencia muestra una adopción parcial de los principios antes mencionados. En algunos temas, se observa falta de reglamentación sobre aspectos incluidos en la norma legal, mientras que en otros casos la regulación es poco específica, dejando a discreción de las compañías el grado de cumplimiento. Un ejemplo claro al respecto es la ausencia de reglamentación de la memoria ampliada que requiere a los emisores revelar información esencial para el inversor, pero que al no haber una reglamentación específica no ayuda a mejorar el nivel de información pública de los emisores.

7.5. Por el lado de las empresas, se observa un cumplimiento formal, con escasa información cualitativa y relevante más allá del mínimo necesario para evitar sanciones por parte del regulador, siendo el nivel de transparencia y difusión claramente insatisfactorio. Las mejoras en las buenas prácticas en los últimos años se relacionan en general con modificaciones regulatorias (GC institucional) más que con iniciativas voluntarias. Esta escasa adherencia a las mejores prácticas se explica en buena parte por la carencia de incentivos en esta dirección, principalmente la ausencia de un mercado primario de emisión de acciones y bonos que permita capitalizar la inversión en mejorar el GC. Por supuesto, a este factor se suma la previsible resistencia de los administradores y controlantes (*insiders*) a resignar los beneficios privados del control, la todavía insuficiente comprensión de los beneficios ligados al buen GC y la pasividad de los accionistas minoritarios para ejercer sus derechos.

7.6. La ausencia de Directorios efectivos e independientes es una de las principales evidencias del análisis empírico que surge del estudio del CEF y se confirma con la percepción negativa al respecto por parte de los inversores institucionales. La cultura de directorios efectivos e independientes es un componente central y esencial en las reformas recientes y en las recomendaciones de mejores prácticas de GC. Aunque las mejoras introducidas por el 677/01 han ayudado a actualizar el funcionamiento de los directorios de las compañías públicas (ej. introducción de la figura del “director independiente”; modulación de su responsabilidad; constitución obligatoria del comité de auditoría; etc.), un funcionamiento efectivo y una real independencia son aspectos que pertenecen al GC contractual y a las prácticas de las propias empresas.

7.7. El cumplimiento efectivo (*enforcement*) es otro aspecto que exhibe una notoria debilidad. Por un lado, se percibe cierta deficiencia en la dotación de recursos humanos y financieros disponibles para el regulador, así como en su independencia respecto al poder político, que se suman a la falta de prioridad asignada al fortalecimiento del GC. Se requiere asimismo un mayor celo en la aplicación efectiva de algunas normas vigentes de GC, inicialmente al menos aquellas que involucran bajo costo a las empresas pero que pueden generar fuerte impacto en el mercado. En los mercados autorregulados se han establecido mecanismos de arbitraje, pero su utilización es baja, en gran parte por desconocimiento y ausencia de difusión por parte de los propios mercados de valores y por otra parte porque sus potenciales usuarios dudan acerca de su efectividad. De la encuesta a inversores institucionales surge,



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

entre otros aspectos relevantes, la percepción de que los derechos de los accionistas minoritarios no son defendidos.

7.8. De acuerdo a las encuestas realizadas por el CEF, los inversores institucionales, no perciben un apego a las buenas prácticas de GC por parte de las empresas, al mismo tiempo que no existen adecuados incentivos para que los mismos ponderen el buen GC como un aspecto relevante en sus políticas de selección de cartera.

7.9. Tal situación contrasta con la experiencia internacional, en la cual se observa que los inversores institucionales valoran fuertemente los aspectos relacionados con las buenas prácticas de GC al momento de decidir donde asignar sus inversiones al mismo tiempo que muestran un rol activo dentro de las empresas.

## 8. Recomendaciones y sugerencias de política

Considerando la importancia que la adopción de buenas prácticas de GC tiene tanto para las empresas como para los intermediarios financieros, los servicios financieros y el crecimiento económico, se presentan a continuación las recomendaciones que se desprenden de la presente Nota de Política y el diagnóstico anterior, y que fueron enriquecidas por los comentarios recibidos en el marco del Ciclo de Mesas Redondas de GC desarrollado en el CEF durante marzo y abril de 2005:

8.1. Debería avanzarse en el diseño de un conjunto de requerimientos obligatorios y uniformes para todas las compañías en oferta pública (GC institucional) alineado con las buenas prácticas y estándares internacionales. Este marco debería extenderse también a las entidades financieras bancarias y no bancarias que intermedian fondos de terceros<sup>106</sup>. No obstante, habría que considerar que el equilibrio óptimo entre el componente obligatorio y el voluntario entraña una gran complejidad. Es claro que el GC institucional no debería sustituir completamente al GC contractual, ni viceversa. En general, el GC institucional tiene un rol insustituible en aspectos tales como asegurar un bloque mínimo de información pública uniforme y comparable entre todas las empresas; en modular un régimen de responsabilidad de los administradores y controlantes (*insiders*) que esté alineado con el objetivo de creación de valor en la firma; en establecer claramente los derechos de los acreedores y accionistas minoritarios y en la aplicación efectiva (*enforcement*) de tales derechos y acciones de los proveedores de financiamiento a la firma. Por su parte, el GC contractual debería nacer de un análisis de costo-beneficio privado. La difusión y adopción de Códigos de Buenas Prácticas<sup>107</sup>, es un aporte interesante pero puede no ser suficiente tal como lo muestra la experiencia internacional reciente<sup>108</sup>.

8.2. Es necesario instalar en la agenda la difusión acerca de la importancia de mejorar el GC. Es importante en tal sentido el esfuerzo privado, a través de las empresas, las fundaciones, universidades y las propias cámaras empresariales y mercados de valores. También, la falta de un adecuado interés en términos de transparencia y buen GC debería ocupar un lugar importante en la agenda pública teniendo en cuenta que las mejoras en tal sentido tendrían beneficios sociales importantes. En efecto, debería evitarse el histórico círculo vicioso según el cual las compañías no mejoran su GC ante la escasa profundidad del mercado de capitales, a la vez que ésta se perpetúa debido a la ausencia de inversores por efecto de las débiles prácticas de GC de las empresas. Acciones tanto por parte del sector público como del sector privado permitirían la ruptura de este círculo vicioso. En el primer caso deberían discutirse alternativas -de bajo o nulo costo fiscal- para estimular el fortalecimiento del GC para el universo de compañías, complementadas por una campaña de educación financiera acerca de ventajas, desventajas y tendencias internacionales del GC. En el caso del sector privado, deberían desterrarse algunos prejuicios injustificados (tales como que el GC es un tópico relevante únicamente para grandes compañías de países industriales, que cualquier mejora es muy costosa y que no reporta ningún beneficio tangible a los accionistas, etc.) y tomar mayor conciencia de los beneficios de mediano y largo plazo (la inversión en GC, como otras inversiones, tiene un cierto período de maduración); por otra parte, el GC puede favorecer no sólo la emisión de acciones, sino también el acceso a deuda bancaria y no bancaria. La presente Nota de Política busca precisamente alentar este proceso de concientización, ofreciendo no solamente argumentos conceptuales sino también evidencia tangible sobre el impacto benéfico del GC sobre la rentabilidad de las empresas y sus políticas de dividendos.

8.3. En relación al marco legal, el diseño de un nuevo marco de GC institucional no debería necesariamente implicar una alineación plena con los estándares de GC de los países más avanzados. Debe tenerse en cuenta que el mercado, en el corto plazo, no ofrece claros incentivos naturales al mejoramiento del GC (tales como mayor acceso y mejores condiciones de financiamiento vía el mercado de capitales). Uno de los aspectos pendientes se relaciona con cuestiones estructurales que hacen a la organización del mercado de capitales, como la supervisión directa sobre los intermediarios de mercado y la asignación de recursos económicos y garantías jurídicas para la

---

<sup>106</sup> Aunque en estos casos el foco no serían los accionistas minoritarios sino los acreedores, muchas prácticas de GC (en particular las concernientes a difusión de información y a la conformación y actuación del Directorio y la gerencia) son comunes a empresas con y sin oferta pública y dedicadas a actividades financieras o no financieras.

<sup>107</sup> Existe una iniciativa de Código de Buenas Prácticas de parte de IAGO-KPMG e IDEA.

<sup>108</sup> Existe además el riesgo de que la adopción de estos Códigos responda a una estrategia de marketing y relaciones institucionales de las empresas más que a un compromiso genuino con la mejora del GC.

independencia del regulador financiero. La incorporación de los principios rectores del Decreto 677/01 a un proyecto de reforma de la LSC es un tema de gran importancia que debería estar abierto a un amplio debate. La adopción parcial de los principios instaurados por el Decreto 677/01 hasta el día de la fecha sugiere que la sanción de instrumentos legales no puede por sí sola remediar las deficiencias observadas en el GC.

8.4. En relación a la regulación, se requeriría una reglamentación más detallada acerca de los requisitos informativos a satisfacer por las empresas a fin de reducir la discrecionalidad y dispersión en la difusión de información pública relevante. Debería incentivarse inicialmente, aquellas cuestiones que implican un bajo costo de cumplimiento para las empresas y podrían generar un alto impacto sobre la protección de los accionistas minoritarios, como la difusión de información sobre estructura y procedimientos del Directorio y la gerencia, la política de dividendos pasada y proyectada, la política de remuneración del Directorio y la gerencia (en estos casos, con una justificación de los criterios adoptados) y sobre la estructura de propiedad completa de las compañías. Si bien el Decreto 677 contempla estas cuestiones en general, la falta de reglamentación de la norma por parte de la CNV y débil aplicación efectiva (*enforcement*) se reflejan en un bajo nivel de transparencia y cumplimiento del mismo.

8.5. Con el objeto de aumentar la transparencia y generar incentivos para la adopción voluntaria de compromisos en términos de GC debería contemplarse la creación de un panel de cotización especial para las empresas que decidan adoptar las mejores prácticas de GC. El *Novo Mercado* brasileño es un caso testigo en esta dirección (Ver Box N° 1). Esto debería complementarse con modificaciones regulatorias que induzcan a los inversores institucionales a invertir en empresas que cotizan en estos segmentos especiales.

8.6. En relación al funcionamiento de directorios efectivos e independientes debería, desde el punto de vista del GC institucional y en sede del derecho de sociedades, perfeccionarse el régimen de responsabilidad de los administradores a fin de alinearlos con el objetivo de creación de valor en la empresa, en especial en la sociedad abierta, atendiendo al rol de supervisión que cumplen los directorios en dichas firmas y atenuando la responsabilidad solidaria cuando existen comités especiales (distribución horizontal de competencias) y/o delegación específica a un director delegado o la gerencia (distribución vertical de competencias). La propuesta de una política de indulgencia con la culpa leve o errores en el juicio de los negocios (*business judgement rule*) y severidad con la deslealtad (beneficios privados de los administradores y controlantes), junto a una modulación especial de la responsabilidad en caso de insolvencia que aumente la responsabilidad de los administradores que no toman medidas ante la insolvencia de la firma (*wrongful trading rule*) y cree deberes de lealtad para con los acreedores (*fiduciary duties*), son todas propuestas que van en esa dirección. Un régimen de responsabilidad es adecuado para crear valor cuando es capaz de atraer las personas más capacitadas a los puestos directivos de las sociedades que tienen la responsabilidad de crear valor social en un modelo capitalista. Desde el punto de vista del GC contractual es fundamental fomentar una "cultura de directorios efectivos", promoviendo códigos o principios de buen gobierno que clarifique el núcleo de tareas indelegables que le compete al directorio; la forma en que se seleccionan y postulan los directores; la formalización de su estructura de funcionamiento (ej. publicidad de sus reglamentos de funcionamiento), incluyendo el rol y competencia de sus comités claves, y un adecuado equilibrio de poder en el seno del órgano.

8.7. En relación al cumplimiento efectivo (*enforcement*) deberían procurarse las medidas necesarias para dotar al ente regulador de la independencia y los recursos suficientes para monitorear el buen cumplimiento de las normas legales y regulatorias de parte de las empresas y sancionar en los casos necesarios. Se requeriría, adicionalmente, una revisión de los mecanismos de autorregulación en el mercado de capitales y el modelo mutualista de organización, que no parecen actuar en favor de un mejor GC. Debería enfatizarse la aplicación de aquellas normas que involucran bajo costo a las empresas pero que pueden generar fuerte impacto en el mercado. De igual manera debería fomentarse la utilización de los mecanismos de arbitraje. Igualmente, a fin de fomentar un rol activo de parte de las entidades financieras el buen GC de las propias entidades es una precondición. Aunque un rol más activo de parte de las mismas puede requerir algunos cambios regulatorios. Un rol más activo de parte de los intermediarios reputacionales (*gatekeepers*) puede requerir la adopción de estándares contables y de auditoría más cercanos a las mejores prácticas. La adopción de estándares de ética profesional deben ser acompañados por adecuados incentivos regulatorios.

8.8. Los inversores institucionales, por su parte, deberían asumir un rol más activo como demandantes de buen GC, interactuando en forma más intensa tanto con las propias compañías como con el regulador. La escasa atención que tales inversores prestan al GC da cuenta de la carencia de incentivos en este sentido. En el caso de las AFIPs deberían considerarse cambios en las normas relacionadas con las comisiones, políticas de inversión y



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

en las relativas a su participación como accionistas minoritarios en las empresas. Este último aspecto debería incluir a las empresas de seguro y los fondos comunes de inversión. La creación de segmentos calificados (*premium*) en el mercado de acciones y de bonos contribuiría a generar un incentivo adecuado.

8.9. Teniendo en cuenta la creciente globalización de los mercados de capitales, el importante rol de los inversores institucionales internacionales y el énfasis que los mismos asignan al monitoreo y seguimiento de las mejores prácticas de GC, tanto el regulador como los participantes del mercado deben ponderar la necesidad de adecuarse a los estándares mínimos de GC de manera de asegurarse un acceso más fluido al financiamiento por parte de estos inversores institucionales. La mayor participación de los mismos en el mercado generaría asimismo importantes externalidades positivas para el desarrollo de los servicios financieros.

## 9. Bibliografía

Apreda, R. (2001). "Corporate Governance in Argentina: The outcome of economic freedom (1991-2000)", Corporate Governance: and International Review. Vol. 9, Number 4.

Apreda, R. (2003) "The semantics of governance. (The common thread running through corporate, public and global governance)". UCEMA, WPS, 245, September.

Bauer, R. y Guenster, N. (2003) "Good Corporate Governance Pays Off! Well-Governed Companies Perform Better on the Stock Market". Working Paper.

Bebczuk, R. (2003) "Proceedings del II Seminario Anual del CEF"

Bebczuk, R. (2004) "Corporate Governance and Performance in Argentina". CEF-IADB.

Berndt, M. (2000) "Global differences in corporate governance systems theory and implications for reforms", Harvard Law School, nov. 2000. Discussion Paper N° 303, ISSN 1045-6333

Black, B. (2001) "Does Corporate Governance Matter? A Crude Testing Using Russian Data". University of Pennsylvania, Law Review

Black, B., Jang, H. y Kim, W. (2001) "Does Corporate Governance Predict Firms` Market Values? Evidence from Korea". Working paper, Stanford Law School.

Blume, D. (2004) "The Legal, Regulatory and Institutional Framework for Enforcement Issues in Latin America: A Comparison of Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Peru." OECD Corporate Affairs Division.

Cadbury, A. (2000) "Family firms and their governance. Creating tomorrow's company from today's". Egon Zehnder International.

Caprio, G. y R. Levine (2002) "Corporate Governance of Banks: concepts and international observations". Working Paper

Caprio, G., Leaven, L. y R. Levine (2004) "Governance and Bank valuation". Working Paper

Carvalho, A. y Pennacchi, G. (2005) "Can voluntary market reforms promote efficient corporate governance? Evidence from firms` migration to premium markets in Brazil". Working Paper University of Illinois at Urbana-Champaign.

Chen K, Z. Chen y K. C. Wei (2003) "Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia`s Emerging Markets". Working paper, Hong Kong University of Science and Technology.

Claessens, S. (2003) "Corporate Governance and Development". Global Corporate Governance Forum. Focus.

Coffee, J. (1999) "The future as History: The prospects for global convergence in Corporate Governance and its implications". Working Paper, 144, SSRN.

Coffee, J. (2002) "Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid", Working Paper, 207. Columbia Law School.

Corbo V. y Schmith Hebbel, K. (2003). "Efectos macroeconómicos de la reforma de pensiones en Chile".

- De Michele, R. (2001) "An introduction to the Argentine Case". OECD. Informal Workshop on Corporate Governance in Developing Countries. Mimeo
- Doidge, C., Karolyi G. y Stulz R (2002) "Why are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More? Journal of Financial Economics.
- Dólar, V. y Meh, C. (2002) "Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey". Bank of Canada Working Paper. Nro. 2002-24
- Dorbetz, W., Shillohofer A. y Zimmermann, H. (2003) "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence From Germany". European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper. 13.
- Durnev, A. y E. H. Kim (2003) "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation" Working Paper. University of Michigan.
- Foerster, S y Brian H. (2004) "Does corporate governance matter to canadian investors? Canadian Investors Review. Fall (2004)]
- Gill, A. (2001) "Corporate Governance in Emerging Markets, Saint and Sinners, Who's Got Religion?" Hong Kong, CLSA
- Globe and Mail Report on Business (2002)]
- Gompers, Ishii y Metrick (2003) "Corporate Governance and Equity Prices", Quarterly Journal of Economics 118(1), February, 107-155.
- Jong, A., DeJong, D. Mertens, G. y Wasley, C. (2004) "The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from The Netherlands". Journal of Corporate Finance. Article in Press.
- Kappler y Love (2002) "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets", World Bank Policy Research Working Paper 2818, April.
- Klein, P., Shapiro, D. y Young, J. (2003) "Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian Evidence", Working Paper, Simon Frazer University.
- Kenny, M. y Villegas, M. (2001) "El nuevo régimen sobre transparencia en el mercado de capitales y mejores prácticas en el GC". Errepar 09/01.
- La Porta R., F. López de Silanes, A. Shleifer y Vishny, R. (1998) "Law and Finance", Journal of Political Economy, Vol. 106, no. 6: 1113-1155.
- Leblanc, R. (2004) "What's wrong with Corporate Governance: a note", Corporate Governance: An international review. Vol. 12, 4.
- Lefort, F. (2002) "Anexo C: Estructura de capital y el GC en los países latinoamericanos – una visión empírica."
- Macey, J. (1998), "Measuring the Effectiveness of different Corporate Governance Systems: Toward a More Scientific Approach", Journal of Applied Corporate Finance.
- Miller, M. (1997) "Is american corporate governance fatally flawed?", Reproducido en Studies in International Corporate Finance and Governance Systems, Edited by Donald H. Chew, Oxford University Press, pág. 38.

Morck, R. (2004) "Corporate governance and family control. Discussion Paper N° 1". Global Corporate Governance Forum.

OECD(2004) "El libro blanco sobre GC en América Latina". [www.oecd.org/daf/corporate-affairs/](http://www.oecd.org/daf/corporate-affairs/)

Olivieri C, y Villegas M., "El Rol de los Directorios en la era post-Enron". Cema, 2004.

Osorio, J. (2004) "Issues Paper on Enforcement", presentado en el "Fifth Meeting of the Latin America Corporate Governance Roundtable" Rio de Janeiro, 8 y 9 de Octubre. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico y el Banco Mundial (CFI).

Patel, S. y Dallas, G. (2002) "Transparency and disclosure: Overview of Methodology and Study Results – United States", Standard & Poor's. Setting the standard, October 16.

Paz-Ares, C. (2003) "El GC como estrategia de creación de valor". Proyecto Inversión. Colombia.

Shleifer, A., y Vishny R. (1997) " A survey on corporate governance". Journal of Finance.

Standard & Poor's (2001) "Transparency and disclosure: Overview of Methodology and Study Results – United States", Setting the standard, October 16.

Urtiaga, M. (2003) "El gobierno de las empresas desde la perspectiva del análisis económico", Estabilidad Financiera. Nro. 4.

Villegas, M y Villegas C.G. (2001) "Aspectos Legales de las Finanzas Corporativas", Dykinson.

Weinberg, John. (2003) "Accounting for corporate behaviour" Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly. Summer.

Wilson, R. y Roe, M. (1993) "Understanding the Japanese Keiretsu: overlaps between corporate governance and industrial organization", Yale Law Journal.

Witherel, B. (2003) "The roles of market discipline and transparency in corporate governance policy". OECD

Wolfensohn, J. (1999). Mimeo. World Bank.

Zingales, Luigi, 1997, "Corporate Governance". Working Paper 6309, NBER.



**CEF**

Centro para la Estabilidad Financiera  
Center for Financial Stability

## ANEXO I. Encuesta a Inversores Institucionales

### 1-Sobre principios generales:

Existe un creciente consenso a nivel internacional en cuanto a que las buenas prácticas de GC elevan significativamente el valor de mercado de las compañías y facilita el acceso al financiamiento.

¿Cuál es su percepción acerca de la prioridad que tiene la empresa por la aplicación de buenas prácticas de GC? (comparado con el marco normativo y legal vigente, cómo son las practicas efectivas aplicadas por la misma)

Muy Alta       Alta       Regular       Mala       S / NC

### 2-Sobre la alta gerencia y el directorio

Existe un potencial conflicto de intereses entre accionistas (proveedores de capital) y el management (administradores del capital) que puede llevar a comportamientos oportunistas. Es por ello que es importante que exista un control eficiente sobre las decisiones tomadas por los gerentes por parte del Directorio como representante de los accionistas..

¿Cuál es su percepción acerca del grado de independencia que existe entre la alta gerencia y el directorio?

Muy Alta       Alta       Regular       Mala       S / NC

### 3.-Sobre los accionistas

Puede ocurrir que exista un conflicto de intereses entre accionistas mayoritarios y minoritarios. En los casos en que no se protejan debidamente los derechos de los accionistas minoritarios los controlantes pueden utilizar su poder en beneficio propio en lo que se conoce como beneficios privados del control o expropiación.

¿Cuál es su percepción acerca del grado en que son protegidos los intereses y derechos de los accionistas minoritarios?

Muy Alta       Alta       Regular       Mala       S / NC

### 4-Sobre provisión de información

A fin de mitigar los problemas de información que padecen los accionistas minoritarios, es importante que la empresa difunda la mayor información posible en forma clara, completa y precisa.

¿Cómo califica el nivel de transparencia en términos de calidad, claridad y accesibilidad de la información provista por la empresa?

Muy Alta       Alta       Regular       Mala       S / NC

### 5-Otros incumbentes en la firma

Las buenas prácticas de GC requieren que se tengan en cuenta los intereses de los agentes que sin tener un interés directo en la empresa se vean influenciados por las acciones tomadas por la misma (clientes, proveedores, la comunidad en general, etc.)

¿Cuál es su percepción acerca de la relación que tiene la compañía con la sociedad? (Iniciativas de carácter social y de ayuda a la comunidad)

Muy Buena       Buena       Regular       Mala       / NC