



CEF

Centro para la Estabilidad Financiera
Center for Financial Stability

Nota Técnica N° 8

El Gobierno Corporativo en Argentina

Marzo 2006

Proyecto de Asistencia
al Honorable Congreso de la Nación
en Asuntos Financieros

1. Introducción

1.1 Como continuación del proyecto de asistencia al Honorable Congreso de la Nación en temas financieros, que tiene por objeto proveer un foro de análisis y de debate de temas relacionados con servicios financieros, y de discutir mecanismos para el desarrollo de los servicios financieros que promuevan el crecimiento económico y el bienestar general. Es objetivo también del proyecto analizar y debatir las mejores prácticas internacionales relevantes para Argentina y fundamentalmente asistir en el análisis de temas financieros para el proceso de técnica legislativa.

1.2. La Nota Técnica de Gobierno Corporativo en Argentina (GC) está basada en el trabajo que viene realizando el CEF en los últimos años para fomentar las mejores prácticas de gobierno corporativo¹. El GC se refiere a los mecanismos de incentivos desarrollados para operar las empresas, 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 en forma directa, y en detrimento de los empleados, proveedores, fisco en forma indirecta. La nota está organizada de la siguiente manera, La sección 2 desarrolla la relevancia del análisis del GC. La sección 3 describe los elementos principales del CG. La sección 4 describe un estudio exhaustivo del estado de situación del GC en Argentina. La sección 5 trata sobre los aspectos normativos y legales, considerando los aspectos particulares que caracterizan a nuestro país. También trata el tema de la aplicación de la normativa de GC en Argentina. Por último, la sección 6 presenta una serie de recomendaciones tendientes a mejorar aquellos aspectos que hacen a la calidad del GC tanto a nivel institucional como a nivel de las empresas.

2. ¿Por qué es importante el Gobierno Corporativo?

2.1. 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. Un mercado de capitales

¹ El trabajo del CEF es enriquecido por las investigaciones, discusiones y recomendaciones surgidas de los ciclos de mesas redondas, como así también de los seminarios internacionales y regionales realizados. Parte de dicho trabajo ha sido plasmado en la Nota de Política N° 5 sobre el Gobierno Corporativo en Argentina, CEF, Junio 2005. (www.cefargentina.org)

profundo es una condición necesaria para asegurar el fortalecimiento de la inversión de largo plazo, y por consiguiente el desarrollo económico del país.

2.2. 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.

3. ¿Qué es el Gobierno Corporativo?

3.1 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, como hemos visto, 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.

4. Estado de situación del Gobierno Corporativo en Argentina

4.1. El CEF ha realizado, por primera vez en el país, 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.

4.2. 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. A partir del análisis y la evidencia presentados en la Nota de Política de GC, surge el siguiente diagnóstico de situación:

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.
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.
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.
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.

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.

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

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.

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.

5. ¿De qué forma se controla el Gobierno Corporativo en Argentina?

5.1. Un importante aspecto a tener en cuenta es el marco institucional y legal para la aplicación de las leyes relativas al GC². 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.

5.2. 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° 1 muestra los resultados de una encuesta³ 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 período⁴, 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.

² Las principales normas que regulan el GC en Argentina son la Ley de Sociedades Comerciales (19.550), la Ley de Mercado de Valores (17.811), y el Régimen de Transparencia de la Oferta Pública del decreto 677/01.

³ “Cuestionario sobre temas de enforcement”, Fifth Meeting of the Latin America Corporate Governance Roundtable. Blume, D. (2004)

⁴ 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.

Tabla Nº 1. El cumplimiento efectivo de leyes y normas en Latinoamérica

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Peru
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

5.3. 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 final⁵.
- 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

⁵ Ver Art. 9 del Régimen de Transparencia de la Oferta Pública (RTOP) Título I del Decreto 677/01.

oferta pública con domicilio en la ciudad de Buenos Aires y en la provincia de Mendoza⁶, poder discrecional⁷.

- e) Suspender preventivamente la oferta pública o la negociación de valores negociables cuando existen situaciones de riesgo sistémico u otras de muy grave peligro⁸.
- 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.
 - 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 firme⁹.
- 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 dirigida¹⁰. 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.

⁶ Conforme Ley 22.169.

⁷ Ver Art. 39 del Decreto. Modificación al Art. 6 h) de la Ley 17.811

⁸ Ver. Art. 13 Ley 17.811 (modificada por el RTOP, Art. 39)

⁹ Ver Arts. 10,12,14,15 Ley 17.811 (modificada por el RTOP, Art. 39)

¹⁰ Ver Art. 44 del RTOP

5.4. Reviste importancia en dicho contexto la discusión sobre la independencia del regulador. Esta independencia¹¹ 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.

5.5. 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.

5.6. 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

¹¹ OECD (2004)

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, 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 emisora¹² 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.

5.7. 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 emisoras¹³.

5.8. Como hemos visto 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 donde el nivel

¹² Incluyendo nombre y apellido, tipo y número de documento de identidad o documento identificador de su país y domicilio completo.

¹³ Art. 64 de la Ley 17.811.

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 derechos¹⁴.

5.9. 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”¹⁵. En la justicia federal Argentina existe, ya desde hace casi una década, la mediación obligatoria instituida mediante la Ley 24.573¹⁶. 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 autorreguladas¹⁷. 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 inversores¹⁸. 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

¹⁴ Osorio, J. (2004)

¹⁵ OECD (2004)

¹⁶ 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.

¹⁷ 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.

¹⁸ Ver Art. 38 del RTOP.

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.

5.10. 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 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.

6. ¿Qué se hace a los fines de mejorar el Gobierno Corporativo?

6.1. 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 económico¹⁹. 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

¹⁹ 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.

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 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.

6.2. 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 .

6.3. 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 Argentina²⁰.

7. ¿Qué podemos hacer a los fines de mejorar el Gobierno Corporativo?

7.1. 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 Nota de Política N° 5 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:

7.2. 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 terceros²¹. 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 Prácticas²², es un aporte interesante pero puede no ser suficiente tal como lo muestra la experiencia internacional reciente²³.

²⁰ La Nota de Política N° 5 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.

²¹ 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.

²² Existe una iniciativa de Código de Buenas Prácticas de parte de IAGO-KPMG e IDEA.

²³ 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.

7.3. 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 Nota de Política No 5 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.

7.4. 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 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.

7.5. 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.

7.6. 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. Esto debería complementarse con modificaciones regulatorias que induzcan a los inversores institucionales a invertir en empresas que cotizan en estos segmentos especiales.

7.7. 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.

7.8. 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 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 (*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.

7.9. 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 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 calificados (*premium*) en el mercado de acciones y de bonos contribuiría a generar un incentivo adecuado.

9. Bibliografía relevante sobre GC.

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

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

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

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., 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/

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

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