

*Briozzo, Anahí; Jones, Liliana; Pesce, Gabriela; Reimer, Guillermina*

## GOBIERNO CORPORATIVO EN LA ARGENTINA

XXVIII Jornadas Nacionales de Administración  
Financiera

*Septiembre 2008*

*Briozzo, A., Jones, L., Pesce, G., Reimer, G. (2008). Gobierno corporativo en la argentina. XXVIII Jornadas Nacionales de Administración Financiera. Córdoba, Argentina. En RIDCA. Disponible en: <http://repositoriodigital.uns.edu.ar/handle/123456789/4330>*



Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons  
Atribución-NoComercial-CompartirIgual 2.5 Argentina  
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/2.5/ar/>

# GOBIERNO CORPORATIVO EN LA ARGENTINA

**Anahí Briozzo**  
**Liliana Jones**  
**Gabriela Pesce**  
**Guillermina Reimer**

*Universidad Nacional del Sur*

*SUMARIO: 1. Introducción; 2. Origen; 3. Concepto; 4. Modelos de Gobierno Corporativo; 5. ¿Cómo se puede medir el Gobierno Corporativo?; 6. ¿Crea valor un buen gobierno corporativo?; 7. Diagnóstico de la Argentina en materia de GC; 8. Comentarios finales*

Para comentarios: [abriozzo@uns.edu.ar](mailto:abriozzo@uns.edu.ar)  
[lily-jones-evans@yahoo.com.ar](mailto:lily-jones-evans@yahoo.com.ar)  
[gabriela.pesce@uns.edu.ar](mailto:gabriela.pesce@uns.edu.ar)

## **1. Introducción**

En los últimos años, se han suscitado muchos casos de quiebras, fraudes y escándalos financieros de empresas en distintos lugares del mundo debidos principalmente, a su mal gobierno corporativo. El caso de la empresa energética Enron fue uno de los más estudiados por su relevancia, junto con ella cayó también, una de las empresas auditoras más grande de la historia, Arthur Andersen.

Esto convirtió al término Gobierno Corporativo en un concepto popular, ya que se refiere al sistema mediante el cual las empresas son dirigidas y controladas. Su estructura determina la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la misma, tales como gerencia, dirección, accionistas, empleados y demás agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa y en las reglas a seguir para la toma de decisiones. También provee una estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la organización, los medios para alcanzarlos y la forma de hacer un seguimiento del cumplimiento de los mismos.

El objetivo de este trabajo es indagar sobre lo realizado en materia de Gobierno Corporativo a nivel global y particularmente en Argentina, para poder comprender la importancia de llevar a cabo un buen gobierno corporativo para la empresa y el país en general.

Para ello, se comienza haciendo una breve descripción de los principales aspectos que abarcan el concepto Gobierno Corporativo, y luego se repasan distintas mediciones cuantitativas de las prácticas de buen gobierno. Posteriormente se estudian las evidencias empíricas que buscan validar la hipótesis de que el gobierno Corporativo crea valor. Por último se realiza un releva-

miento de la situación actual en Argentina en materia del Gobierno Corporativo institucional y contractual (aquel asumido voluntariamente por cada empresa).

## 2. Origen

Los problemas relacionados con la separación de la propiedad y el control fueron desarrollados en sus principios por economistas clásicos como Adam Smith (1776) y, años más tarde, Berle y Means, con su obra "The Modern Corporation and Private Property" (1932). Éstos últimos describen en su libro cómo un pequeño grupo de familias controlaban la mayor parte de las grandes compañías estadounidenses y lo hacían como administradores sin necesidad de tener la propiedad de las empresas. Esto daba lugar a que no existiera control de los administradores por parte de los accionistas y también aumentaba el riesgo de que los gestores pusieran sus intereses particulares por encima de los del conjunto de los accionistas a los que representaban.

Este problema se enmarca dentro de la Teoría de la agencia<sup>1</sup> y da surgimiento a la definición de Gobierno Corporativo<sup>2</sup> (GC) como un intento de disminuir las consecuencias adversas de las acciones y decisiones de los administradores y evitar el riesgo moral (moral hazard)<sup>3</sup>. La importancia de un adecuado gobierno corporativo radica en ofrecer un conjunto de condiciones que garanticen a los diferentes *stakeholders* que podrán recuperar su inversión, más alguna remuneración por ella.

## 3. Concepto

Existen muchas definiciones de Gobierno Corporativo. Repasaremos algunas de ellas:

*"Es el conjunto de principios y normas que regulan el diseño, integración y funcionamiento de los órganos de gobierno de la empresa, como son los tres poderes dentro de una sociedad: los Accionistas, Directorio y Alta Administración. Un buen Gobierno Corporativo provee los incentivos para proteger los intereses de la compañía y los accionistas, monitorea la creación de valor y uso eficiente de los recursos."* (Wikipedia)

*"Es la forma mediante la cual los proveedores de capital se aseguran la obtención de un rendimiento para su inversión".<sup>4</sup>*

*"Es el equilibrio entre las metas económicas y sociales y las metas individuales y de la comunidad".<sup>5</sup>*

*"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"*

<sup>1</sup> Jensen y Meckling (1976) consideran que una relación de agencia se define a través de un contrato explícito en el que una parte, el *agente*, se compromete a llevar a cabo determinadas acciones en beneficio de otra parte, el *principal*.

<sup>2</sup> Existen algunas discusiones acerca de la traducción del término en inglés Corporate Governance. Si bien, uno de los términos más usados es Gobierno Corporativo, hay autores que utilizan Gobernancia o Gobernanza empresarial como sinónimos. La Real Academia Española define Gobernanza como "Arte o manera de gobernar que se propone como objetivo el logro de un desarrollo económico, social e institucional duradero, promoviendo un sano equilibrio entre el Estado, la sociedad civil y el mercado de la economía". Entonces, debido a que la definición va ligada al gobierno público, debe agregarse el adjetivo "empresarial" o "corporativo" para delimitar su alcance. En este trabajo se utilizará el término Gobierno Corporativo debido a su mayor difusión.

<sup>3</sup> Riesgo moral: posibilidad de que el agente (gestor empresarial) busque objetivos personales en detrimento de los intereses del principal (el accionista). Habrá una pérdida de eficiencia siempre que los costes y perjuicios ocasionados por una decisión no recaigan sobre el individuo que decide.

<sup>4</sup> "The ways in which the suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment." Shleifer and Vishny's (1997)

<sup>5</sup> "Corporate Governance is... holding the balance between economic and social goals and individual and community goals" Sir Adrian Cadbury.

*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”.* (OCDE)<sup>6</sup>

Esta última definición es una de las más comúnmente aceptadas.

Cualquier definición de Gobierno Corporativo pone de manifiesto el conflicto de intereses latente entre los llamados *insiders* (gerentes, juntas directivas y accionistas mayoritarios) y *outsiders* (inversionistas, accionistas minoritarios y acreedores).

La OCDE emitió, en 1999 sus “Principios de Gobierno Corporativo”<sup>7</sup>, en los que se encuentran las ideas básicas que dan forma al concepto. Estos principios resumen una serie de iniciativas y experiencias de países miembros de esta organización. En particular, la OCDE, establece una serie de recomendaciones en las áreas de: derechos de los accionistas, tratamiento equitativo a los accionistas, función de los distintos participantes involucrados (*stakeholders*) en el gobierno de las sociedades, y rol del directorio.

El Gobierno Corporativo comparte algunos objetivos en común con la Responsabilidad Social Empresaria. Para Regan (2004) la unión entre ambos campos subyace en la necesidad de organizaciones éticas, y el cumplimiento de tres principios democráticos: rendición de cuentas (*accountability*), transparencia y sustentabilidad. Precisamente, el Gobierno Corporativo hace énfasis en la importancia de la rendición de cuentas y el reconocimiento de los grupos de interés.

La responsabilidad social corporativa contempla el impacto de la acción de la empresa en su triple dimensión: económica, social y medioambiental, teniendo como objetivos principales el desarrollo sostenible y la generación de valor para todos los grupos de interés en el largo plazo. Peter Drucker decía al respecto “*Es una futilidad argumentar, como hace el economista y premio Nobel Milton Friedman (n. 1912), que una empresa sólo tiene una responsabilidad: los resultados económicos. Conseguir esos resultados es la primera responsabilidad de una empresa, y la que no obtiene unos beneficios por lo menos iguales al coste de capital es socialmente irresponsable; despilfarra los recursos de la sociedad. Pero el rendimiento económico no es la única responsabilidad de una empresa, como tampoco el rendimiento académico es la única responsabilidad de una escuela*”.<sup>8</sup>

La Responsabilidad Social Empresaria va más allá del mero cumplimiento de la normativa legal establecida y de la obtención de resultados exclusivamente económicos a corto plazo. Supone un planteamiento de tipo estratégico que afecta a la toma de decisiones y a las operaciones de toda la organización, creando valor en el largo plazo y contribuyendo significativamente a la obtención de ventajas competitivas duraderas.

La responsabilidad social corporativa aplicada al gobierno corporativo implica la presencia e influencia de los principios de la responsabilidad social y medioambiental en los órganos que ejercen dicha dirección y control de las organizaciones. El gobierno corporativo socialmente responsable busca la satisfacción no sólo de los accionistas, sino de los grupos de interés, asegurando el diálogo y el establecimiento de relaciones con todas las partes. Su objetivo es asociar la creación de valor económico con el compromiso social de la actividad empresarial.

---

<sup>6</sup> OCDE, Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico

<sup>7</sup> Hay una versión revisada de los “Principios de Gobierno Corporativo” de la OCDE del año 2004.

<sup>8</sup> Fuente [www.comunidar.org.ar](http://www.comunidar.org.ar)

#### 4. Modelos de Gobierno Corporativo

Son muchos los aspectos que conforman el gobierno corporativo y condicionan el desempeño de la empresa. Entre los aspectos propios a la firma se observan el sistema de toma de decisiones, la estructura de capital, los mecanismos de compensación a los ejecutivos y los sistemas de control. Entre los aspectos exógenos a la organización podemos mencionar el sistema legal, el mercado por el control corporativo, el mercado por los servicios gerenciales y el grado de competencia en los mercados de bienes e insumos que enfrenta la empresa. Estas diferentes dimensiones del gobierno corporativo se condicionan entre sí y pueden afectar el desempeño y el valor de la empresa

No existe un modelo único de gobierno corporativo. La estructura a adoptar va a depender del modelo de gestión empresarial que adopte la empresa. Si bien existe una clasificación preliminar de dos modelos extremos (el anglo-americano<sup>9</sup> orientado hacia los accionistas y el europeo-asiático orientado a los interesados<sup>10</sup>), Heugens y Otten (2005) desarrollan una versión mucho más rica de esta clasificación.

Estos autores hacen una clasificación de cinco enfoques que denominan “Filosofías de Gobernanza”<sup>11</sup>:

- *Diseño organizacional*: concepción estructural del control directivo que se basa en controles e interacciones intraorganizacionales firmemente establecidos
- *Concentración de la propiedad*: un modelo de control en el que los accionistas mayoritarios son la forma primaria de control del oportunismo directivo
- *Propiedad dispersa*: un modelo que se basa en una protección de los accionistas minoritarios que es efectiva (*public enforcement*)
- *Estímulo directivo (managerial empowerment)*: una concepción de control que se basa en la idea de que los directivos con frecuencia actúan como árbitros benevolentes en vez de agentes potencialmente oportunistas
- *Conformidad a la estima (esteem responsiveness)*: modelo en el que los directivos están vigilados mediante el diseño de los flujos de críticas y elogios que reciben.

A su vez, existe otra clasificación según el grado de desarrollo del mercado en el cual se encuentre la empresa. A continuación se citarán las características principales de los dos modelos:

Estas distintas realidades van a requerir una búsqueda de respuestas específicas en cuanto a la forma de gobernar el funcionamiento de la empresa.

---

<sup>9</sup> Denominado también “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. CEF Nota de Política N°5 “El Gobierno Corporativo en la Argentina” 2005

<sup>10</sup> Se lo conoce como “modelo basado en relaciones”, es el modelo corporativo prevaleciente 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. CEF Nota de Política N°5 “El Gobierno Corporativo en la Argentina” 2005

<sup>11</sup> Citado por Fornero, Ricardo “El valor de parecer bueno” Pág. 19

**Tabla 1: Comparación de mercados según el grado de desarrollo**

<b>Mercados desarrollados</b>	<b>Mercados en desarrollo</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capital accionario disperso.</li> <li>• Inversionistas institucionales.</li> <li>• No hay grupos de control claramente identificados.</li> <li>• Asimetría entre la dirección y los inversores.</li> <li>• Mercados líquidos.</li> <li>• Transparencia y rendición de cuentas.</li> <li>• Protección de minorías.</li> <li>• Divulgación abundante de información.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tenencias concentradas.</li> <li>• Grupos familiares y empresas cerradas.</li> <li>• Grupos de control claramente definidos.</li> <li>• Los inversores son iguales a la Dirección.</li> <li>• Baja liquidez.</li> <li>• Protección inadecuada a accionistas minoritarios.</li> <li>• Información reducida.</li> <li>• Poca protección contra cambios de control.</li> </ul>

## 5. ¿Cómo se puede medir el Gobierno Corporativo?

La transparencia de la empresa y del mercado promueve una competencia saludable y los líderes empresariales con altos estándares éticos promueven la lealtad y el compromiso de los empleados. Además, las políticas escritas en manuales de funciones, de procedimientos y códigos de conducta permiten determinar las responsabilidades, el poder, y el camino a seguir en las organizaciones. Sin embargo, la existencia de estos códigos formalmente comunicados no dan seguridad a los inversionistas ni una responsabilidad con el resto de los *stakeholders* o la sociedad, pues pueden no respetarse ni cumplirse en la práctica.

Es por ello que organizaciones o firmas privadas, por lo general del área de la consultoría que se han especializado en esta materia, han desarrollado índices para “calificar” el grado de buen gobierno corporativo de las empresas.

Algunos de los principales que se han impulsado son: Governance Metrics Internacional (GMI), Institucional Shareholders Services (Corporate Governance Quotient), Moody’s Investors Service (Corporate Governance Assessment), Standard & Poor’s (Corporate Governance Scores), Deminor Rating’s (Corporate Governance Research), The Corporate Library (Board Effectiveness Ratings), The Investors Responsibility Research Center, Corporate Governance Analyser de Brunswick UBS Warburg<sup>12</sup>, y por último, uno de los más recientes es el FTSE ISS CGI (2004).

Este último índice, ha sido elaborado por FTSE Group, líder mundial en la creación y gestión de índices (quien ya tenía en funcionamiento índices como FTSE4Good, que busca medir la responsabilidad social corporativa de las empresas) en colaboración con la compañía de servicios de gobierno corporativo International Shareholder Services (ISS). El FTSEISS CGI estudia y evalúa las prácticas de más de 2.200 compañías procedentes de 24 mercados desarrollados en todo el mundo y determina una puntuación por empresa dentro de una escala del 1 al 5, donde 1 representa la peor gobernada y 5 la mejor. El índice analiza aspectos como la composición del consejo de administración, las prácticas de auditoría, las remuneraciones de consejeros y directivos, el funcionamiento de comisiones de auditoría, retribuciones y nombramientos o la existencia de planes para la sucesión del primer ejecutivo.

Éste índice se diseñó para ayudar a los gestores de inversión a calcular y gestionar el impacto que las prácticas de gobierno corporativo pueden tener en el rendimiento de las carteras de inversión.

<sup>12</sup> ASTORGA ARANCIBIA, Cristian; BEAS RAVERA, Pedro; CARMONA IRIARTE, Javiera; HOFFA UGARTE, Alejandro “GOBIERNO CORPORATIVO COMO INSTRUMENTO DE CREACIÓN DE VALOR” Universidad de Chile. (2003)

Los índices FTSE se usan de forma intensiva por inversores en todo el mundo para efectuar análisis de inversión, para medir el rendimiento, ubicar los activos, limitar el portafolio y crear un amplio rango de índices para la localización de fondos.

A continuación se presenta en la Tabla 2 un listado de las diez empresas que cotizan en el índice Standard&Poor's mejor puntuadas por el FTSE ISS CGI en el año 2007.

**Tabla 2: Lista de empresas mejor puntuadas por FTSE ISS CGI incluidas en Standard&Poor's 500. (2007)**

Fuente: Risk Metrics Group

1.	MBIA Inc.
2.	National City Corp.
3.	Home Depot, Inc.
4.	Sealed Air Corporation
5.	Microsoft Corp.
6.	Big Lots, Inc.
7.	Teradyne, Inc.
8.	Cardinal Health, Inc.
9.	Altera Corp.
10.	The Walt Disney Company

En la Tabla 3 se presenta un resumen de los principales índices, arriba mencionados, detallando los aspectos que caracterizan a cada uno de ellos.

También existen grupos de investigadores que, en su afán de medir el buen o mal gobierno corporativo de las empresas, realizan encuestas que pueden ser de dos tipos: la primera es cuando las mismas empresas completan la información. Ésta presenta principalmente dos inconvenientes: el primero es que las empresas en las que el gobierno corporativo “no anda bien” no se prestan fácilmente a este tipo de interrogaciones, y el segundo es que las empresas que sí se prestan podrían hacerlo a su conveniencia. El otro tipo de encuestas lo llenan los mismos encuestadores con información legal, económica y financiera públicamente divulgada por las empresas que cotizan en las distintas bolsas de acuerdo con los requerimientos de los entes reguladores de cada país. Este tipo de encuestas son más objetivas y confiables.<sup>13</sup>

La pronunciada evolución del concepto Gobierno Corporativo en los mercados en los últimos años, ha obligado a las bolsas de valores de gran parte del mundo a incluir en su listado, índices que sean capaces de medir las buenas prácticas de gobierno corporativo de las empresas. Se espera que una empresa bien puntuada por dicho índice sea un atractivo adicional para futuros inversores. Sin embargo, existen también bolsas de valores que no cuentan todavía con índices de este tipo, sí en cambio, con códigos de buenas prácticas de gobierno corporativo a los cuales las empresas se pueden adherir en forma voluntaria conformando esta acción una ventaja adicional para ayudar a la decisión del inversor. Revisaremos algunos ejemplos de ambos casos:

- La Bolsa Alemana (*Deutsche Börse*) adhirió nuevamente a la más reciente versión (14 de Junio de 2004) del Código Alemán de Gobierno Corporativo emitido por el Ministerio de Justicia de ese país. Para respaldar dicha adhesión, la Bolsa Alemana toma medidas relacionadas a la transparencia, divulgación y demás exigencias establecidas en el código, a cumplir por las empresas listadas en dicho mercado.

<sup>13</sup> Urby Garay, Germán Gonzalez, Maximiliano Gonzalez y Yelhis Hernandez “Índice de buen gobierno corporativo y desempeño financiero en la Bolsa de Valores de Caracas” (2006)

**Tabla 3: Principales Índices de Gobierno Corporativo**

Fuente: Astoriga Arancibia, C.; Beas Ravera, P.; Carmona Iriarte, J.; Hoffa Ugarte, A. (2003)

<i>Índice</i>	<i>Fecha</i>	<i>Origen</i>	<i>VARIABLES DE ANÁLISIS</i>
Governance Metrics International (GMI) www.gmiratings.com	2002	EEUU	Rendición de cuentas del directorio Controles internos y desglose financiero Derechos de los accionistas Remuneraciones ejecutivos Defensas contra tomas por el control Estructura de propiedad Conducta corporativa
Institutional Shareholder Services ISS Corporate Governance Quotient (CGQ) www.issproxy.com	2002	EEUU	Estructura y composición del directorio Códigos y normas de la empresa Auditoría. Defensas de tomas por el control Remuneraciones de ejecutivos y directores Prácticas progresivas Estructura de propiedad Educación de los directores
Moody's Investors Service Corporate Governance Assessment www.moodys.com	2003	EEUU	Directorio Derecho a voto de los accionistas y otras prerrogativas de la propiedad Información pública Estructura regulatoria y legal local Prácticas relacionadas y compensaciones
Standard&Poors Corporate Governance Scores www.standardandpoors.com	2003	EEUU	Relaciones y derechos financieros de los Accionistas Estructuras e influencia de la propiedad Transparencia financiera y desglose de la información Estructura y procesos del directorio
Deminors Rating Corporate Governance Research www.deminor-rating.com	1999	Bélgica	Derechos y deberes de los accionistas desglose del gobierno corporativo Rango de defensas contra tomas de control Estructura y funcionamiento del directorio

- En la bolsa de Shanghai, se encuentra recientemente incorporado el SSE Corporate Governance Index (SSE – *Shanghai Stock Exchange*), que tiene como objetivo principal estimular a las empresas adheridas a mejorar sus prácticas de Gobierno Corporativo. Para asegurar la metodología, transparencia e imparcialidad de los índices, existe un comité denominado Index Advisory Committee<sup>14</sup> que se dedica a evaluar y aconsejar sobre la elaboración de cada índice en particular. Todos los años éste comité evalúa a las empresas cotizantes si están en condiciones de conformar la lista del índice en cuestión. Si una empresa no cumple con el criterio establecido para la admisión, es retirada automáticamente de la lista.

<sup>14</sup> www.sse.com.cn Shanghai Stock Exchange



- La Bolsa de Valores de New York (NYSE - *New York Stock Exchange*) cuenta con una lista de Normas de Gobierno Corporativo aplicables a aquellas compañías registradas en la Securities and Exchange Commission (SEC) que cotizan en la NYSE, incluidas las sociedades no estadounidenses. Los aspectos principales que tratan dichas normas son: independencia de los directores, la existencia de un comité de gobierno corporativo, comité de recursos de dirección y de remuneración, comité de auditoría, planes de opciones sobre acciones, políticas de gobierno corporativo, códigos de ética para directores, funcionarios y empleados, entre otras.
- En la Bolsa de Tokio (*Tokio Stock Exchange*) existe desde 2004 una lista de Principios de Gobierno Corporativo para empresas listadas de adhesión voluntaria, basados en los principios desarrollados por la OCDE. Estos principios tratan básicamente cuatro aspectos: derechos de los accionistas, tratamiento equitativo a los accionistas, relación entre los *insiders* y *outsiders* y divulgación y transparencia de la información.

En Latinoamérica:

- En México, el Comité de Mejores Prácticas Corporativas, que depende del Consejo Coordinador Empresarial de México, emitió en 1999 el Código de Mejores Prácticas Corporativas en donde se establecen recomendaciones para un mejor Gobierno Corporativo de las sociedades de ese país. Conviene destacar, que las recomendaciones del Código van dirigidas y son aplicables a todas las sociedades, sean de carácter mercantil, civil o asistencial, sin distinguir si cotizan o no sus acciones en el mercado de valores. Éste código es de adhesión voluntaria y tiene como referencia principal los principios establecidos por la OCDE, adaptados al contexto mexicano, teniendo en cuenta su origen, su estructura accionaria y la importancia que pueden tener ciertos grupos de accionistas en su administración.
- En la Bolsa de San Pablo (BOVESPA), Brasil, existe un nuevo segmento en el que se calcula un índice (IGC - Índice de Acciones con Gobierno Corporativo Diferenciado) que cuantifica el nivel de exposición en el mercado, transparencia, liquidez e información brindada a los accionistas (pautas del buen gobierno corporativo) de empresas abiertas y registradas en la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM). Como contraparte, estas compañías garantizan más derechos societarios y mayor volumen junto con mejor calidad de información a los inversionistas, aumentando la transparencia y adhiriendo a las prácticas avanzadas de Gobierno Corporativo, tratando de alcanzar un crecimiento sustentable que ofrezca máxima seguridad para sus stakeholders. La BOVESPA ha implantado Niveles Diferenciados de Gobierno Corporativo con el objetivo de proporcionar un ambiente de negociación que estimule el interés de los accionistas y aumente su confianza y credibilidad (disminuyendo los costos de captación de inversores) y, paralelamente, fomente la valorización de las compañías. La adhesión de las Compañías al Nivel 1, al Nivel 2 o al Nuevo Mercado depende del grado de compromiso asumido y es formalizada mediante un contrato, firmado por la BOVESPA, por la Compañía, sus administradores, consejeros fiscales y controladores.

En la tabla 4 se muestran los requerimientos necesarios para los distintos niveles mencionados. Las acciones constituyentes de la cartera del índice son ponderadas multiplicando su respectivo valor de mercado por un factor de gobierno corporativo. Ese factor será igual a 2 para los papeles del Nuevo Mercado; 1,5 para los papeles del Nivel 2; y 1 para los títulos del Nivel 1. Las empresas ganadoras de los últimos años del premio al Mejor Gobierno Corporativo que otorga el Instituto Brasileiro de Go-

bierno Corporativo<sup>15</sup> fueron Bematech (2007), Energias do Brasil (2006) y CCR e Sabesp (2005)

**Tabla 4: Requerimientos normativos para cada segmento del IGC (2005)**

Fuente: Centro para la Estabilidad Financiera

<p><b>Nivel 1 (Factor de GC 1)</b></p> <p>Mantener un nivel de acciones en circulación (free float) de al menos 25% del capital. 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.</p> <p><b>Nivel 2 (Factor de GC 1,5)</b></p> <p>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.</p> <p><b>Novo Mercado (Factor de GC 2)</b></p> <p>Además de las obligaciones comprometidas para entrar al Nivel 2 la firma debe emitir y listar únicamente acciones ordinarias con voto.</p>
--

- En Perú, se ha incorporado recientemente un índice definido por la Bolsa de Valores de Lima como “El Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC) es un estadístico que tiene como objeto reflejar el comportamiento de los precios de las acciones de aquellas empresas listadas que adoptan buenas prácticas de gobierno corporativo. El IBGC es un índice de capitalización, por lo cual los pesos de las acciones en el portafolio se obtienen en base a la capitalización bursátil del free-float de estas acciones, ajustados por el nivel de buen gobierno corporativo obtenido.”<sup>16</sup> Aquellas empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) que tengan interés en ser reconocidas como empresas que adoptan en un nivel adecuado las prácticas de buen gobierno corporativo, deberán remitir en forma voluntaria a la BVL, un documento donde la empresa autocalifique su nivel de adopción de dichas prácticas. La autocalificación deberá ser validada por una empresa consultora que haya sido previamente acreditada por la BVL para realizar esta función. La metodología de cálculo del índice es similar a la

<sup>15</sup> Extraído de [www.ibgc.br](http://www.ibgc.br) Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo. Fundado el 27 de noviembre de 1995, el Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (IBGC) es un ente cultural de ámbito nacional sin fines de lucro. Fue uno de los responsables por la entrada y diseminación del concepto de gobierno corporativo en Brasil. Es hoy la principal referencia y el único órgano del país con foco en el desarrollo de las mejores prácticas en este campo.

<sup>16</sup> [www.bvl.com.pe](http://www.bvl.com.pe)

utilizada por la BOVESPA. El factor de corrección por Gobierno Corporativo es obtenido de acuerdo con la escala que se describe en la Tabla 5.

El porcentaje de cumplimiento se refiere a la relación entre el puntaje obtenido por la empresa participante en la evaluación de la Autocalificación y el puntaje máximo posible.

**Tabla 5: Factor de corrección de GC según el grado de cumplimiento de pautas de buen gobierno (2008)**

Fuente: Bolsa de Lima

Porcentaje de Cumplimiento GC	Factor GC
90% - 100%	2,50
80% - 90%	2,00
70% - 80%	1,50
60% - 70%	1,00

- En la Argentina podemos mencionar la existencia de un proyecto que está desarrollando la Comisión Nacional de Valores (CNV), el Ministerio de Economía y la Bolsa de Valores, que consiste en elaborar un plan de incentivos para que aquellas compañías que mejoren sus normas de gobierno corporativo puedan verse beneficiadas con menores tasas de impuestos. Según el Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones (IAGO) todavía no se tiene una perspectiva muy clara sobre si en el año 2009 podría entrar en vigencia o no.

En la Argentina existe el Índice de transparencia y difusión (ITD) creado por el CEF (Centro para la Estabilidad Financiera) que tiene como objetivo principal aportar una medida cuantitativa y objetiva que permita realizar un seguimiento de la evolución del gobierno corporativo de las empresas en Argentina. Se trata del primer índice de gobierno corporativo elaborado específicamente para Argentina. Basado en información pública, el ITD posee tres ventajas distintivas:

- Es objetivo y claramente documentado, (en un país como Argentina donde los requerimientos de difusión de información son bajos y mayormente limitados a la información contable).
- Refleja información voluntaria más que información obligatoria, y así puede reflejar más variabilidad entre las firmas.
- No se ve afectado por la tasa de respuesta de los cuestionarios directos a las empresas, que en general resulta baja.

Este índice se complementa con información proveniente una encuesta a las empresas y encuestas a inversores institucionales y participantes del mercado.

En el 2005 las empresas premiadas por obtener el mejor Gobierno Corporativo, medido a través de éste índice por el CEF fueron Aluar, Patagonia (más conocido como Supermercados La Anónima) y Grafex.<sup>17</sup>

En la tabla 6 se muestran los aspectos que evalúa el ITD.

<sup>17</sup> Fuente Cronista.com <http://www.cronista.com/notas/44036-aluar-patagonia-y-grafex-las-cotizantes-nacionales-mejor-gobierno-corporativo>

**Tabla 1 : Información relevada para el Índice de Transparencia y Difusión (2004)**

Fuente: Centro para la Estabilidad Financiera

<p><b>Estructura del Directorio y procedimientos</b></p> <p>Código de conducta de los directores  Criterios de determinación de la independencia de los directores  Remuneraciones para la alta gerencia y para los directores  Forma en que se efectivizan tales remuneraciones (efectivo, acciones, etc.)  Parámetros p/ la determinación de remuneración de la alta gerencia y para los directores  Información sobre remuneración ligada a resultados  Detalle sobre tenencias accionarias de gerentes y directores  Número y porcentaje de directores independientes  Detalles del proceso de nominación de nuevos directores  Composición de los distintos Comités del Directorio  Detalle de actividades de los distintos Comités del Directorio  Información sobre antigüedad de los directores en sus cargos  Reporte de disensos en reuniones de directorio</p> <p><b>Difusión de la información</b></p> <p>Detalles del nombramiento de nuevos directores  Calendario de eventos importantes para los accionistas  Bio de primera línea gerencial  Bio de directores  Website traducido al inglés  Evolución histórica reciente de las principales variables de la compañía  Plan estratégico, objetivos de rentabilidad y/o proyecciones  Publicación de Actas de Directorio  Publicación de Actas de Asamblea de accionistas  Detalles sobre asistencias en asamblea de accionistas  Reporte de disensos en Asambleas de accionistas  Año de contratación del actual auditor externo  Dictamen del auditor externo  Composición de la Comisión Fiscalizadora (internos o externos)  Detalles de actividades de la Comisión Fiscalizadora  Bio de Responsable de relaciones con el mercado</p> <p><b>Accionistas</b></p> <p>Documento sobre prácticas internas de GC  Lista de principales accionistas con su respectiva participación  Tipo y cantidad de acciones en circulación (comunes, voto múltiple, preferidas, clase)  Evolución histórica reciente de la política de dividendos  Política de dividendos proyectada para los próximos años  Justificación de la política de dividendos pasada y/o futura</p>
---

Además debemos considerar que en los últimos años en diversos países del mundo se vienen desarrollando reglas, códigos de práctica, políticas y lineamientos sobre el tema, y se organizan conferencias y foros internacionales proponiendo maneras y técnicas de medir racionalmente los riesgos del mismo.<sup>18</sup>

<sup>18</sup> Ver Anexo 1. Lista de los códigos, normas y reglamentos más recientes en distintos países del mundo.

## 6. ¿Crea valor un buen gobierno corporativo?

El concepto de Gobierno Corporativo ha evolucionado, pasó de ser una herramienta a través de la cual las sociedades son dirigidas y controladas a un instrumento que, se espera, genere valor y ventajas competitivas, conjugando los intereses de la administración, su Consejo, sus accionistas, los terceros interesados y de la sociedad en su conjunto. Es considerado una parte fundamental en el desarrollo de mercados de capitales, donde se reconoce a aquellas empresas que cumplen con un buen Gobierno Corporativo que genera valor.

“*La honestidad es un deber, pero si no lo fuera, sería un cálculo.*”<sup>19</sup> Parafraseando a esta escritora española, la hipótesis que se plantea es que el Gobierno Corporativo es un cálculo.

El punto es poder entender los aspectos dentro de los procesos de dirección y control y la relación con todos los interesados relevantes para la actividad de la empresa donde puede originarse dicho valor, a saber:<sup>20</sup>

- la magnitud de las asimetrías de información (por el grado de transparencia de las decisiones estructurales de la empresa),
- la magnitud del impacto negativo del fraude y la corrupción,
- el grado de mejora en la empresa (por las formas de funcionamiento del directorio y la gerencia y su efecto en el desempeño operativo),
- el grado en que se promueve la formación de capacidades específicas para la empresa (que influyen en el denominado capital organizacional),
- el grado en que la empresa puede aprovechar las oportunidades de negocios (por las condiciones en que las opciones reales tienen valor para la empresa),
- la característica de seguro que tiene la reputación,
- el riesgo al que está expuesta la empresa,
- la evaluación de la empresa que hacen los analistas financieros, según el modo en que consideren las características de su forma de gobierno,
- la calificación de la empresa para los inversores institucionales en el segmento de la “inversión socialmente responsable”.

Diversos estudios se han realizado en los últimos años intentando demostrar una relación directa entre el agregado de valor (medido a través de indicadores como el rendimiento, Q de Tobin o el precio de mercado de una firma) y el buen gobierno. En esta sección se presenta una revisión de dichos estudios, la cual pretende ser simplemente ilustrativa y no una enumeración exhaustiva de los numerosos trabajos existentes.

Un estudio realizado por Carlos Campos, Roberto Newell y Grez Wilson (2002) analiza 188 compañías de seis mercados emergentes, en busca de una relación directa entre el precio de mercado de dichas empresas y el grado de adopción de buenas prácticas, tomando como parámetros quince principios formulados por la OCDE. Este estudio arrojó como resultado que, efectivamente, los inversores están dispuestos a premiar a aquellas empresas que adopten buenas prácticas de gobierno corporativo.<sup>21</sup>

Resultados similares se han encontrado en Europa, a partir de un estudio realizado por Rob Bauer (2002)<sup>22</sup>. Este estudio parte de la muestra de empresas que conforman el FTSE Eurotop 300 Index, y las ordena en escala de 1 a 100 en función a la calidad de gobierno corporativo (la

<sup>19</sup> Concepción Arenal. Escritora Española.

<sup>20</sup> Fornero, Ricardo “El valor de parecer bueno” pág. 137/138

<sup>21</sup> Carlos E. Campos, Roberto E. Newell, and Gregory Wilson “Corporate governance develops in emerging markets: Shareholders in emerging markets show they’re willing to pay a premium for good governance standards.” 2002

<sup>22</sup> Profesor de la Universidad de Maastricht y Jefe de análisis de ABP Investment, el tercer mayor fondo de pensiones del mundo.

puntuación más alta denota la mayor calidad de gobierno). Para la ordenación se utiliza el índice elaborado por la consultora belga Deminor que ha sido realizado tomando en cuenta alrededor de 300 criterios de gobierno corporativo correspondientes a cuatro grandes grupos: derechos de los accionistas, rango de medidas anti-OPA, transparencia en materia de gobierno corporativo y estructura y funcionamiento del Consejo de Administración. De este estudio se puede concluir que si se hubiese tomado una posición larga (compra) en las acciones de las empresas mejor puntuadas y una posición corta (venta) en las peor puntuadas, se hubiera obtenido un rendimiento del 3%. Además se dejó ver, que una subida de 10 puntos en el ranking (que iba de 1 a 100) se trasladaba a un aumento de 1,4% en la *Q* de Tobin.<sup>23</sup>

En Argentina, uno de los estudios más relevantes en materia de medición de gobierno corporativo, es el realizado por el CEF, que abarca un período de observación entre 2000-2003, relacionando medidas contables<sup>24</sup> y medidas de mercado<sup>25</sup> con el ITD (Índice de Transparencia y Difusión), arrojando como resultado un efecto cuantitativo muy apreciable: 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, además muestra una relación positiva y robusta con el valor de la *Q* de Tobin.

Otro tipo de estudios, quizás mucho más intuitivos, son aquellos que analizan el comportamiento de las acciones de las empresas listadas en segmentos diferenciados en forma conjunta con el comportamiento del índice del mercado de valores. Tal es el ejemplo de la BOVESPA (Bolsa de Valores de San Pablo, Brasil). Analizando la evolución del IGC y IBOVESPA en los últimos años se encuentra que aquellas acciones de empresas listadas en el IGC tuvieron una revalorización en los últimos años con respecto a IBOVESPA<sup>26</sup>. Su volatilidad fue la mitad de la del índice general. Además en el año 2002, cuando se vivía un ambiente turbulento en toda la región, el IGC cayó solo un 1,58% mientras que IBOVESPA lo hizo en 23,3%.<sup>27</sup>

En la ilustración 1 se presenta la evolución de ambos índices, las cuales confirman lo anteriormente mencionado.

Es interesante plantear también la creación de valor a nivel país, o macroeconómico, ya que alienta la estabilidad y desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico.

Claessens (2003) muestra, en uno de sus trabajos, que las mejoras de gobierno corporativo a nivel país e incluso a nivel empresa y sectores, afecta el crecimiento, el empleo, la pobreza y el bienestar general a través de: mayor acceso a financiamiento externo de parte de las empresas; menor costo de capital y mayor valor de las empresas; mejor desempeño, por la mejor asignación de los recursos; posible efecto benéfico del gobierno corporativo en la reducción de las crisis financieras y por último, 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.<sup>28</sup>

Para ampliar lo expuesto en esta sección, se presenta la tabla 6 que resume los principales aspectos de algunos estudios relacionados al tema.

---

<sup>23</sup> Bauer, R. y Guenter, N. "Good Corporate Governance pays off! Well Governed companies perform better on the stock market" (2003)

<sup>24</sup> en especial medidas como Rentabilidad sobre activos (ROA)

<sup>25</sup> *Q* de Tobin, Valor de mercado/Valor libros

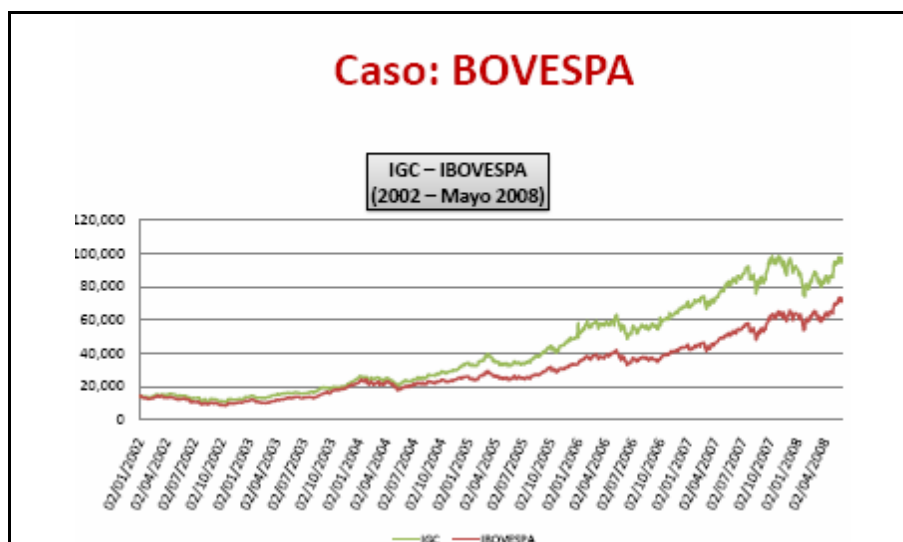
<sup>26</sup> Cándido Paz-Ares. Catedrático de Derecho Mercantil. Universidad Autónoma de Madrid "Gobierno Corporativo como estrategia de creación de valor"

<sup>27</sup> Cándido Paz-Ares. Catedrático de Derecho Mercantil. Universidad Autónoma de Madrid "Gobierno Corporativo como estrategia de creación de valor"

<sup>28</sup> Claessens, S. (2003)

**Ilustración 1. Evolución del IGC y IBOVESPA**

Fuente: Arispe, A.; Casafranca, L. "Gerencia de Desarrollo de Proyectos IBGC" (2008)  
Bolsa de Valores de Lima



**Tabla 6: Estudios sobre GC como estrategia de creación de valor**

Estudio	Población	Medidas de GC	Resultados
Morck, Nakamura y Shivdasani (2000)	Firmas japonesas (de gran tamaño)	Participación de los directivos en la propiedad de la empresa (mejora alineación de incentivos).	Relación positiva monótona con la Q de Tobin.
Lins (2003)	18 países emergentes <sup>29</sup>	Participación de los directivos en el control de la empresa (a través de la propiedad y derechos de voto). Protección de los accionistas minoritarios (marco legal).	La participación en el control en mayor proporción que los derechos de propiedad se relaciona negativamente con la Q de Tobin. En estos casos, el marco legal o la participación de grandes grupos de control no gerenciales se relaciona con un mayor valor de la empresa. Observa que en el Latinoamérica es mayor el empleo de estructuras de propiedad con votos reducidos.
Dittmar, Mahrt-Smith y Servaes (2003)	firmas de 45 países	Protección de los accionistas	En los países con menor protección de los accionistas las firmas mantienen un 25% más de efectivo y similares.

<sup>29</sup> La muestra incluye firmas de la Argentina, Brasil, Chile y Perú .

Resulta interesante comentar algunos problemas potenciales con los estudios empíricos:

- Para el GC voluntario puede existir sesgo de autoselección: las empresas más eficientes eligen implementar GC porque les “cuesta menos”. Esas empresas obtendrían igual mejores rendimientos aún sin prácticas de buen GC.
- Para el GC en general, ¿los resultados muestran correlación o causalidad?
- Problemas de medición: ¿cómo cuantificar el GC? ¿cómo cuantificar la creación de valor?

## 7. Diagnóstico de la Argentina en materia de GC

Para comenzar a hacer un diagnóstico de la Argentina, debemos distinguir entre lo que se llama el *Gobierno Corporativo Institucional* y el *Gobierno Corporativo Contractual*<sup>30</sup>. El primero es aquel impuesto por el sistema jurídico y la red de instituciones de un determinado país externamente; el segundo, es el asumido voluntariamente por cada empresa.

En cuanto al Gobierno Corporativo Institucional, Argentina cuenta con:

- La ley 19.550 y sus modificatorias (Ley de Sociedades Comerciales, LSC). Ésta 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 Ley del Mercado de Valores (LMV) 17.811 creada en el año 1968 que regula y organiza al mercado de valores en Argentina, y a través de la cual se crea la Comisión Nacional de Valores (CNV). 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) y está encargada de supervisar a las sociedades que están en el ámbito de la oferta pública. La CNV está facultada por 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.
- Decreto 677/2001 promulgado por el poder ejecutivo que establece el Régimen de Transparencia de la Oferta Pública de la Comisión Nacional de Valores. Este Decreto surge de la necesidad de regular a aquellas sociedades abiertas que cotizan sus valores en el Mercado de valores, ya que la Ley de Sociedades Comerciales y la Ley de Mercado de Valores no contemplaban dichos aspectos, salvo por algunas normas aisladas. Los principales puntos y novedades que introduce son: deberes y atribuciones del Comité de Auditoría, regulación de los planes de participación accionaria para los empleados, límites a la remuneración a directores y gerentes con opciones de la compañía, seguros de responsabilidad civil para los directores de la sociedad, organización del directorio, obligación de registrar las funciones de cada director en la CNV, tratamiento equitativo a los accionistas minoritarios, *insider trading* y manipulación de mercado y potestades de supervisión de la CNV.
- Una de las más novedosas propuestas del Decreto 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.

<sup>30</sup> También llamado “gobierno corporativo externo” y “gobierno corporativo interno” o “gobierno corporativo a nivel país” y “gobierno corporativo a nivel empresa”



- Resolución General 516 del año 2007 mediante la cual la CNV aprueba los contenidos mínimos de un Código de Gobierno Societario aplicable a las sociedades autorizadas a hacer oferta pública de sus acciones (con excepción de las PyMEs) y establece la obligación de sus Directorios de incluir un informe sobre dicho Código como anexo a la memoria de los Estados Contables de los ejercicios iniciados a partir del 1° de enero de 2008.

Refiriéndonos ahora al Gobierno Corporativo Contractual podemos citar el Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina. Este código preparado por el IAGO (Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones) proporciona pautas para la mejor administración y control de las empresas, dirigidas a incrementar su valor. Esas pautas, a su vez, tienen origen en la necesidad de una mayor transparencia en el gobierno corporativo, para facilitar así el acceso al mercado de capitales, mejorar la gestión empresarial y el manejo de los riesgos implícitos en el gerenciamiento societario, reducir los costos transaccionales y permitir la identificación y resolución de los conflictos de interés.

El Código de Mejores Prácticas incluye recomendaciones de buen gobierno ya admitidas en la práctica internacional, adaptadas al contexto legal argentino y a las prácticas empresarias vigentes en nuestro país.

El IAGO recomienda, en un principio, que las sociedades con oferta pública adhieran a dicho código. Pero además sugiere que sea aplicado por las sociedades cerradas, grandes y pequeñas. Sus recomendaciones son compatibles con la Ley de Sociedades, los decretos y regulaciones de la CNV vigentes, y están basadas en los principios sugeridos por la OCDE.

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. Como se muestra en la tabla 7, 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. Esto último se debe a que en economías con baja protección legal a los inversionistas, la mejor forma de protegerse es eliminando el problema de *free-rider* aumentando la concentración en la propiedad de la empresa y generando algún tipo de accionista controlador, ya sea otra empresa, una

**Tabla 7: Indicadores del mercado de capitales: Argentina y regiones seleccionadas (Año 2004 en % PBI)**

Fuente: CEF en base a World Federation of Stock Exchange y Mecon

Característica	Argentina	Países desarrollados*	América Latina (excl. Argentina)	Otros países en desarrollo**
Emisiones nacionales (en % cap. Mercado)	0.5	1.5	0.9	2.5
Cantidad de empresas listadas (2004) (promedio)	107	2657	257	534
Var % núm. de empresas listadas (2003-2004)	-2.7	0.9	6.7	6.6
Valor transado (%PBI)	3.2	166.8	10.6	52
Acciones nacionales	3	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	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, Tailandia, Corea, Singapur, Malasia

familia, un banco o el Estado. Según el CEF<sup>31</sup> ésta solución de gobierno corporativo implica la existencia de un accionista controlador expropiando a accionistas minoritarios, otros inversionistas y demás *stakeholders*.

El bajo desarrollo de un mercado de capitales tiene una relación causal que actúa en ambas direcciones con la calidad de gobierno corporativo. Por un lado, el deficiente gobierno corporativo reduce la demanda de títulos por parte de los inversores, y, por el otro, el escaso desarrollo del mercado desalienta la entrada de inversores extranjeros ante la percepción de que un mercado poco desarrollado no premia las buenas prácticas de gobierno.

Por eso, justamente, en contextos institucionales relativamente más débiles los compromisos contractuales asumidos por las propias empresas se espera que generen un mayor beneficio para las mismas.<sup>32</sup>

Según el CEF el Decreto 677 significó un primer y significativo paso en la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo para las empresas con oferta pública en nuestro país. Aunque la reforma tuvo una recepción positiva en el mercado, la evidencia indica que existe amplio margen para mejorar el Gobierno Corporativo 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*).

Un diagnóstico más amplio de la situación del mercado de capitales argentino elaborado por el mismo organismo en el año 2005 arroja los siguientes resultados:

- Déficit en materia de gobierno corporativo institucional y contractual. Falta de adecuado interés y conocimiento por parte de las empresas, de los inversores y de los organismos reguladores.
- 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.
- 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. 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.
- No existen iniciativas para mejorar el gobierno corporativo 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.
- 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 gobierno corporativo. Se requiere mayor celo en la aplicación efectiva de algunas normas vigentes de gobierno corporativo. Escasa utilización de los mecanismos de arbitraje en los mercados autorregulados. No se ob-

---

<sup>31</sup> CEF Centro para la Estabilidad Financiera: Nota de Política N° 5 “El Gobierno Corporativo en Argentina”. *Julio 2005*

<sup>32</sup> CEF Centro para la Estabilidad Financiera: Nota de Política N° 5 “El Gobierno Corporativo en Argentina”. *Julio 2005*

serva un rol activo de parte de los inversores institucionales y bancos, así como de parte de los intermediarios reputacionales.

- Los inversores institucionales, calificadoras y entidades financieras no perciben un apego a las buenas prácticas de gobierno corporativo por parte de las empresas, al mismo tiempo que no existen adecuados incentivos para que los mismos ponderen el buen gobierno corporativo como un aspecto relevante en sus políticas de selección de cartera.
- Los inversores institucionales internacionales valoran el buen gobierno corporativo al momento de decidir sus inversiones al mismo tiempo que muestran un rol activo dentro de las empresas.

Además, se ha hecho evidente que en el caso especial de las economías en desarrollo, como la nuestra, es necesario establecer leyes y regulaciones que permitan realizar la transición hacia la corporación globalizada con el mínimo perjuicio para los accionistas minoritarios y otros *stakeholders* locales, manteniendo el trato equitativo entre ellos y los inversionistas extranjeros.

Este proceso es fundamental para un desarrollo racional del mercado de capitales local que provea de fuentes de financiamiento externo a empresas que no cuentan con un mercado de capitales interno que las apoye o que se involucren en actividades que requieren de un cierto grado de innovación tecnológica.

## 8. Comentarios finales

Como se ha podido apreciar en éste trabajo, la importancia de llevar a cabo un buen gobierno corporativo es evidente. Tanto profesionales especializados, como público en general deben interesarse en el tema, ya que serán afectados de una u otra manera de acuerdo a como se desempeñe el Gobierno Corporativo.

En éste trabajo se indagó sobre la existencia de medidas que puedan cuantificar dicha importancia, encontrando con éxito una variedad de índices de distintos países del mundo, algunos institucionalizados, otros, de entes privados, como consultoras. También se encontraron códigos y normas de adhesión voluntaria elaborados para estandarizar las prácticas de buen gobierno corporativo. Uno de los más importantes en ésta materia fueron los “Principios de Gobierno Corporativo” elaborados por la OCDE.

Luego se intentó comprobar la hipótesis de la existencia de una relación lineal entre la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo y la creación de valor. Para ello se revisaron diversos estudios realizados en el tema, encontrando satisfactoriamente una clara evidencia de un incremento del valor de la empresa (manifestado a través de una mejor valoración del mercado, o a través de medidas de rendimiento) al incorporar en su filosofía de trabajo, buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

Por último se analizó la situación de la Argentina, y se pudo observar que el país presenta grandes falencias con respecto a este tema, y esto podría incidir en el bajo desarrollo de nuestro mercado de capitales. No solo se debe tener en cuenta un correcto marco institucional que respalde los intereses de los diferentes intervinientes, si no también, su correcta aplicación (*enforcement*) y el compromiso de todos los agentes relevantes para la actividad de una empresa de llevar a cabo buenas prácticas de gobierno corporativo. En el caso del ITD, en nuestro país no es gestionado mediante un organismo público a diferencia de Brasil, Perú u otros países, lo que genera una debilidad en la regularidad y confiabilidad de la información brindada.

Cabe preguntarse la posibilidad de que se registren mejoras voluntarias en el gobierno de las empresas en la medida que no se avance en legislación que regule el GC y su correcta aplicación. Entonces el interrogante radica en si primero debería haber un crecimiento desde lo institucional, para que luego esto se refleje también en lo contractual.

## REFERENCIAS

- Angulo, J.A (2002) “Información contable, auditoría y gobernanza empresarial” *Economías* N°50.
- Aprada, R. (2001) “Corporate Governance in Argentina: The Outcome of Economic Freedom (1991 – 2000)”, *Corporate Governance: An International Review*. Volume 9, number 4.
- Astorga Arancibia, C.; Beas Ravera, P.; Carmona Iriarte, J.; Hoffa Ugarte, A. (2003) “Gobierno Corporativo como instrumento de creación de valor” Universidad de Chile.
- Bauer, R. y Guenter, N. (2003) “Good Corporate Governance pays off! Well Governed companies perform better on the stock market”
- Black, B.; Love, I.; Rachinsky, A. (2006) “Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia”
- Campos, Carlos E.; Newell, Roberto E. and Gregory Wilson (2002) “Corporate governance develops in emerging markets: Shareholders in emerging markets show they're willing to pay a premium for good governance standards.” *McKinsey on Finance* (2002)
- CEF Centro para la Estabilidad Financiera (2005) “El Gobierno corporativo en la Argentina” Nota de política N°5.
- Comité de Mejores prácticas corporativas de México (2006). “Código de mejores prácticas corporativas”.
- Fornero, R. (2007) “El valor de parecer bueno: perspectiva financiera de las “buenas prácticas” de gobernanza empresarial”
- Garay, U.; Gonzalez, G.; Gonzalez, M.; Hernandez, Y. (2006) “Índice de buen gobierno corporativo y desempeño financiero en la Bolsa de Valores de Caracas”
- Gonzalez Gonzalez, P. (2002). “El gobierno corporativo en Brasil y el papel social de las empresas”. *Estudios Gerenciales, Revista Facultad de Ciencias administrativas y económicas*, N° 83. Universidad ICESI, Cali, Colombia.
- Heugens and Otten (2005) “Beyond the Dichotomous Worlds Hypothesis: towards a plurality of corporate governance logics”
- IAGO, Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones. (2004) “Código de mejores prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina.”
- La Porta, R.; Lopez de Silanes, F; Schleifer, A.; Vishny, R. (2002) “Investor Protection and Corporate Valuation”. *Journal of finance*. Vol. LVII, N° 3
- Lefort, F. (2003). “Gobierno Corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo andamos por casa?”, *Cuadernos de Economía*, Año 40, N° 120, pp. 207-237.
- Lins, K. (2003) “Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 38, N° 1,
- OCDE (2004) “White paper” sobre Gobierno Corporativo en la Argentina
- OCDE (2004) *Principles of Corporate Governance*.
- Paz-Ares, C. “El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor” Universidad Autónoma de Madrid
- Rotstein, F. (2007) “Decisiones y Estrategias financieras”
- Saavedra Garcia, M. “El gobierno corporativo en las empresas mexicanas”
- Tirole, J. (2001) “CORPORATE GOVERNANCE” *Econometrica*, Vol. 69, No. 1
- Tokyo Stock Exchange (2004) “Principles of Corporate Governance for listed companies”

## Sitios Web consultados

- Bolsa de Valores Argentina [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)
- Bolsa de Valores de Lima [www.bvl.com.pe](http://www.bvl.com.pe)
- Bolsa de Valores de Brasil [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)
- CEF, Centro para la Estabilidad Financiera [www.cefargentina.org](http://www.cefargentina.org)
- CNV, Comisión Nacional de Valores Argentina [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)
- Gruppe Deutsche Börse [www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com)
- IAGO, Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones [www.iago.org.ar](http://www.iago.org.ar)
- New York Stock Exchange [www.nyse.com](http://www.nyse.com)
- OCDE, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico [www.oecd.org](http://www.oecd.org)
- Shanghai Stock Exchange [www.sse.com.cn](http://www.sse.com.cn)
- Tokyo Stock Exchange [www.tse.org.jp](http://www.tse.org.jp)

**ANEXO 1****CÓDIGOS Y NORMAS DE ADHESIÓN VOLUNTARIA MÁS RECIENTES**

**Argentina** - Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina Enero 2004

**Australia** - Revised Corporate Governance Principles and Recommendations 2 August 2007

**Austria** - Austrian Code of Corporate Governance (amended 2007) June 2007

**Bangladesh** - The Code of Corporate Governance for Bangladesh March 2004

**Belgium** - Code Buysse: Corporate governance for non-listed companies 21 September 2005

**Brazil** - Code of Best Practice of Corporate Governance 30 March 2004

**Bulgaria** - Bulgarian National Code For Corporate Governance 10 October 2007

**Canada** - Corporate Governance: Guide to Good Disclosure (January 2006) January 2006

**China** - Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies 15 January 2004

**Commonwealth** - CACG Guidelines: Principles for Corporate Governance in the Commonwealth November 1999

**Comparative studies** - Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States 27 March 2002

**Cyprus** - Cyprus Corporate Governance Code (2nd edition, March 2006) March 2006

**Czech Republic** - Corporate Governance Code based on the OECD Principles (2004) June 2004

**Denmark** - Active ownership and transparency in private equity funds: Guidelines for responsible ownership and good corporate governance 26 June 2008

**Estonia** - Corporate Governance Recommendations 1 January 2006

**Finland** - Proposal for an updated Finnish Corporate Governance Code 6 May 2008

**France** - AFG - Recommandations sur le gouvernement d'entreprise - Version 2008 January 2008

**Germany** - German Corporate Governance Code as amended on 6 June 2008 6 June 2008

**Greece** - Principles of Corporate Governance 24 July 2001

**Hong Kong** - Hong Kong Code on Corporate Governance 19 November 2004

**Hungary** - Corporate Governance Recommendations 6 August 2007

**Iceland** - Guidelines on Corporate Governance 2nd Edition 2005

**India** - Report of the Kumar Mangalam Birla Committee on Corporate Governance February 2000

**Indonesia** - Code of Good Corporate Governance 2006 January 2007

**Ireland** - Corporate Governance, Share Option and Other Incentive Schemes March 1999

**Italy** - New Regulation on Banks' Organisation and Corporate Governance 4 March 2008

**Jamaica** - Code on Corporate Governance (Final) 25 October 2006

**Japan** - Principles of Corporate Governance for Listed Companies 16 April 2004

**Kenya** - Principles for Corporate Governance in Kenya 2002

**Latin America** - Latin American Corporate Governance White Paper 2003

**Latvia** - Principles of Corporate Governance and Recommendations on their Implementation 27 December 2005

**Lebanon** - Corporate Governance Code for Small and Medium Enterprises (SMEs) 13 June 2006

**Lithuania** - Corporate Governance Code for the Companies listed on the National Stock Exchange of Lithuania 23 April 2003

- Luxembourg** - The Ten Principles of Corporate Governance of the Luxembourg Stock Exchange April 2006
- Macedonia** - White Paper on Corporate Governance in South-Eastern Europe June 2003
- Malaysia** - Malaysian Code on Corporate Governance (Revised 2007) 1 October 2007
- Malta** - Principles of Good Corporate Governance: Revised Code for Issuers of Listed Securities 3 November 2005
- Mexico** - Código de Mejores Prácticas Corporativas July 1999
- Morocco** - Moroccan Code of Good Corporate Governance Practices 17 March 2008
- New Zealand** - Corporate Governance in New Zealand: Principles and Guidelines - A Handbook for Directors, Executives and Advisers 16 March 2004
- Nigeria** - Code of Corporate Governance for Banks in Nigeria Post Consolidation 1 March 2006
- Norway** - The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance 4 December 2007
- OECD** - OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises September 2005
- Europe** - Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000 February 2002
- Peru** - Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas July 2002
- Poland** - Code of Best Practice for WSE Listed Companies 4 July 2007
- Portugal** - Proposal on the Corporate Governance Code 3 April 2007
- Romania** - Corporate Governance Code in Romania 24 June 2000
- Russia** - The Russian Code of Corporate Conduct 4 April 2002
- Singapore** - Code of Corporate Governance 2005 14 July 2005
- Slovakia** - Corporate Governance Code (Based on the OECD Principles) September 2002
- Slovenia** - Corporate Governance Code (Amended 5 February 2007) 5 February 2007
- South Africa** - King Report on Corporate Governance for South Africa - 2002 (King II Report) March 2002
- South Korea** - Code of Best Practice for Corporate Governance September 1999
- Spain** - Code of Ethics for Companies April 2006
- Sri Lanka** - Draft rules on Corporate Governance for Listed Companies July 2006
- Sweden** - Swedish Code of Corporate Governance 13 September 2007
- Switzerland** - Governance in Family Firms December 2006
- Taiwan** - Taiwan Corporate Governance Best-Practice Principles 2002 2002
- Thailand** - The Principles of Good Corporate Governance For Listed Companies 2006 March 2006
- The Netherlands** - SCGOP Handbook of Corporate Governance 2004 2004
- The Philippines** - ICD Code of Proper Practices for Directors 30 March 2000
- The World** - ICGN Statement on Global Corporate Governance Principles 8 July 2005
- Trinidad and Tobago** - Corporate Governance Guideline May 2006
- Turkey** - Corporate Governance Principles June 2003
- Ukraine** - Ukrainian Corporate Governance Principles 3 June 2003
- United Kingdom** - Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity 20 November 2007
- USA** - TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance (2007) 13 March 2007