



**UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR**

**Departamento de Ciencias de la Administración**

**MAESTRÍA PROFESIONAL EN ADMINISTRACIÓN**

**TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA**

**“Análisis de la aplicación del Código de Gobierno  
Societario en la Argentina”**

**Eliana Barco**

**BAHIA BLANCA**

**ARGENTINA**

**2017**

## **PREFACIO**

Este trabajo se presenta como parte de los requisitos para optar al grado de Magíster en Administración de la Universidad Nacional del Sur y no ha sido presentada previamente para la obtención de otro título en esta Universidad u otras. La misma contiene los resultados obtenidos en actividades llevadas a cabo en el ámbito del Departamento de Ciencias de la Administración durante el período comprendido entre el 01 de octubre de 2013 y 06 de setiembre de 2017, bajo la dirección de la Doctora Anahí E. Briozzo.



**UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR**

**Secretaría General de Posgrado y Educación Continua**

El presente Trabajo Final de Maestría ha sido aprobado el 28 /03/2018,  
mereciendo la calificación de..... (.....)

## AGRADECIMIENTOS

En primer lugar, un agradecimiento inmenso y eterno a mi directora, Anahí, sin ella esta tesis no hubiera sido posible. Su apoyo constante e incondicional, su generosidad, motivación, paciencia, el estímulo y sus palabras de aliento cuando más se necesitaban, fueron fundamentales en este camino.

A Lidia por su insistencia, su experiencia y cariño.

A Gastón, por sus consejos, estímulo y confianza.

A Gabi Pesce, por su dedicación, generosidad y predisposición constante.

A mis amigas del *posgrado*, por las risas, las lágrimas, los consejos, el sostén.

Por último, pero no menos importante, a Guille, que acompañarme y *aguantarme* día a día, por su paciencia, su tiempo y su amor.

A todos ellos, Gracias!

## RESUMEN

La calidad y veracidad de la información que emiten las organizaciones ha tomado considerable relevancia a partir de los diversos fraudes financieros ocurridos. A partir de allí, ha crecido la preocupación por cuidar los intereses de los stakeholders, y mantener la confianza. El Gobierno Corporativo se ha convertido en un tema de interés no sólo dentro de las organizaciones y en el mercado financiero, sino también en el ámbito académico.

La importancia creciente del GC se ve reflejada en la emisión de códigos de mejores prácticas de Gobierno Corporativo y en los mercados de valores de gran parte del mundo que han incluido en su listado índices que evalúen, midan y cuantifiquen las buenas prácticas de las empresas respecto a su GC.

En la Argentina, la Resolución 606/12 de la Comisión Nacional de Valores establece que las empresas que realizan oferta pública de sus títulos deben presentar un Código de Gobierno Societario (CGS), indicando, con base al criterio *cumplir o explicar*, el cumplimiento de los nueve principios y sus recomendaciones...

El objetivo de la presente investigación es realizar un análisis y diagnóstico del Gobierno Corporativo en Argentina, estudiando su situación actual y evolución, y la posible diferenciación del mismo en función del tamaño de la organización. Se pretende medir el grado de cumplimiento del CGS de las empresas que cotizan en el Mercado de Valores a partir de un análisis exhaustivo de los informes presentados por las emisoras. Este índice de medición de cumplimiento tanto por principio como general por empresa constituye el producto final de la investigación.

Los resultados obtenidos muestran una diferencia importante entre el índice auto-asignado por la propia emisora y el índice asignado luego del análisis efectuado. A su vez, el comparativo entre grandes y pequeñas empresas muestra un mayor cumplimiento en las empresas de mayor tamaño.

El análisis realizado también permite realizar conclusiones referentes a la disponibilidad, a la actualización, a la calidad y al formato de la información, y a la aplicación del criterio *cumplir o explicar*.

## **ABSTRACT**

The quality and veracity of information produced by firms have taken considerable relevance since several financial frauds occurred. Since then, the concern to take care about stakeholders interests and trust, have increased. Corporate Governance has become a subject of interest not only into organizations and financial market, but also in the academic field.

The increased importance of Corporate Governance is reflected into the creation of Best Practices Codes of Corporate Governance and in the fact that the most of the Securities Markets around the world have included indexes that evaluate, measure, and quantify the firm's good practices concerning CG.

In Argentina the Resolution 606/12 from the Comisión Nacional de Valores establishes that listed companies must present a Corporate Governance Code, based in the *comply or explain principle*, describing the compliance of the nine principles and their recommendations

The objective of the present research is to make an analysis and diagnostic of Corporate Governance in Argentina, studying their current state, its evolution, and if it is possible to make a differentiation based on firm size. It pretends to measure the degree of Corporate Governance Code fulfillment in listed companies in Argentinian Securities Markets, from the exhaustive analysis of the public reports submitted by firms. This index of compliance measured both by an outside observer and by the firm is the research final result.

The results show relevant differences between the index self-assigned by the own company and the index assigned by our analysis. Also, the comparisons between large and small enterprises show a mayor fulfillment in large companies.

The analysis also allowed to make conclusions about information availability, updating, quality and format; and the appliance of the comply or explain criteria.

**Certificamos que fueron incluidos los cambios y correcciones sugeridas por los jurados.**

Firma Director  
Dra. Anahí E. Briozzo

# INDICE

|             |   |    |
|-------------|---|----|
| <b>I.</b>   | <b>INTRODUCCION</b> .....   | 8  |
| <b>II.</b>  | <b>MARCO CONCEPTUAL</b> .....   | 10 |
|             | 1. <b>Gobierno Corporativo: Concepto</b> .....                          | 10 |
|             | 2. <b>Objetivos de GC</b> .....   | 12 |
|             | 3. <b>Origen del Gobierno Corporativo</b> .....                         | 12 |
|             | 4. <b>Efectos esperados del buen Gobierno Corporativo</b> .....         | 16 |
|             | 5. <b>Modelos de Gobierno Corporativo</b> .....                         | 17 |
|             | 6. <b>Dimensiones de Gobierno Corporativo</b> .....                     | 20 |
|             | 7. <b>Componentes de Gobierno Corporativo</b> .....                     | 23 |
| <b>III.</b> | <b>MARCO NORMATIVO GENERAL</b> .....                                    | 24 |
|             | 1. <b>Principios de la OECD</b> .....                                   | 24 |
|             | 2. <b>Ley Sarbanes-Oxley (SOX)</b> .....                                | 25 |
|             | 3. <b>Código de Gobierno Corporativo</b> .....                          | 26 |
|             | 3.1. <b>Evolución</b> .....   | 27 |
|             | 3.2. <b>Contenido de los códigos</b> .....                              | 29 |
|             | 3.3. <b>Adhesión voluntaria</b> .....                                   | 31 |
|             | 3.4. <b>Criterio Comply or explain</b> .....                            | 32 |
| <b>IV.</b>  | <b>ANTECEDENTES Y MARCO NORMATIVO PARA LA ARGENTINA</b> ...             | 33 |
|             | 1. <b>Contexto y características</b> .....                              | 33 |
|             | 2. <b>Marco Normativo</b> .....   | 33 |
|             | 3. <b>Código de Mejores Prácticas de Gobierno del IAGO</b> .....        | 36 |
|             | 4. <b>Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)</b> ..... | 37 |
| <b>V.</b>   | <b>MEDICION DEL GOBIERNO CORPORATIVO</b> .....                          | 39 |
|             | 1. <b>Clasificación de los índices</b> .....                            | 39 |
|             | 1.1. <b>Fuente de información</b> .....                                 | 39 |
|             | 1.2. <b>Ponderación</b> .....   | 40 |
|             | 1.3. <b>Tipo de emisor</b> .....  | 40 |
|             | 2. <b>Críticas y limitaciones</b> .....                                 | 46 |
|             | 3. <b>Aspectos a medir</b> .....  | 47 |
|             | 4. <b>Análisis de GC en Argentina</b> .....                             | 49 |
|             | 4.1. <b>Mediciones del CEF</b> .....                                    | 49 |
|             | 4.2. <b>Índice de Gobierno Corporativo</b> .....                        | 50 |
|             | 4.3. <b>Estudio IDEA</b> .....  | 51 |

|  |            |
|--|------------|
| 4.4. Análisis de Pymes .....   | 51         |
| 4.5. Análisis sobre la creación de valor.....  | 51         |
| <b>VI. METODOLOGIA .....</b>   | <b>53</b>  |
| 1. Objetivos.....  | 53         |
| 2. Preguntas de investigación.....   | 53         |
| 3. Justificación de la investigación .....   | 54         |
| 4. Diseño y alcance de la investigación.....   | 54         |
| 5. Hipótesis del trabajo.....  | 55         |
| 6. Fuentes de datos.....   | 55         |
| 7. Herramientas de análisis.....   | 58         |
| <b>VII. ANALISIS DEL CGS Y RESULTADOS .....</b>  | <b>62</b>  |
| 1. Análisis del informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario para la empresa Ledesma S.A. .... | 63         |
| 2. Autoevaluación del informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario .....                       | 65         |
| 3. Análisis de los principios y recomendaciones del Código de Gobierno Societario para la muestra seleccionada .....       | 66         |
| 4. Análisis de cumplimiento por principios .....   | 129        |
| 5. Grado de cumplimiento general del Código de Gobierno Societario ....  | 130        |
| 6. Análisis longitudinal .....   | 133        |
| <b>VIII. CONCLUSIONES .....</b>  | <b>134</b> |
| <b>IX. BIBLIOGRAFIA .....</b>  | <b>140</b> |
| <b>X. APENDICES .....</b>  | <b>146</b> |
| <b>XI. GLOSARIO.....</b>   | <b>172</b> |

## **I. INTRODUCCION**

La importancia del GC ha crecido como consecuencia del comportamiento de las organizaciones, el cual se pone en evidencia principalmente durante las crisis financieras. Muchas veces estas crisis son sólo manifestaciones de problemas estructurales y sistémicos. En estas situaciones, el GC, sus consecuencias e influencias en la economía de largo plazo, adquiere mayor importancia, sobre todo en organizaciones con estructuras de gobernanza débiles. (Claessens y Yurtoglu, 2013).

Los escándalos corporativos ocurridos a principios de siglo en diferentes países, como son los fraudes financieros de Enron, Worldcom, Global Crossing, Parmalat, pusieron sobre la agenda el tema de Gobierno Corporativo, empujando a los diferentes actores e involucrados a buscar mejores prácticas de gobernanza. Como consecuencia, se inició un proceso de regulación y legislación tendiente a prevenir los fraudes financieros y corrupción administrativa, aumentar la veracidad de la información, generar credibilidad y proteger a accionistas, inversores, empleados y stakeholders en general.

Una de las primeras leyes, que data de 2002, es la conocida como SOX (Ley Sarbanes-Oxley), que establece una dura regulación para las normas contables y de auditoría de las empresas de los Estados Unidos y aumenta la responsabilidad de las empresas auditoras. Le siguieron otras regulaciones similares con alto interés en la información contable auditable, pero esto no es suficiente para generar y mantener la confianza, prevenir delitos económicos financieros, ser social y ecológicamente responsables. Es así como toma auge el Gobierno Corporativo, que intenta proteger a los inversores de la discrecionalidad y acciones negativas de los directores, de modo de proteger sus derechos y asegurar el retorno sobre sus inversiones.

Los interesados cada vez solicitan más información, exposición y mejoramiento en la presentación, dado que la confianza se ha visto afectada por las malas experiencias. Como consecuencia, los mercados y reguladores establecen normas más estrictas en pos de restablecer la confianza, la credibilidad de la información y mantener la capacidad de realizar negocios.

El objetivo de la presente investigación es realizar un análisis y diagnóstico del Gobierno Corporativo en la Argentina, estudiando su situación actual y evolución, y la posible diferenciación del mismo en función del tamaño de la organización.

Se pretende establecer un índice cuantitativo del grado de cumplimiento del CGS a partir de un análisis exhaustivo de los informes presentados por las empresas participantes del Mercado de Valores de Buenos Aires y sujetas a la reglamentación de la Resolución 606/12 de la Comisión Nacional de Valores. Este análisis permite realizar una medición del Gobierno

corporativo en Argentina, con un grado de formalización y sustento metodológico adecuado que realice una contribución significativa al análisis integral de los informes de Gobierno. Este índice de medición constituye el producto final de la investigación. En futuras investigaciones se podrá ampliar este mecanismo a otras empresas y establecer estudios correlacionales para determinar la influencia del tamaño de la organización en el cumplimiento de los principios individuales.

El trabajo se encuentra estructurado en ocho capítulos. En primer lugar se presenta el marco conceptual, en el cual se presenta el estado del arte y la evolución del Gobierno Corporativo, de su importancia y aspectos relevantes.

El capítulo III se refiere a los aspectos normativos, tratando la evolución a nivel mundial de la legislación relevante y poniendo énfasis en los códigos de GC, su evolución y características.

El capítulo IV establece el marco normativo para la Argentina, presentando una revisión de la legislación vigente y su evolución.

En el capítulo V se desarrollan los conceptos y antecedentes relativos a la evaluación y medición del GC, incluyéndose una revisión de los antecedentes de medición en la Argentina.

El capítulo VI presenta la metodología de investigación utilizada.

En el capítulo VII se expone el análisis de los informes de CGS, conforme la Resolución 606/12, presentados por las empresas argentinas que cotizan en el Mercado de Valores. En el capítulo VIII se presentan las conclusiones.

Se incluyen cinco Apéndices que complementan el desarrollo de los capítulos: el Apéndice I resume la evolución de la normativa argentina referente a GC, el Apéndice II enumera las empresas excluidas de la muestra, el Apéndice III presenta la caracterización de las empresas incluidas de la muestra, el Apéndice IV muestra el análisis detallado del CGS de la empresa SA, mientras que el Apéndice V resume en términos cuantitativos el análisis del cumplimiento del CGS en las empresas de la muestra.

## II. MARCO CONCEPTUAL

El objetivo del presente capítulo es presentar el estado del arte respecto al Gobierno Corporativo, su origen, evolución, componentes, así como los diferentes modelos existentes.

### 1. Gobierno Corporativo: Concepto

Existen diferentes definiciones de Gobierno Corporativo. Algunas de ellas son:

“Sistema mediante el cual las empresas son dirigidas y controladas” (Cadbury Report).

“El GC es el sistema por el que las corporaciones de negocios son dirigidas y controladas. La estructura de GC especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes en la corporación, como el Directorio, la gerencia, los accionistas y otros incumbentes (stakeholders) y detalla las reglas y procedimientos para la toma de decisiones sobre los temas corporativos. Para hacer esto, también provee la estructura a través de la cual se determinan los objetivos de la compañía, se asignan los medios para alcanzar dichos objetivos y se determina cómo se monitorea el desempeño en relación a los objetivos perseguidos”. (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos – OCDE)

“Es el sistema por el cual las empresas se dirigen, controlan y transparentan” (Schuster A. et al, 2007, pág. 3)

“Es el conjunto de principios, políticas, procedimientos, estándares y normas que se utilizan para dirigir y controlar una entidad de cualquier naturaleza, tamaño o condición, de una forma ética, equitativa y responsable. Ese conjunto regula el diseño, integración y funcionamiento de los órganos de gobierno, reflejando las relaciones de poder entre accionista, Directorio y alta gerencia.” (Casal, 2010, pág. 1)

“(…) es la forma en que se administran y controlan las empresas, reflejando las relaciones de poder entre socios, dirección y gerencia” (Casal, 2010, pág. 43)

“Mecanismos de incentivos desarrollados para operar las compañías, con el objeto de proteger los intereses, derechos y obligaciones de los diferentes participantes con interés legítimo en las mismas.” (Cavallaro, 2006, pág.1)

“Es un conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversores externos se protegen de la expropiación de los accionistas mayoritarios”. (La Porta et. al, 2000, pág. 4)

“Sistema por medio del cual las organizaciones se conducen, supervisan y estimulan. Este proceso involucra las relaciones entre propietarios, CA, Directorio y organismos de control. Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo convierten principios en

recomendaciones objetivas, de esa forma alinean intereses con objeto de preservar y optimizar el valor de la organización, facilitar su acceso al capital y contribuir a su perdurabilidad.” (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2012)

“Conjunto de prácticas, formales e informales, que gobiernan las relaciones entre los administradores y todos aquellos que invierten recursos en la empresa, principalmente accionistas y acreedores.” (Corporación Andina de Fomento, 2006)

“Conjunto de mecanismos institucionales y de mercado que inducen a los gestores de las compañías a tomar decisiones que maximicen el valor de la compañía y de sus accionistas.” (Denis y McConnell, 2003, pág. 1)

“GC se refiere a las relaciones entre las partes interesadas en el proceso de toma de decisiones y el control sobre los recursos de la empresa” (Aguilera y Jackson, 2003, pág. 450)

“Estructura de derechos y responsabilidades de las partes con intereses en la empresa” (Aoki, 2000, pág. 11)

Entre las concepciones más amplias de GC encontramos:

“La gobernanza de la empresa consiste en los marcos legal, contractual e implícito que define el ejercicio de poder dentro de una empresa que influye en la toma de decisiones, que permite a los interesados asumir responsabilidades y que asegura que sus derechos sean respetados”. (Page 2005, por Fornero, pág. 109)

El GC implica la transparencia en la rendición de cuentas y revelación de información no solo a los accionistas sino a todos los interesados. (Ntim y Soobaroyen, 2013)

-“Conjunto de normas que dan forma a la negociación de los beneficios generados” (Zingales, 1998 por Fornero, pág. 109). Es una definición más amplia, que incluye la determinación de ganancias, así como la distribución de las mismas. En este sentido, el objetivo de un buen GC es maximizar la contribución de la organización a la sociedad, incluyendo no solo a los accionistas, sino también a los diferentes interesados, y a la responsabilidad social y ambiental.

Todas estas definiciones tienen ciertos elementos en común: administración y control, gobierno, estándares, relaciones entre partes, transparencia, conflicto de interés, insiders, outsiders, stakeholders.

Con lo cual, puede concluirse que el Gobierno Corporativo es el sistema que establece la forma de administrar y controlar a las organizaciones con el objetivo de proteger los derechos, intereses, acciones y obligaciones de las distintas partes interesadas, y asegurar la equidad, transparencia y objetividad. Es un concepto que se extiende a toda la organización,

involucrando no sólo el sistema de auditoría, sino también incluye control interno, ética, riesgos, procedimientos de control.

## **2. Objetivos de GC**

Entre los objetivos de un buen sistema de Gobierno Corporativo, Schuster et al (2007) enuncian:

- Restringir el abuso de poder de las gerencias y los grupos de control sobre los recursos corporativos.
- Incrementar la transparencia de la empresa, mejorar la confianza que deposita el mercado.
- Facilitar el acceso a las fuentes de obtención de fondos y mejorar el costo de financiamiento.
- Generar una competencia transparente.
- Sustituir la “influencia” por la “institucionalidad”.
- En forma indirecta, optimizar el desempeño de las empresas mediante mecanismos que estimulen a sus miembros a maximizar la eficiencia operativa, el rendimiento y la productividad.

Paz Arens (2003) indica que el objetivo del gobierno corporativo es fortalecer la confianza, brindando herramientas que permitan alinear intereses de insiders y outsiders.

Considerando una definición amplia de GC, en la cual es esencial la negociación y distribución de resultados, el control de los directivos y la preocupación por prevenir el mal uso y destino de los fondos; Fornero (2007) indica que los objetivos de un sistema de GC deberían ser:

- maximizar los incentivos para realizar inversiones que aumentan el valor;
- minimizar la ineficiencia de las negociaciones ex post de las ganancias
- minimizar cualquier riesgo de gobernabilidad.

## **3. Origen del Gobierno Corporativo**

### **Teoría de la Agencia**

El Gobierno Corporativo tiene su origen en los problemas que se encuadran dentro de la Teoría de la Agencia. 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. Esta relación involucra la

delegación de la toma de decisiones en el agente. Puede afirmarse que existe relación de agencia cuando el financiamiento es diferente a la administración de la empresa, es decir, cuando existe *separación entre la propiedad y control*.

La teoría de la agencia explica el conflicto de intereses entre los insiders, que tienen información privilegiada, y los accionistas. Los insiders, entre quienes se encuentran directores, ejecutivos y gerentes, pueden adoptar estrategias subóptimas, manipular medidas de desempeño/rendimiento y ocultar información a los accionistas, con el objetivo de mejorar su propia posición. Los accionistas buscan maximizar el valor por acción y obtener altos dividendos asumiendo riesgos razonables, pero cuentan con información “incompleta” para tomar decisiones. Por el contrario, los directivos poseen experiencia e información y se centran en el crecimiento de las ganancias que repercutan en mayores ingresos. Dada la *asimetría de información*, se dice que existe un riesgo moral, que representa la posibilidad que el agente busque satisfacer sus propios intereses en detrimento de los objetivos del accionista. (Aguilera y Desender, 2012; Aguilera y Jackson, 2003).

El principal puede limitar estas divergencias estableciendo los incentivos apropiados para el agente o tomando acciones que garanticen que el agente no dañará al principal con sus decisiones, y en caso de que lo hiciera lo compensará. En el primer caso, el principal incurre en costos monitoreo; en el segundo en costos de vinculación. (Albanese y Briozzo, 2014)

En este contexto, surgen los *costos de agencia*, que representan los costos que asume el principal para monitorear el comportamiento del agente, quien tienen información privilegiada. De esta forma, el riesgo de los accionistas de obtener bajos rendimientos se ve incrementado por las acciones de los directores y por los mayores costos de control, los costos de agencia.

Según Gedajlovic y Shapiro (1998), existen dos manifestaciones fundamentales de la discreción de los administradores que traen aparejados problemas de agencia: las acciones de corto plazo realizadas con el fin de aumentar sus ingresos personales; y las acciones de largo plazo tendientes a aumentar el tamaño de la empresa con el fin de satisfacer de sus necesidades y deseos personales de poder, prestigio y status.

Otro aspecto por considerar dentro de la teoría de la agencia, son los *contratos incompletos*. Los contratos entre principal y agente son incompletos porque no se puede establecer para cada futuro posible las acciones que deberían realizar el agente, ni los beneficios que les corresponden a cada parte. Frente a la imposibilidad de celebrar contratos completos que establezcan cada acción a realizar, el agente se queda con los derechos residuales de decisión y control. (Williamson, 1975; 1985).

La contraposición de intereses puede ser disminuida y los intereses alineados por medio de diferentes mecanismos como supervisión y controles eficientes, procedimientos claros, normas de conducta y medidas disciplinarias. El Gobierno Corporativo es uno de los mecanismos que ayuda a la convergencia de intereses, y a su vez permite que los accionistas hagan cumplir a los directores el contrato que los une. (Kock, 2012)

En consecuencia, los problemas causados por la separación entre la propiedad y el control, la asimetría de información y los contratos incompletos, constituyen la base para el desarrollo del Gobierno Corporativo.

Aplicando prácticas de buen gobierno, se espera que disminuyan los costos de agencia y las consecuencias adversas de las acciones y decisiones que los administradores pueden realizar en virtud de las asimetrías de información y contratos incompletos.

### **Otros determinantes**

Puppis (2010) señala que el concepto de gobernanza comenzó a utilizarse en economía para describir las reglas institucionales que ayudan a reducir los costos de transacción.

Letza, Sun, y Kirkbride (2004) indican que los principales estudios sobre modelos de Gobierno Corporativo en Estados Unidos identifican cuatro enfoques principales: el modelo financiero, el modelo de administración, el modelo de partes interesadas y el modelo político. El modelo dominante ha sido el financiero, basado en la teoría de la agencia, cuyo principal objetivo es resguardar los derechos de los accionistas.

En contrapartida, el modelo de gestión/administración asume una naturaleza diferente de agente: sostiene que los gerentes son dignos de confianza y deben ser plenamente autorizados. En referencia a la misma teoría, McNulty, Florackis y Ormrod (2013), hacen una distinción entre los aportes de la teoría de la agencia y de la administración. La teoría de la agencia otorga un papel fundamental al Directorio en cuanto al control que debe realizarse sobre los gerentes mientras que la teoría de la administración proporciona la necesidad de colaboración entre Directorio y ejecutivos.

Siguiendo a Letza et al (2004), el modelo político es un enfoque no-mercado para el seguimiento de la gestión, la democracia de los accionistas y la negociación. Por último, mencionan el modelo de las partes interesadas o teoría de los stakeholders, el cual adquiere especial relevancia en el desarrollo del GC. El modelo es una ampliación de la teoría económica: el objetivo de las organizaciones es la maximización de la riqueza no solo de los accionistas sino de un grupo más amplio de interesados.

En la misma línea, Kock (2012) destaca la generalización de la teoría de la agencia explicada por Hill y Jones (1992). Según estos autores, la empresa puede ser vista como un conjunto de contratos implícitos y explícitos, entre los diferentes proveedores de recursos. De esta forma, se consideran las relaciones y contratos de los gerentes con los interesados en general, y no solo con los accionistas, tal como la teoría financiera de la agencia enuncia. El stakeholder se define como grupo de individuos que es afectado o puede afectar los objetivos organizacionales, que tiene un derecho legítimo sobre la organización obtenido a través de una relación de intercambio y que, voluntariamente o no, se exponen al riesgo de las actividades de una empresa. (Briano, 2012)

Los managers representan a varios stakeholders, y no solo a los accionistas. Dado que los stakeholders proveen a la empresa de diferentes recursos, estos esperan un buen uso de los mismos, que repercuta en un beneficio. Es tarea de los directivos lograr que los recursos sean eficientemente utilizados según las expectativas de los propietarios de los mismos.

El principal problema de agencia que se define entre accionistas – propietarios vs managers es un tipo particular de un problema general de las relaciones entre involucrados y directivos. En forma más general, Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, y Jiang (2008) establecen que los conflictos de agencia se pueden presentar en diferentes formas, y que la forma clásica principal - agente, suele presentarse principalmente en mercados desarrollados, en los cuáles la propiedad está muy dispersa en un conjunto atomizado de accionistas.

Claessens y Yurtoglu (2013) destacan la estructura de propiedad como determinante del tipo de problema de agencia. Cuando la propiedad es difusa, los problemas de agencia se reducen a principal – agente, tal como fue enunciado precedentemente. Por el contrario, cuando la propiedad es concentrada, existiendo accionistas mayoritarios que controlan la organización, el problema no es de principal – agente, sino entre los diferentes tipos de accionistas: un accionista mayoritario que muchas veces ocupa la dirección general de la empresa, que posee información y recursos privilegiados, y accionistas minoritarios. En estos casos, la naturaleza del problema de agencia es principal-principal: mayorías versus minorías. Este tipo de conflicto es común en países emergentes como los latinoamericanos, donde existe concentración de la propiedad en pocos individuos (o familias fundadoras) y grupos económicos. (Briano, 2012) (Santoliquido, Briozzo y Albanese, 2014)

El conflicto se presenta entre el manager que representa al grupo controlante y los otros inversores. La preocupación se centra en proteger los derechos de los accionistas/inversores minoritarios.

Dentro de estos casos también se encuentran los conflictos de las empresas de familia, donde existen desacuerdos familiares, nepotismo y problemas de sucesión. Claessens y Yurtoglu (2013).

Aguilera y Jackson (2003) mencionan tres partes interesadas en la organización que hacen necesario un buen GC: capital, trabajo y management. La teoría de la agencia explica los conflictos dentro del capital. Sin embargo, no se considera que existen accionistas con otros intereses, como son bancos, fondos de pensión, familias, inversores institucionales, corporaciones. Los conflictos que se generan son objetivos financieros (clásicos) vs objetivos estratégicos, liquidez vs comprometidos, deuda vs capital. En cuanto al trabajo, resaltan el rol e influencia de los empleados en la toma de decisiones, y conflictos como participación interna vs control externo. Los conflictos en el management surgen dada la posición estratégica de dirección y control de todas las operaciones de la empresa. Conflictos del tipo autonomía vs compromiso, control por mecanismos financieros (separación de estrategia y operaciones) vs control funcional (integración)

#### **4. Efectos esperados del buen Gobierno Corporativo**

El Gobierno Corporativo está formado por los estándares mínimos que adopta una organización para garantizar los derechos y proteger los intereses de los diferentes grupos de interés (stakeholders); estimular la creación de valor; incentivar el uso adecuado y eficiente de los recursos; contribuir a la transparencia de la información emitida y evitar el fraude empresarial.

Su objetivo es crear un ambiente de mayor credibilidad y estabilidad para propiciar el desarrollo y la inversión nacional o extranjera en ellas.

Un buen GC proporciona los incentivos para proteger los intereses de la organización, los socios y los terceros, alentar la creación de valor y el uso económico, eficiente y efectivo de los recursos; y busca evitar o mitigar la incidencia en el proceso empresarial de los elementos del fraude (Casal, 2010)

Un buen GC no puede asegurarse con normas y procedimientos: el GC va más allá de los códigos y leyes, fundamentalmente, GC necesita de voluntad y ética empresarial y gubernamental.

Diversos estudios (Campos, 2002; Bauer, 2002; Foerster y Huen, 2004; CEF, 2005; Bebczuk, 2005) muestran consenso en cuanto a que el buen GC tiene relación con el valor de mercado de la empresa y alienta la estabilidad y desarrollo del sistema financiero, lo que lleva a las empresas a obtener crecimiento económico, acceso a financiamiento y mejores

rendimientos. El mercado interpreta que un buen GC y una mayor transparencia supone un menor riesgo de inversión, y en consecuencia las acciones tienen mayor valor: menor riesgo permite a los inversores valorizar mejor los flujos futuros y a los proveedores de financiamiento ofrecer menores costos financieros.

Fornero (2007) manifiesta que el GC impacta en el valor de la empresa en dos aspectos: la conveniencia para el decisor y las consecuencias en las transacciones de capital (financiamiento externo y control de empresa)

Villegas (2006, pág. 311) concluye que “un buen GC es una estrategia que beneficia tanto a los emisores (que obtienen un menor costo de capital y rendimientos financieros); a los inversores (que disminuyen el «riesgo de gestión» en su portafolio de inversiones); a los reguladores (que ayudan a mercados más transparentes y profundos) y a la economía en general (ya que ayuda a desarrollar los mercados financieros).”

Cavallaro (2006) enuncia que los beneficios para las empresas que tienen un buen GC son mejor acceso al mercado de capitales, un menor costo y mayores plazos de financiamiento, impulso a la rentabilidad operativa, aumento de la competitividad y disminución del riesgo interno.

Son muchos los factores que afectan al buen GC, ya que este forma parte de un contexto más amplio, en el que intervienen el entorno legal, institucional y reglamentario; la ética empresarial, la responsabilidad social, los intereses medioambientales.

Debido a la multiplicidad de elementos que influyen en el buen GC, sus estándares no pueden ser definidos con precisión. Por el contrario, el mismo debe ser flexible, adaptable, innovador. (Letza et al., 2004).

## **5. Modelos de Gobierno Corporativo**

No existe una única forma o modelo de Gobierno Corporativo. La estructura a adoptar depende del modelo de gestión empresarial que adopte la empresa y del contexto en que se encuentre inmersa. A nivel mundial se han desarrollado dos modelos principales, radicalmente opuestos, basados en el sistema legal: modelos Common Law y Civil Law (CEF, 2005) (Casal, 2010)

### ***Common Law***

Es el sistema jurídico de Inglaterra, que se extendió a Estados Unidos y a Canadá, Australia, India, Nueva Zelanda. Se desarrolló en Inglaterra con el objetivo de proteger a los propietarios de los intentos de expropiación. Pone énfasis en los derechos de los individuos y

especialmente en los derechos de propiedad. (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, y Vishny 1998; La Porta, 2000)

Es conocido como Modelo Angloamericano o Modelo de competencia basado en el mercado.

Está caracterizado por la adaptación de la empresa a las necesidades del mercado; alta atomización de la propiedad; financiamiento propio; maximización del valor para los accionistas; mercado de capitales líquido; mercados de control activo, eficientes y desarrollados; escasa participación de inversores institucionales. Este modelo está orientado a los accionistas, ofreciendo mayor protección a los accionistas minoritarios, requisito fundamental para el desarrollo de un sistema financiero. El gobierno se centra en el Directorio y en el CEO, que tiene influencia en el Directorio. El Directorio está formado por managers y ejecutivos sin participación accionaria (outsiders). El problema de este modelo es la asimetría de información que favorece a los ejecutivos de la organización en detrimento de los accionistas. (Cortondo, 2008) (Fornero, 2007) (Casal, 2010)

### ***Civil Law (code law)***

Es el sistema jurídico de Europa continental, Asia y América Latina. Surge como un instrumento para regular la actividad económica. Pone énfasis en la legislación para la solución de controversias entre individuos. Esta legislación y sus soluciones se plantean principalmente desde el punto de vista del estado, y no considera los conflictos entre individuos y estado. (La Porta et. al 1998)

Es conocido también como Modelo Europeo asiático o Modelo de cooperación basado en la relación.

Está caracterizado por alta concentración de la propiedad; menor financiación en mercados de capitales y mayor en mercados bancarios (financiamiento externo, deuda); pago fijo de dividendos; mercado de capitales con poca liquidez; mercado de control menos activo; alta participación de inversores institucionales; menor protección de derechos de los accionistas minoritarios. Enfatiza el interés para las partes interesadas, por lo cual prevalecen las relaciones sólidas de la firma con los accionistas controlantes. El gobierno es colegiado, con Directorio independiente. El problema en este modelo presenta en el conflicto de intereses entre accionistas mayoritarios y minoritarios (Cortondo, 2008) (Casal, 2010)

### ***Modelos intermedios***

Muchos estudios se han centrado en analizar el Gobierno Corporativo bajo dichos modelos, y realizar comparaciones: Aguilera y Desender (2012), Doidge et al. (2007), Gedajlovic (1998). Heuggens y Otten (2007) realizan una crítica a la clasificación dicotómica en ambos modelos y mediante el estudio de códigos de Gobierno Corporativo demuestran que los sistemas estudiados no pueden clasificarse como netamente orientados al mercado o a las relaciones. Es decir, no existen modelos puros.

Como consecuencia, de los dos modelos puros clásicos, se han derivado y desarrollado varios modelos denominados “intermedios”. Dentro del sistema continental o civil law, puede identificarse en tres modelos de GC (Briano, 2012) (Gedajlovic, 1998):

- Germánico (Alemania, Países Bajos, Suiza, Suecia, Austria, Dinamarca, Noruega y Finlandia): las empresas son entidades autónomas formadas por varios partícipes (accionistas, gestión, empleados, proveedores y clientes). Al existir alta concentración de propiedad, el mercado de valores y de control es menos activo. La propiedad se concentra en grupos no financieros y bancos. Los bancos juegan un papel importante, no solo siendo proveedores de financiamiento, sino también por su participación accionaria y en los órganos de supervisión. Existe clara separación entre gestión y supervisión. El Directorio está formado por accionistas y empleados, con gran participación de inversores institucionales. El entorno institucional favorece las relaciones estables y de largo plazo entre los grupos de interés
- Latino (Francia, Italia, España, Bélgica): se encuentra entre el modelo anglosajón y el germánico. La concentración de la propiedad es media - alta, estando el control en manos de holdings cruzados, holdings financieros, grupos familiares y gobierno. Por esta razón los mercados financieros tienen un papel limitado. En contraste con el sistema germánico, existen adquisiciones hostiles. Otra diferencia radica en la mayor influencia de los accionistas en la toma de decisiones. El Directorio está formado por accionistas y empleados, con gran participación de inversores institucionales. El entorno institucional también favorece las relaciones de largo plazo.
- Japonés: Weimer y Pape (1999, en Briano 2012) indican que este sistema se centra en la dimensión cultural del GC. Los empleados y accionistas tienen fuerte participación en las decisiones; siendo los accionistas un importante grupo de interés cuya pertenencia a la empresa es de largo plazo y muchas veces simbólica. La estructura de propiedad se caracteriza por holdings cruzados y familias, con lo cual la propiedad es más dispersa que en el modelo germánico. El sistema bancario y el mercado de valores tienen gran influencia,

aunque no existen adquisiciones hostiles. La presencia de los conceptos de “keiretsu” y “familia” demuestra las relaciones económicas estables y a largo plazo.

En cuanto a los países emergentes, Briano (2012) caracteriza el modelo de GC de estos países, predominante en Euro del este, países asiáticos como China, Malasia, Tailandia, Indonesia y Filipinas, países de Latinoamérica como la Argentina, Brasil, Chile y México.

En estos países, el “sistema emergente o institucional” es el resultado de las presiones de globalización y los arreglos institucionales. El nombre de institucional deriva del hecho que se sustenta en factores como el gobierno, los bancos y otras instituciones, donde las instituciones cumplen un rol importante, ya que inciden en la selección de las prácticas de GC adoptadas por las empresas, a fin de legitimar su sistema económico e incrementar la atracción de inversión extranjera y los fondos en los mercados de capital.

Está caracterizado por la alta concentración de la propiedad y control en manos de corporaciones, bancos o familias. Estas dos características inducen a una alta probabilidad de conflicto de interés entre accionistas controladores, los accionistas minoritarios y management.

Los modelos son importantes en el sentido que determinan el marco institucional, costumbres, formas de actuar establecidos en el contexto donde se desenvuelven las organizaciones. La evidencia de los estudios realizados, permite a La Porta et. al (1998) afirmar que existe influencia de factores y circunstancias históricas, así como el sistema legal en la performance de cada país en cuanto a GC. Estos factores, que pueden ser encuadrados dentro del enfoque político, tienen mayor influencia que el desarrollo económico.

## **6. Dimensiones de Gobierno Corporativo**

En concepto de Gobierno Corporativo puede enmarcarse y analizarse dentro de dos dimensiones o enfoques: la institucional y la contractual. (Claessens y Yurtoglu, 2013) (CEF, 2005)

La dimensión institucional, también conocida como externa, es normativa. Está representada por el marco regulatorio, el sistema jurídico y la red de instituciones de un determinado país. Está definido por las leyes y regulaciones vigentes en cada país por lo que es de aplicación obligatorio. (Cavallaro, 2006).

Villegas (2003) indica que en la dimensión institucional se aplica el término *Law matters!!*, lo que implica que las leyes son las que importan, que la protección de los interesados está dada por el marco legal y regulatorio.

La dimensión institucional está influenciada por la tradición legal de cada país. Los países con tradición legal common law aseguran mayores derechos a stakeholders y poseen sistema de GC más efectivos que los países Civil law. (La Porta et. Al, 1998)

El componente institucional por sí solo no es suficiente, debe tener un adecuado control de su cumplimiento. En países con escasa integración a los mercados internacionales, dada la ausencia de mecanismos que suplan las deficiencias regulatorias nacionales, cobra mayor relevancia el cumplimiento de las leyes.

El análisis del Gobierno Corporativo dentro de este enfoque se basa en el desempeño dentro del contexto y reglas políticas, legales, judiciales, económicas en el que se desenvuelve la organización. Su utilidad es mayor en los estudios comparativos entre países, ya que pone en evidencia la influencia de los diferentes sistemas institucionales en el desempeño de las organizaciones, en su conducta, su ética, sus acciones y su valoración. (Claessens y Yurtoglu, 2013)

A partir del año 2000, y especialmente tras el escándalo de Enron, comenzaron a observarse gran cantidad de reformas en la regulación vigente de muchos países, es decir en el componente Institucional del Gobierno Corporativo.

La dimensión contractual o interna es conductista. Comprende las iniciativas y los compromisos que son asumidos voluntariamente por cada empresa por encima de los requisitos legales. Se centra en el comportamiento de la organización y los diferentes involucrados. Generalmente este Gobierno Corporativo contractual está determinado por el estatuto de cada empresa y se focaliza en los mecanismos desarrollados por la empresa, concernientes a la dirección y el control de la gestión. Este enfoque es de utilidad en los análisis comparativos a nivel empresa dentro de un mismo país, donde el entorno institucional, si bien es relevante, no toma un papel preponderante. Las diferencias se basan en factores internos, como puede ser la estructura de capital de la empresa, el rol de los directores, ejecutivos, inversores, las relaciones entre ellos, los sistemas de control, entre otros. (Claessens y Yurtoglu, 2013)

Aguilera y Desender (2012) realizan un análisis de investigaciones que ponen foco en el contexto legal e institucional más que en el comportamiento de la empresa. Estas investigaciones concluyen que países con un marco legal más desarrollado y mejor protección al inversor, favorecen la implementación de medidas para el buen Gobierno Corporativo.

Fornero (2007) expone dos nociones de gobernanza:

- Centrada en los accionistas: visión restringida, que se centra en la necesidad de control de los accionistas sobre las personas en las cuales han delegado la administración para asegurar obtener cierto rendimiento sobre su inversión. Los mecanismos utilizados son normativos:

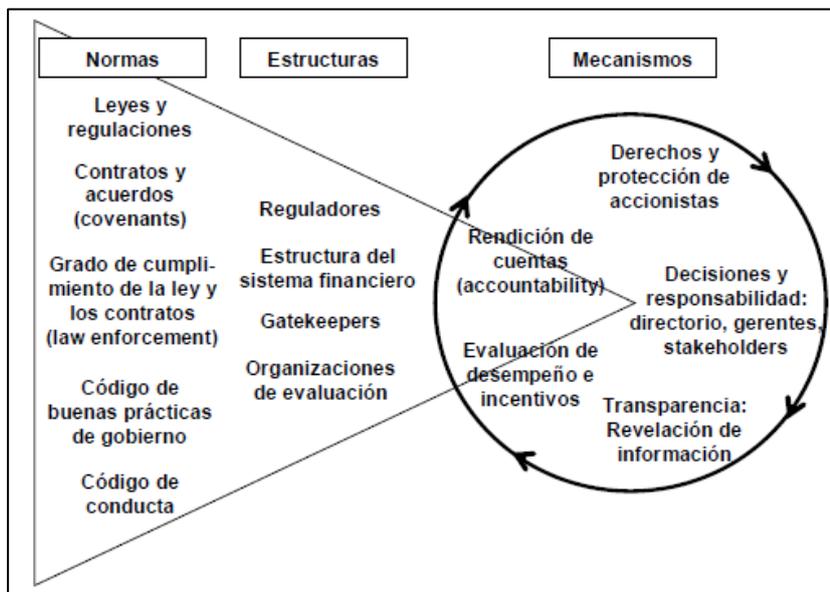
leyes, códigos de conducta, regulaciones, código de buenas prácticas. Este enfoque se encuadra dentro del institucional.

- Orientada a todos los interesados: visión más amplia, que incluye a todos los procesos de dirección y control, lo cual contempla “los mecanismos para el alineamiento de los intereses de los individuos”. Bajo esta óptica, considera que el GC es un sistema interno de políticas y procesos que orienta con objetividad e integridad las actividades de la dirección para cumplir los fines de los accionistas.

Considerando ambas nociones, como puede observarse en el Gráfico 1, Fornero (2007) sintetiza que el GC está formado por un conjunto de:

- normas: leyes, regulaciones; contratos y acuerdos, códigos de ética; códigos de buenas prácticas de GC
- estructuras: mercado financiero; reguladores; evaluadores
- mecanismos (internos): derechos de accionistas; rendición de cuentas, transparencia y revelación de información, evaluación e incentivos; distribución de resultados, asignación de responsabilidades; designación de responsables.

Gráfico 1: Elementos del Gobierno Corporativo



Fuente: Fornero, página 108

## 7. Componentes de Gobierno Corporativo

Del estudio realizado por Heugens y Otten (2005) sobre el contenido de los códigos de 38 países, se identifican 17 mecanismos que se agrupan en cinco aspectos de GC (Gráfico 2), llamados por ellos filosofías de gobernanza:

- **Diseño organizacional:** Concepción interna del control que se basa en controles estrictos a los directivos.
- **Concentración de propiedad:** reducción del grado de separación entre propiedad y control. Se logra con la concentración de la propiedad en accionistas mayoritarios.
- **Propiedad dispersa:** asegura la protección de todos los accionistas, en especial los minoritarios.
- **Estímulo directivo:** es una concepción diferente del control, que se aleja de la teoría de la agencia. No considera que los directivos actúen en su propio beneficio, sino por el contrario que contribuyen a las metas de la organización. Bajo este enfoque, la supervisión y control se sustituye por mayor libertad y mandatos más amplios. El enfoque busca estimular a los directivos por medio de mecanismos que premian sus buenas acciones en lugar de castigarlos por sus errores.
- **Conformidad (respuesta) a la estima:** control directivo mediante elogios y críticas. Este enfoque se basa en la idea que las personas gozan de las alabanzas y reconocimiento que reciben, ya sea por ellas mismas o por la organización en la que trabajan. Por lo tanto, los directivos desean llevar al éxito a la organización para ganar reconocimiento público, lo cual aumenta sus posibilidades y derechos de tener mayores ingresos.

Gráfico 2: Enfoques de la gobernanza



Fuente: Heugens y Otten, 2005

### **III. MARCO NORMATIVO GENERAL**

El objetivo del capítulo es realizar una breve reseña de la evolución de las regulaciones, leyes y principios a nivel mundial. Se enfatiza el análisis de los Códigos de Gobierno Corporativo, describiendo la evolución, la generalización de su uso y aceptación y describiendo los componentes de los mismos

Originalmente el Gobierno Corporativo fue creado para empresas de capital abierto. Con el tiempo, el concepto y su aplicación fueron evolucionando, hasta la actualidad, donde el GC sustituye las relaciones informales de mercado por relaciones basadas en normas, que incrementan el nivel de transparencia (Schuster A. et al, 2007)

#### **1. Principios de la OECD**

En 1999 la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) emitió los Principios de Gobierno Corporativo, como respuesta a la necesidad de contar con un conjunto de normas y directrices en materia de Gobierno Corporativo. Los mismos fueron revisados en 2004 para adaptarlos a los entornos legal, económico y cultural y problemas actuales.

Su finalidad es ayudar a los gobiernos a mejorar su marco marcos legal, institucional y reglamentario en lo referente a Gobierno Corporativo; y proporcionar guías y sugerencias para las empresas, inversores y mercados de valores.

Los Principios se centran en los problemas de gobierno que se generan por la separación entre propiedad y control.

Poseen un carácter no vinculante y su objetivo no es que sean incorporados en las legislaciones nacionales sino ser un punto de referencia. Buscan concientizar que, a mayor transparencia y confiabilidad en la información, mayor será la confianza de los inversores en el mercado. Sin embargo, responsabilizan a los diferentes gobiernos y a los agentes de mercado de la aplicación y adaptación de los principios a los propios códigos y reglamentación.

Estos principios fueron expresados bajo tres dimensiones del desarrollo sostenible:

- enriquecer el crecimiento económico;
- promover el desarrollo humano y social;
- proteger el medio ambiente.

Si bien se centran en organizaciones con cotización bursátil, son también un instrumento útil para mejorar el GC en otras sociedades.

La existencia de dichos principios de la OCDE, no garantizaban la confiabilidad de la información y de las prácticas contables: los estándares de contabilidad eran fácilmente manipulables. Esto se evidencia en varias estafas y escándalos financieros, como son el caso del comerciante de energía Enron, el operador de cable Adelphia Communications, segundo operador de larga distancia World Com, Global Crossing, y Parmalat de Italia. (Casal, 2010)

Como consecuencia de los escándalos y fraudes corporativos, los países, las bolsas de valores, instituciones financieras, gobiernos y organizaciones supranacionales (Unión europea, OCDE, Fondo monetario) se vieron forzadas a buscar mejores prácticas de gobernanza, materializadas en códigos de Gobierno Corporativo, normas que regulan la aplicación de conceptos de Gobierno Corporativo.

## **2. Ley Sarbanes-Oxley (SOX)**

La ley Sarbanes-Oxley, conocida como SOX, promulgada en los Estados Unidos en el año 2002 como respuesta a los escándalos financieros acontecidos en el año 2001. Es una de las primeras leyes sobre transparencia, Gobierno corporativo e información contable.

Constituye la más importante regulación en el tema, con gran impacto en las empresas auditoras. Esta ley significó un endurecimiento en las normas de auditoría y control interno.

Está respaldada por un conjunto de estudios previos que se refieren a la pérdida de confianza en la información financiera, a la crisis de la auditoría ya la ausencia de controles internos eficaces.

Su finalidad es evitar fraudes y riesgo de bancarrota y garantizar la transparencia de los estados contables, protegiendo al inversor.

La ley introduce mejoras profundas para recuperar la confianza en la información financiera: supervisión de los auditores, auditoría del control interno y responsabilidades personales de administradores, directores, auditores, asesores legales, contadores (Casal, 2007)

Impone nuevos estándares de administración e información societaria a las compañías que cotizan en la Security and Exchange Commission (SEC), fija estrictas normas sobre el control interno y establece estándares sobre responsabilidad corporativa para: el Comité de Auditoría, el CEO (Director Ejecutivo), el CFO (Director Financiero). (Albanese y Briozzo, 2014)

El artículo de mayor novedad y repercusión es el 404, que establece la exigencia de redactar un informe de control interno al finalizar cada ejercicio. Dentro de este informe se establece la responsabilidad del equipo directivo de tener una estructura de control interno adecuada.

La sección 302 establece la responsabilidad corporativa por los informes financieros emitidos.

Casal (2007, pág. 920) indica que la SOX define al GC como el conjunto de mecanismos que aseguren a los proveedores de recursos financieros un justo retorno de su inversión. Lo conforman el conjunto de normas que deben guiar el comportamiento de los accionistas controladores, directores y administradores en las compañías a fin de maximizar el valor de éstas y que definen las obligaciones y responsabilidad e éstos.

Además, exigen cumplir con la adopción de un código de ética, eliminar préstamos personales a ejecutivos, se recomienda que sea el CEO quien firme la declaración anual de impuesto a la renta; información más oportuna, responsabilidad corporativa y criminal por fraude.

### **3. Código de Gobierno Corporativo**

Un Código de Gobierno Corporativo es un conjunto de normas, de principios y recomendaciones de comportamiento y funcionamiento considerados como las mejores prácticas para el buen gobierno de las organizaciones. (Fornero, 2007) Schuster et. al (2007) define al Código de Gobierno Corporativo como un conjunto de normas de comportamiento y funcionamiento para el buen gobierno de las organizaciones basadas en los conceptos doctrinarios inherentes a las mejores prácticas en la materia vigentes en un momento determinado y que permiten lograr los objetivos esperados.

Los códigos de Gobierno Corporativo pueden considerarse un conjunto de recomendaciones para mejorar la transparencia, divulgación y rendiciones de cuentas de directivos. (Zattoni y Cuomo, 2008)

Los códigos están basados en los conceptos doctrinarios inherentes a las mejores prácticas en la materia vigentes en un momento para regular las relaciones entre los interesados.

La presencia de códigos se vuelve relevante cuando otros mecanismos, como el sistema legal, las políticas y normas de la empresa, los sistemas de control, entre otros, no son efectivos. En ausencia de otros mecanismos de protección para los accionistas, se diseñan códigos que buscan mejorar el funcionamiento del directorio y la calidad de la información y rendición de cuentas. (Fornero, 2007)

Zattoni y Cuomo (2008) adhieren a este enfoque, señalando que los códigos pretenden suplir las deficiencias de los sistemas de gobernanza, regulando los aspectos que generan mayores riesgos para los accionistas y son fuente de conflicto con los directivos.

Los códigos se han desarrollado y evolucionado antes que las leyes propias de la materia. Son emitidos y legitimados por el mismo Estado o por bolsas de valores, y se instrumentan por medio de leyes societarias, regulaciones o estructuras de cumplimiento privadas.

Schuster et. al (2007) establece las principales diferencias entre leyes y códigos: mientras que las leyes son de aplicación obligatoria con penalidades por no cumplimiento y escasa enunciación de principios y valores, los códigos se caracterizan por ser de adopción voluntaria, por lo cual no existen sanciones por no aplicación. Contiene valores, principios, recomendaciones, que son adaptables a las particularidades de cada compañía.

### **3.1. Evolución**

El 1992, en Inglaterra se emite el Informe del Comité sobre Aspectos Financieros de la Administración de Sociedades. Este informe, conocido como Reporte Cadbury, constituye el primer código sobre gobernanza. A partir de allí, la emisión de códigos ha ido aumentando conforme las diferentes crisis. Hasta la crisis asiática de 1997, muy pocos países habían adoptado un código. Un estudio realizado por Zattoni y Cuomo (2008) muestran que hasta 1998, solo 13 países habían emitido un código. Luego de esta crisis, y principalmente a partir del caso Enron y los demás casos de fraudes del 2001, la emisión de códigos ha crecido en forma exponencial (Fornero, 2007). Zattoni y Cuomo (2008) indican que para el año 2005, 95 países habían desarrollado un código.

En los últimos años, ya sea impulsados por los escándalos financieros, o por la globalización y la integración de los mercados, la mayoría de los países han desarrollado códigos de buenas prácticas o actualizado los existentes. (Claessens y Yurtoglu, 2013; Heugens y Otten, 2005)

La elaboración empieza por parte de organizaciones y/o personas iniciadoras (mercados o reguladores), con la asistencia de comités de expertos o líderes empresariales. Se consulta a los diferentes sectores involucrados, en busca de consenso hasta llegar a un documento que refleje lo que en una determinada jurisdicción se considerarán buenas prácticas de GC. Posteriormente son los propios mercados y/o el regulador los que adaptan dicho código como documento de referencia.

Entre los países que poseen códigos propios se encuentran (se enuncia la primer y última revisión)<sup>1</sup>:

- Alemania:
  - a. German Corporate Governance Code (2002-2014)
  - b. International Comparison of Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practices (1998)
- Argentina:
  - a. Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina (IAGO 2004)
  - b. Código de Gobierno Societario (CNV 2012)
- Australia: Corporate Governance Principles and Recommendations (1995- 2014)
- Austria: Austrian Code of Corporate Governance (2002 - 2012)
- Bélgica: The 2009 Belgian Code on Corporate Governance (1998-2009)
- Brasil: Código de las Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo para Brasil –Instituto Brasileño de Gobierno Corporativo (2002-2009)
- Canadá: Corporate Governance Guideline (1994-2013)
- Colombia:
  - a. Código de Gobierno Corporativo Colombiano para Compañías que Cotizan en Bolsa. (2007)
  - b. Código Marco de Buen Gobierno Corporativo para Pymes (2009)
- Eslovaquia: Corporate Governance Code (2002-2008)
- España: Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (1996-2013)
- Finlandia:
  - a. Improving Corporate Governance of Unlisted Companies
  - b. Corporate Governance Recommendations for Listed Companies
- Francia: AFEP-MEDEF Corporate governance code of listed corporations (1995-2013)
- Gran Bretaña: The UK Corporate Governance Code (1992-2014)
- Grecia: Hellenic Corporate Governance Code for Listed Companies 1999-2013)
- India:
  - a. Corporate Governance Voluntary Guidelines (2009)
  - b. Report of the Kumar Mangalam Birla Committee on Corporate Governance (1999)
- Israel: The Goshen Report (2006)
- Italia: Codice di Autodisciplina (2014)

---

<sup>1</sup> Fuente: [http://www.ecgi.org/codes/all\\_codes.php](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php)

- Japón: Japan's Corporate Governance Code (1997-2015)
- México: Código de Mejores Prácticas Corporativas (1999-2010)
- Perú:
  - a. Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas (2002)
  - b. Código de Buen Gobierno Corporativo para Empresas Emisoras de Valores (2001)
- Portugal: Código de Governo das sociedades (1999- 2014)
- Sudáfrica: Draft Code for Responsible Investing by Institutional Investors in South Africa (1994-2010)
- Suecia: The Swedish Code of Corporate Governance (2001-2010)
- Suiza: Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (2002-2008)
- USA: Principles of Corporate Governance (1997-2012)

### **3.2. Contenido de los códigos**

Fornero (2007) indica que existe cierta convergencia a nivel mundial sobre los contenidos y recomendaciones de los códigos sobre transparencia, rendición de cuentas, independencia, Directorio. El énfasis en algunos temas se adapta al ambiente económico de cada país y sus principales problemas de GC. Remarca también que la existencia de un código es más relevante en los países con sistema legal débil.

En cuanto al contenido, Zattoni y Cuomo (2008) indica que se encuentra influenciado por los estudios y prácticas previas de GC. Resumen que en general, tratan aspectos de derechos accionistas minoritarios, equidad entre accionistas, transparencia de información financiera y no financiera, rendición de cuentas, composición y estructura del Directorio, responsabilidad de los interesados. El núcleo de los códigos radica en recomendaciones sobre el Directorio, el cual juega un papel fundamental como órgano independiente de control de la gerencia. Las diferentes recomendaciones sobre el Directorio son consideradas fundamentales para disminuir la deficiencia y los problemas de gobernanza.

El análisis de los códigos realizado por Zattoni y Cuomo (Tabla 1), demostró que la mayoría de los códigos tienen recomendaciones para empresas que cotizan en los mercados de valores. Solo en algunos casos se hace extensivo a empresas no cotizantes. Este análisis reveló que los ítems considerados en los códigos son los que se muestran en la Tabla 1.

Tabla 1: Items considerados en los códigos

| Item                                       | Descripción   |
|--|---|
| Derecho de los accionistas                 | Tratamiento en cuanto a una acción/un voto, protección frente a tomas de control de mayoritarios, participación en asambleas, poderes de voto   |
| Rol de los empleados                       | En cuanto a derecho a elegir miembros del Directorio  |
| Reuniones de Directorio                    | Cantidad de reuniones anuales del Directorio y agenda.  |
| Separación Presidente Directorio y CEO     | Separación de la función del Presidente Directorio y del CEO  |
| Composición e independencia del Directorio | Tamaño mínimo, composición, directorios internos y externos, calificaciones, y criterios de selección: experiencia, independencia, características personales, competencias técnicas y disponibilidad |
| Directores con múltiples cargos            | Participación de los directores en otras empresas   |
| Deontología para directores                | Criterios específicos para ser director   |
| Conflicto de intereses                     | Principios para evitar conflictos de interés entre miembros del Directorio.   |
| Duración de mandatos, límites, reelección  | Criterios de selección como edad, plazo de mandato, reelección  |
| Evaluación de directores                   | Procedimiento de evaluación de directores   |
| Remuneración de directores                 | Conjunto de principios para fijar la remuneración de directores ejecutivos, no ejecutivos y managers en acciones, incentivos, ejercicio de opciones   |
| Comité de auditoría                        | Conjunto de criterios sobre funciones, composición, tamaño, criterios de selección, experiencia, competencias, independencia, características personales, y disponibilidad                            |
| Comité de remuneraciones                   | Conjunto de criterios sobre funciones, composición, tamaño, criterios de selección, experiencia, competencias, independencia, características personales, disponibilidad y esquemas de remuneración   |
| Comité de nominaciones                     | Conjunto de criterios sobre funciones, composición, tamaño, criterios de selección, experiencia, competencias, independencia, características personales, y disponibilidad                            |

Fuente: Zattoni y Cuomo (2008)

Casal (2010) resume los contenidos de las normas acerca de GC:

- Regulaciones que permitan favorecer la existencia de relaciones armónicas entre los inversionistas de capital y de conocimientos y que promuevan el mutuo respeto por los derechos de todo tipo de accionistas.

- Cuestiones que permitan mantener relaciones armónicas con directivos y administradores.
- Sistemas relacionados con el control interno y externo
- Estipulaciones que favorezcan mantener relaciones amigables con clientes y proveedores.
- Disposiciones relacionadas con la transparencia y calidad de la información, a través de las cuales se debe promover la divulgación de la información sobre los estados financieros, el progreso de la sociedad, la evolución de su acción en el mercado, la administración de sus inversiones, las relaciones con sus deudores y acreedores, los proyectos de desarrollo futuros, los reportes y memorias de sostenibilidad.
- Establecimiento de códigos de conducta o ética para directivos, administradores, y empleados, donde se promuevan los preceptos y valores de la entidad.

### **3.3. Adhesión voluntaria**

Los códigos son recomendaciones no vinculantes legalmente, que solo establecen lineamientos o guías de conducta. Por lo tanto, al no ser de cumplimiento obligatorio, no hay sanciones por la no aplicación voluntaria o adhesión. Surge entonces la pregunta: ¿por qué adherir?

Entre las razones para adherir voluntariamente, Zattoni y Cuomo (2008) y Ntim y Soobaroyen (2013) enuncian la eficiencia y la legitimación:

- Eficiencia (instrumental): se refiere a las presiones que empuja a una organización a competir por recursos escasos y en consecuencia ser eficiente para proteger los intereses de los accionistas. Bajo esta visión, la principal función de los códigos es compensar las deficiencias de los sistemas legales y las regulaciones en lo que a protección del inversor se refiere. Al igual que La Porta et al (1998) consideran que estas deficiencias en los sistemas de gobernanza tienen sus orígenes en los sistemas legales en los cuales se desarrollan. Países common law ofrecen mayor protección a los inversores, con lo cual las deficiencias son menores que en país civil law.
- Legitimación (moral/relacional): se refiere a las presiones que empujan a una organización a adoptar las prácticas, normas y comportamientos (internacionales) esperados para ser aceptada y legitimada. En este sentido, el desarrollo de códigos no solo aumenta la eficiencia en cuanto a GC, sino que también legitima a la empresa en los mercados internacionales. Desde esta perspectiva, los países con mayor presencia en mercados internacionales y con mayores inversores extranjeros tienden a adoptar códigos de GC, ya sea por decisión propia, por factor imitación o por presiones de los mercados y organismos internacionales.

El estudio de Zattoni y Cuomo (2008) reveló que países common law son más propensos a desarrollar códigos que países Civil law, quienes adoptan los códigos frente al riesgo de perder legitimación más que por razones de eficiencia o voluntad de mejorar sus prácticas.

### **3.4. Criterio Comply or explain**

Respecto al no cumplimiento de las recomendaciones o principios de los códigos, los que siguen la tradición de Cadbury Report (1992), adoptan un criterio de “comply or explain”: la organización no está obligada a cumplir con los postulados enunciados en los códigos de Buenas Prácticas, pero en caso de no hacerlo, debe explicar por qué no lo hace. (Schuster, 2007)

El principio *comply or explain* adopta un enfoque flexible, considerando que no existe una única forma o medida para todas las organizaciones, y que, bajo ciertas circunstancias, las organizaciones pueden no cumplir o no aplicar para algunas recomendaciones. La esencia del mismo es permitir justificar el no cumplimiento para casos particulares o situaciones especiales (Seidl, Sanderson y Roberts 2012).

Dos aspectos caracterizan al criterio:

- legitimidad y aceptación de la desviación: es legítima, y cuando la justificación es suficiente, la desviación es también aceptada.
- énfasis en la explicación más que en el cumplimiento.

La esencia del modelo “cumpla o explique” consiste en la obligación de revelación, que facilita y unifica el acceso a la información de los inversionistas. De esta forma, el sistema permite que el mercado premie las empresas más transparentes y correctamente administradas, penalizando a aquellas que se apartan de las buenas prácticas y no explican por qué lo hacen. El requisito para aplicar este modelo es que la información sea homogénea y comparable, y las conductas observables y operativas (Villegas, 2006)

Seidl et. al (2012) realizan una síntesis de cinco estudios sobre el criterio. La principal crítica se encuentra la calidad de las explicaciones. Sin embargo, no existe evidencia suficiente en contra del principio. En contrapartida, su aplicación se ha generalizado, siendo los evaluadores quienes en última instancia son los que analizarán la calidad de las explicaciones dadas por las organizaciones.

## **IV. ANTECEDENTES Y MARCO NORMATIVO PARA LA ARGENTINA**

En este capítulo se presentan las características de la Argentina, la evolución de su marco normativo y los antecedentes empíricos de estudios sobre GC existentes.

### **1. Contexto y características**

La Argentina posee un mercado de capitales de escaso desarrollo como otros países de la región y de los mercados emergentes. Este mercado se caracteriza por concentración de la propiedad, la escasa liquidez y bajo nivel de actividad de los inversores institucionales e intermediarios y bajo nivel de transparencia. En este contexto, por parte privada, los incentivos de las empresas para la adhesión voluntaria de buenas prácticas y códigos de GC son escasos. Esto hace que la mayor adhesión esté dada por el componente Institucional fundamentalmente.

Bebczuk (2005) realiza un estudio de 65 compañías no financieras, donde concluye que las empresas argentinas tienen gobiernos “pobres” en comparación a otros países. La estructura de capital es concentrada, principalmente en un accionista mayoritario, no existiendo separación entre administración y control.

En 2006, Schuster y Villegas indicaban que, en el aspecto público, se observaba que la Argentina poseía menor performance que otros países de la región en cuanto a GC institucional y requerimientos formales. Es así que manifestaban que existía margen para mejorar el GC tanto institucional, la efectiva aplicación de acciones sancionatorias y fortalecer la seguridad jurídica y la protección del derecho de los accionistas minoritarios. (CEF 2005) (Villegas, 2006)

El informe presentado en noviembre de 2012 por la Red de Institutos de Gobierno Corporativo de América Latina indica que los principales impulsores de la adopción de buenas prácticas de GC son las regulaciones de carácter obligatorio, las entidades empresarias como IDEA y el Instituto Argentino de Gobierno de las Organizaciones (IAGO) y con menor impacto, un reducido número de entidades académicas. Del análisis de los diferentes países de la región, se observa un menor desarrollo y avance respecto a Brasil, Chile, México y Perú.

### **2. Marco Normativo**

El Decreto 677 /01 (Régimen de Transparencia de la Oferta Pública), fue el un primer paso en la adopción de buenas prácticas de GC para las empresas con oferta pública. En 2006, la CNV emitió la resolución general 493/06 por la cual las empresas que cotizan títulos valores

en la bolsa deben contestar un cuestionario de 14 preguntas, que se relacionan con el cumplimiento de los principios que sustentan al Gobierno Corporativo. La vigencia de esta resolución afecta a los ejercicios que cierran a partir del primero de enero de 2007.

En el año 2012 la CNV reemplazó el informe a presentar sobre Gobierno Corporativo por uno más completo, según lo establecido en la RG 606/12.

Además de dicha regulación, la legislación vigente que rige el GC en la Argentina es (Santolíquido, 2014): la ley N°26831 de Mercado de Capitales, la Ley N°19.550 de Sociedades Comerciales, las normas de la CNV (Resoluciones: 368/01, 400/02, 401/02,402/02, 516/07, 542/08, 606/12 y Normas NT 2013) y los estatutos particulares de cada empresa. A dichas leyes y regulaciones, se suma la Resolución General 562/09 de la Comisión Nacional de Valores, mediante la cual adoptó los estándares internacionales de información financiera (IFRS/NIIF) como requerimiento para las empresas que realizan oferta pública de sus valores negociables, para ejercicios que se inicien a partir de enero de 2012 (Casal, 2010).

En el Apéndice I se detallan los aspectos relevantes para el GC de cada una de estas regulaciones, detallándose a continuación las Resoluciones referentes al CGS.

**Resolución 516/07(CNV):** constituye un avance importante en materia de Gobierno Corporativo ya que aprueba el CGS propio de las sociedades autorizadas para ofertar públicamente las acciones representativas de su capital social. Este código representa un importante impulso en la introducción de mejores prácticas de GC, que apunta a alentar la generación de información vinculada con la gestión del Directorio.

La resolución establece la obligatoriedad de presentar de un informe sobre cumplimiento de GC en oportunidad de prepararse los estados contables de ejercicio de la entidad, en forma independiente de estos, para ser difundidos con la misma modalidad de un hecho relevante. Es aplicable a los estados financieros de empresas con oferta pública que correspondan a ejercicios iniciados a partir de enero de 2008.

La aplicación del código es discrecional y voluntaria, complementada con la metodología de cumplir o explicar mediante un informe a ser preparado por el órgano de administración y a ser incluido como integrante de la memoria social. En este informe de Gobierno Corporativo, las sociedades deben informar anualmente si se han adoptado o no las recomendaciones, o si se prevé su adopción en un futuro.

El informe es considerado un hecho relevante a ser informado.

Entre las críticas a esta resolución se encuentran (Villegas, 2009):

- Dado que no ha sido redactado de forma que conforme un conjunto de principios no asegura que los emisores adopten algo parecido a un código.
- La norma no es precisa en cuanto a la homogeneidad de la información presentada, con lo cual los reportes presentados pueden ser vagos.
- Solo se incluyen las sociedades que realizan oferta pública de acciones y que no califiquen como pyme. Esto deja fuera de dicho universo a las sociedades emisoras de valores de deuda y a las pequeñas empresas.

Esta RG marca un hito en el camino hacia actualización de la Argentina en materia de transparencia de las empresas cotizantes e información y protección al inversor. Esta norma constituye una condición necesaria para el desarrollo de un mercado de capitales de la envergadura necesaria para el desarrollo económico del país. (Casal, 2010)

**Resolución 606/12 (CNV):** sustituye a la Resolución 516/07, estableciendo un nuevo régimen informativo en lo que respecta a GC. Establece un marco regulatorio para instrumentar el Decreto de Transparencia por medio de la creación de un CGS, estructurado a partir de principios y recomendaciones, con requisitos y contenidos mínimos que deben cumplir las entidades autorizadas a efectuar oferta pública de sus valores negociables. Establece la obligatoriedad de presentación de información: Memoria del Órgano de Administración, Estados financieros, Reseña informativa, Informe de la Comisión Fiscalizadora y/o del Consejo de Vigilancia, Informe del auditor externo, Sociedad controladas y vinculadas y sus miembros. En su artículo 2 establece la obligatoriedad de presentar en forma anual, anexo a la Memoria, un informe sobre el grado de cumplimiento del CGS. En el informe, cada emisora debe:

- “(i) informar si cumple totalmente los principios y recomendaciones integrantes del Código de Gobierno Societario y de qué modo lo hace, o*
- (ii) explicar las razones por las cuales cumple parcialmente o no cumple tales principios y recomendaciones e indicar si la Emisora contempla incorporar aquello que no adopta en un futuro.*

*Para ello, la Emisora deberá:*

- *tomar los principios como guías generales de actuación en gobierno societario y las recomendaciones como un marco de aplicación de dichos principios dentro de la Emisora,*
- *notificar sobre los puntos a responder debajo de cada recomendación de acuerdo con una estructura de respuesta que indique: cumplimiento total, cumplimiento parcial o no cumplimiento, como se detalla al final del Anexo IV del presente Capítulo,*

- *en caso de cumplimiento, incluir la información respectiva que se solicita,*
- *en caso de cumplimiento parcial o no cumplimiento, justificarlo e indicar las acciones previstas por el Órgano de Administración para el próximo ejercicio o siguientes, si las hubiere. O bien el Órgano de Administración indicará los motivos por lo que no se considera apropiada o aplicable el seguimiento de la recomendación de la Comisión en la Emisora en cuestión, de existir tal circunstancia.”*

Kozak (2012) realiza un análisis de la Resolución N°606/12, indicando que es más que un reemplazo formal (Tabla 2). El cumplimiento supone mayor profundidad de temas, mayor evidencia respaldatoria de respuestas y manifestaciones expresas del Directorio con respecto a futuros cumplimientos (o no) de recomendaciones. Como ventaja, destaca que el mecanismo estructurado de respuestas va a facilitar la comparación entre compañías y la elaboración de indicadores de gobierno corporativo para el mercado argentino.

Tabla 2: Comparación de la RG 516/07 y RG 606/12

| <b>Los nueve principios que deben cumplir las emisoras</b>   | <b>RG 516/07</b> | <b>RG 606/12</b> |
|--|------------------|------------------|
| I. Transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas | 1                | 3                |
| II. Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la emisora                                      | 25               | 34               |
| III. Avalar una efectiva política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial   | 1                | 5                |
| IV. Salvaguardar la integridad de la información financiera con auditorías independientes                            | 4                | 4                |
| V. Respetar los derechos de los accionistas  | 4                | 12               |
| VI. Mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad   | 2                | 2                |
| VII. Remunerar de forma justa y responsable  | 10               | 14               |
| VIII. Fomentar la ética empresarial  | -                | 3                |
| IX. Profundizar el alcance del código  | 1                | 1                |

Fuente: Kozak (2012)

### **3. Código de Mejores Prácticas de Gobierno del IAGO**

El Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina, preparado por el IAGO (Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones) proporciona pautas para la mejor administración y control de las organizaciones. Estas pautas, basadas en experiencias y normas internacionales, se adaptan a la legislación vigente en la

Argentina y buscan aumentar la transparencia en el Gobierno Corporativo con el fin de aumentar el valor de las empresas, mejorar la gestión empresaria, facilitar el acceso al mercado de capitales y la resolución de conflictos de interés.

El Código establece pautas relativas a:

- Directorio: responsabilidad y composición del mismo, incluyendo las características que deben reunir sus miembros, sus deberes de lealtad, diligencia e independencia (referida a la participación accionaria significativa). Establece los deberes de información, las funciones, decisiones y responsabilidades específicas
- Presidente del Directorio: responsabilidades específicas relativas al funcionamiento del Directorio, al GC y a la información.
- Comités del Directorio: responsabilidades, organización y composición y frecuencia de reuniones de diferentes comités: Comité de Auditoría, de Remuneraciones, de Nominaciones y Gobierno Corporativo, de Finanzas
- Accionistas: derecho de Trato equitativo y suministro de información de todos los accionistas. Establece pautas para la Asamblea de Accionistas
- Conflictos de interés: mecanismos para resolverlos, políticas y prohibición de ciertas prácticas
- Transparencia, fluidez e integridad de la información: confiabilidad de la información y revelación de la financiera como son estados contables, participaciones accionarias, operaciones entre compañía vinculadas, compensación de los administradores; y revelación de información no financiera relacionada con las Asambleas, el Directorio y los mecanismos de revelación de información. Incluye un informe anual del Gobierno Corporativo elaborado por el Directorio y la utilización de la página Web como medio de información de los hechos económicos-financieros relevante.
- Auditoría: responsabilidad de la Auditoría interna y externa.
- Administración y resolución de controversias: mecanismos de solución de conflictos de los diferentes grupos de interés, internos y derivadas del Gobierno Corporativo.
- Grupos de interés y responsabilidad social: mecanismos, pautas y políticas con diferentes grupos de interés reconocidos y de responsabilidad social (medioambiental, propiedad intelectual, anti – soborno, inversión social, comunicaciones electrónicas)

#### **4. Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)**

El diseño de un sistema de contabilidad moderno ha sido la meta del IASB (International Accounting Standards Boards). Los International Financial Reporting Standards (IFRS)

contienen pautas que conllevan un cambio cultural para que las entidades con responsabilidad pública o privada presenten sus estados financieros para terceros. Estándares de información financiera que sean de alta calidad e imparcial son de vital importancia para responsabilidad corporativa (Casal, 2010).

Claessens y Yurtoglu (2012) indican que la adopción de IAS (International Accounting Standards) reduce las asimetrías y alinea la forma de presentación de información, presenta información segura y homogénea.

El 29 de diciembre de 2009, mediante la resolución general 562/2009, la CNV adoptó como requerimiento general que las compañías de oferta pública deben preparar los estados financieros comparativos utilizando los estándares (normas) internacionales de información financiera (IFRS/NIIF) completos, de la Junta de Estándares Internacionales de Contabilidad (IASB), como única forma para la elaboración de los estados financieros, para los ejercicios que se inicien a partir del 1 de enero de 2012.

El objetivo de la nueva norma es contribuir al desarrollo del mercado de capitales, ya que la información financiera elaborada conforme a dichos estándares internacionales será comparable, confiable, objetiva y relevante a nivel internacional, permitiendo la atracción de capitales, al facilitar una correcta toma de decisiones por parte de los inversores.

La aplicación tiene su fundamento en que CNV considera que tales estándares internacionales constituyen normas de calidad internacionalmente reconocidas cuya adopción es una condición necesaria para favorecer las inversiones que requiere nuestro mercado de capitales. (Casal, 2010). Entre los aspectos más importantes de la adopción de las NIIF, se encuentra el hecho que la CNV impone otra exigencia vinculada con el desarrollo de políticas contables que favorezcan a la transparencia. En este caso, relacionadas con la responsabilidad del Directorio en la aprobación de estados financieros en los que se hayan utilizado valores razonables para la medición primaria de activos y pasivos y mayores exigencias para quienes apliquen el modelo de revaluación.

En lo que a la aplicación de las NIIF respecta, se puede concluir citando la reflexión de Casal (2010, pág. 601): “A medida avanza la globalización financiera, los estándares internacionales de información financiera y de auditoría de manera creciente se están convirtiendo en instrumentos de integración”

## **V. MEDICION DEL GOBIERNO CORPORATIVO**

En este capítulo se presentan los principales aspectos de los índices de medición. En primer lugar clasifican los mismos y se presentan algunos índices académicos, comerciales e institucionales. Posteriormente se realiza una revisión de los trabajos realizados para empresas argentinas que tengan por objetivo analizar y cuantificar tanto el GC a nivel general como algunos de sus componentes.

La evolución del concepto Gobierno Corporativo y la trascendencia que el mismo ha adquirido en los últimos años, ha llevado al desarrollo de índices que permitan evaluar y medir las buenas prácticas de Gobierno Corporativo de las empresas.

CEF (2005) considera que 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 Gobierno Corporativo.

### **1. Clasificación de los índices**

#### **1.1. Fuente de información**

Considerando la forma de recolectar la información se encuentran tres grupos de índices:

- contruidos a partir de encuestas completadas por las propias empresas: según Garay et al. (2006), cuando se utilizan encuestas diligenciadas por las propias empresas para construir un índice de Gobierno Corporativo se presentan dos problemas. Por un lado, la escasa recepción de estas iniciativas, especialmente por parte de las empresas que no poseen buenas prácticas de Gobierno Corporativo. Por otro lado, existe cierta incertidumbre acerca de la veracidad de la información recolectada, ya que las empresas podrían completar las encuestas de acuerdo a su conveniencia.
- contruidos a partir de encuestas completadas con base en información pública de las empresas: con la información contenida en los estatutos, informes anuales, estados financieros, actas de juntas directivas y asambleas de accionistas, documentos de estructura de propiedad, inversiones en valores, códigos de gobierno, entrevistas con los directores y miembros de las juntas directivas, pagina web. Según Langebaek y Ortiz (2007), construir el índice a partir de información pública tiene como ventajas evitar la subjetividad de quien responde un cuestionario, evitar problemas de sesgo de selección, el índice refleja lo que el mercado conoce sobre las empresas y permite aumentar el número de empresas consideradas.

- contruidos a partir de una mezcla de encuestas completadas por las propias empresas e información recolectada por los investigadores.

## 1.2. Ponderación

En función de la ponderación asignada a cada medida: el peso que se asigna a cada medida afecta el resultado final del índice. En este grupo se pueden encontrar dos tipos de índices:

- índices donde todas las medidas tiene igual peso en el resultado final. En esta clase de índices, se asigna uno (1) como calificación cuando, la medida es aplicada y cero (0), en el caso contrario.
- índices que asignan ponderaciones, dependiendo de la importancia considerada para cada medida. Por ejemplo, en el índice de la Corporación Andina de Fomento, las medidas están clasificadas en cuatro niveles de jerarquía (imprescindible, importante, conveniente y deseable). Se asigna el máximo puntaje de acuerdo al nivel de jerarquía (54, 9, 3, 1 respectivamente) cuando la empresa cumple con dicha medida; si la medida no se cumple se califica sin puntos; en el caso de que la medida se encuentre en proceso de cumplimiento se otorga la mitad del puntaje máximo; y si la medida no aplica, o existe alguna incompatibilidad legal, se califica con el puntaje máximo. Según Langebaek y Ortiz (2007), el uso de ponderaciones específicas para los diferentes criterios que conforman el índice es un argumento válido, pero no deja de ser subjetivo, ya que no existe un consenso que indique o asigne niveles de importancia a cada medida. Un índice simple es menos subjetivo que un índice ponderado, a pesar de no evaluar el impacto relativo o importancia de cada medida (Leal y Carvalhal-da-Silva, 2005), además de ser transparente y fácilmente reproducible (Gompers et al., 2003).

## 1.3. Tipo de emisor

En función del emisor, se encuentran tres grandes grupos de índices: comerciales, académicos, institucionales.

### Índices académicos

Entre los índices académicos, se destaca el de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, y Vishny (1998). Ellos analizan las diferencias en el GC en diferentes países y concluyen que el contexto legal y los modelos de GC explican las diferencias. EL índice estudia el nivel de protección de los accionistas minoritarios, dado por el derecho a llamar a asambleas

extraordinarias, al voto por mail, no depósito de acciones antes de las asambleas, a la representación proporcional en el Directorio, a los recursos judiciales, el derecho a suscripción preferente de nuevas emisiones. Estas características se agregan en un índice que representa los derechos de los accionistas minoritarios. La popularidad de este índice ha llevado a que sea utilizado como variable independiente o de control en muchos estudios sobre los derechos de los accionistas.

Gompers, Ishii, y Metrick (2003) desarrollan el índice *G-index* (*Governance index*), basado en las 24 disposiciones del Investor Responsibility Research Centre (IRRC). Agrupan estas disposiciones en derechos de voto, protección del director, adquisiciones hostiles, defensas de adquisiciones, aspectos legales. El índice busca determinar el equilibrio entre los accionistas y los administradores, valuando cada disposición en función del aumento de poder de los ejecutivos (y disminución de los accionistas)

Ricardo Leal - André Carvalhal-da-Silva elaboran un índice para Brasil (y Chile) basándose en el Código de buenas prácticas del Instituto brasileño de GC, el cual está basado en información pública. Se forma con 24 preguntas, referidas a cuatro aspectos: transparencia; funcionamiento y estructura del Directorio; ética y conflictos de interés; y derechos de accionistas. Si la empresa cumple la pregunta, se asigna valor 1. El valor final es una suma simple de criterios.

IGC de Andrés Langebaek - Ortiz (Colombia) construyen un índice que contempla recomendaciones de organismos internacionales. Mide el cumplimiento de 20 criterios, dentro de cuatro áreas: trato equitativo, organización y funcionamiento asambleas, administración y junta directiva, y revelación información. El grado de cumplimiento de las variables toma valor 0 o 1, basándose en información contenida en documentos societarios públicos. El índice total es la suma simple de puntajes de criterios.

IGCCP - Lagos Cortés (Colombia) define 10 subíndices específicos, que se refieren a cuatro aspectos: Asamblea General de Accionistas; Junta Directiva; Revelación de Información Financiera y no financiera; Resolución de Controversias. A cada criterio asigna 1 o 0 y construyen un índice simple. Se basa en medidas de adopción voluntaria y en información dada por los emisores, sobre la encuesta de Superintendencia Financiera de Colombia (SFC)

Corporate Governance index (CGI) de Garay – González: construyen un índice del buen corporativo y desempeño financiero en la Bolsa de Valores de Caracas. Aplican la encuesta de Leal y Carvalhal a las 46 empresas que cotizan en la Bolsa de Caracas, analizando información pública, otorgan puntuación de 0 o 1. Evalúan 17 aspectos agrupados en cuatro categorías: divulgación de información, composición y desempeño del Directorio, ética y conflictos de interés, derechos de los accionistas.

Jiraporn et al (2012) construye el índice Gov-Score, basándose en 61 estándares de gobernanza incluidos dentro de 8 categorías definidas por el Institutional Shareholder Services (ISS). El índice se construye a nivel empresa, determinando el nivel de cumplimiento de cada estándar de gobierno específico utilizando el estándar mínimo proporcionado en la Guía de Usuario y Glosario de la Gobernanza Corporativa: Buenas Prácticas (2003). Luego agrega los resultados por industria.

### **Índices comerciales**

Existen gran cantidad de firmas que evalúan la performance de la empresa en relación con sus prácticas de GC.

Corporate Governance Quotient (CGQ) creado por Institutional Shareholder Services (ISS): utiliza información pública, para evaluar 61 variables agrupadas en 8 categorías: Directorio, auditoria, remuneraciones de Directorio y administradores, educación de los directores, planes de sucesión, propiedad del capital, tomas de control, estatutos y organigramas. Este índice fue sustituido por un nuevo índice, GRId'' (Governance Risk Indicators) basado en 4 categorías: auditoria, estructura del Directorio, compensaciones y derechos de los accionistas. A cada variable se le asigna un nivel de riesgo. El resultado es el nivel de riesgo de la empresa respecto al GC

Governance Metrics International (GMI): desarrolla un modelo evaluando cerca de 600 variables, con la información pública de las empresas. Luego pondera estos valores para obtener un valor total, y construir un ranking de empresas.

The Corporate Library (TCL), evalúa la calidad del GC. Para esto construye un índice basado en cuatro áreas: compensaciones; estructura y reemplazo del Directorio; tomas de

control y preocupaciones contables del Directorio (*board-level accounting concerns*). Luego evalúa a cada empresa en función del grado de riesgo de cada categoría.

Standard and Poor's (S&P) utiliza dos enfoques complementarios para evaluar el GC:

- índice de Transparencia y revelación, analiza 98 aspectos agrupándolos en tres categorías: estructura de propiedad y relación con inversores; transparencia y divulgación de información; estructura y procesos del Directorio y ejecutivos. La evaluación la realizan sobre la información de los informes anuales de las empresas
- Índice Gobierno Corporativo (CGS), se elabora desde 2002 y evalúa cuatro áreas: estructura de propiedad e influencias externas; derechos de accionistas y relaciones entre partes; transparencia, divulgación y auditoria; estructura y efectividad del Directorio. Para la evaluación se basa en información pública y confidencial brindada por la empresa y consideran las leyes, regulaciones y prácticas de cada país.

Deminor construye un índice con más de 300 criterios, agrupados en cuatro categorías: derechos y obligaciones de accionistas; amplitud de las ofertas públicas; divulgación de las prácticas de GC; estructura y funcionamiento del Directorio. Utilizan toda la información pública disponible, no solo la emitida por la propia organización, ni solo referida a aspectos financieros.

Report on Business (ROB), desarrollado por el periódico canadiense The Globe and Mail. El índice establece cuatro categorías: composición del Directorio (incluye además de la independencia de los miembros del Directorio, la independencia y remuneración del comité del auditoria); compensaciones; derechos de los accionistas; divulgación (incluye la calidad y disponibilidad de información sobre GC).

### **Índices institucionales**

A continuación se detallan algunos índices existentes en diferentes bolsas de valores:

Bolsa Alemana (*Deutsche Börse*): adhirió al Código Alemán de Gobierno Corporativo emitido por el Ministerio de Justicia de ese país. La Bolsa Alemana tomó medidas relacionadas a la transparencia, divulgación y demás exigencias establecidas en el código, que deben cumplir las empresas listadas en dicho mercado.

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.

Bolsa de Shangai: desarrolló el SSE Corporate Governance Index (SSE – *Shanghai Stock Exchange*), cuyo objetivo principal es estimular a las empresas adheridas a mejorar sus prácticas de Gobierno Corporativo. Existe un comité (Index Advisory Committee) que evalúa sobre elaboración de cada índice en particular, con el objetivo de asegurar la metodología, transparencia e imparcialidad de los índices. Todos los años este 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.

Bolsa de Tokio (*Tokio Stock Exchange*): en el año 2004 emitió 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.

México, el Comité de Mejores Prácticas Corporativas, que depende del Consejo Coordinador Empresarial de México: emitió el Código de Mejores Prácticas Corporativas en donde se establecen recomendaciones para un mejor Gobierno Corporativo de las sociedades de ese país. EL código tiene como marco referencial 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. El código es de adhesión voluntaria y sus recomendaciones van dirigidas y son aplicables a todas las sociedades, coticen o no sus acciones en el mercado de valores, y cualquiera sea carácter u objetivo: comercial, civil o asistencial.

Perú: la Bolsa de Valores de Lima ha desarrollado el índice denominado “El Índice de Buen Gobierno Corporativo (IBGC)”. El mismo 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>2</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.

Brasil: desarrolló el índice Novo Mercado. El índice discrimina diferentes niveles de normas de gobierno corporativo y las empresas eligen a cuál de ellos adherir. Claessens y Yurtoglu (2012) destaca que este índice es una excepción donde el mercado local ha logrado establecer un índice de GC de adhesión voluntaria, con gran adhesión y resultados positivos para las empresas.

La Bolsa de Valores de Argentina no ha desarrollado aun un índice de Gobierno Corporativo. En el año 2003, el CEF diseñó el primer índice de GC para Argentina: el Índice de transparencia y difusión (ITD), cuyo objetivo fue aportar una medida cuantitativa y objetiva que permitiera realizar un seguimiento de la evolución del Gobierno Corporativo de las empresas en Argentina. El ITD está basado en la información pública (proveniente de diversas fuentes) de cada empresa, lo cual es una ventaja porque no se ve afectado por la tasa de respuesta de los cuestionarios directos a las empresas. El tipo de información relevada va más allá de la información contable (la cual es requisito su difusión obligatoria), con lo cual refleja información voluntaria más que información obligatoria. Entre las limitaciones se encuentra que la información relevada y su ponderación pueden ser discutibles y que el índice no permite conocer las características de GC que la empresa ha decidido no revelar. Por este motivo, el ITD se complementa con dos índices adicionales:

- Índice de Encuesta de GC (EGC): encuestas realizada a las propias empresas con información referida a sus prácticas de GC, ética de los negocios, manejo de riesgos y relación con el mercado

---

<sup>2</sup> Fuente Bolsa de Valores de Lima [www.bvl.com.pe](http://www.bvl.com.pe)

- Índice de Encuesta a Inversores Institucionales (EII): encuestas a inversores y participantes activos en el mercado de capitales acerca del GC de las empresas.

## 2. Críticas y limitaciones

La importancia del GC y sus desarrollos teóricos y conceptuales están aceptados, sin embargo, su medición y relación con el desempeño de la empresa están en discusión. Existen diferentes críticas que pueden ser aplicadas a todos los índices, a grupos o tipos de índices, a índices individuales.

La principal crítica es que los índices son subjetivos, por lo tanto, no existen criterios aceptados. La subjetividad surge de varios aspectos: distintos factores y criterios considerados, asignación diferente de pesos, múltiples fuentes de información, puntuación de maneras disimiles. (Aguilera y Desender, 2012)

Con relación a la subjetividad y las medidas incluidas en un índice, Bhagat et al. (2008), afirma que cuando se construye un índice de Gobierno Corporativo se desconocen dos aspectos importantes: que los componentes de Gobierno Corporativo varían a través de las empresas y que éstos en algunos casos son sustitutos y no complementarios.

Según Langebaek y Ortiz (2007), otro problema relacionado con las medidas contenidas en un índice de Gobierno Corporativo es que este no abarque todos los temas que debiera. Aunque la mayor parte de los índices incluyen temas relacionados con protección de los accionistas, composición y funcionamiento de la junta directiva y asamblea general de accionistas, revelación de información y conflictos de interés, gran parte de los índices son el resultado de una selección previa de los autores en cuanto a las prácticas que se incluyen.

Otra de las principales críticas a los índices es si recogen y reflejan la calidad del GC o solo de la información divulgada.

En la misma línea, se encuentran críticas que se refieren a la relación entre códigos de adopción voluntaria y la medición del índice. Cada empresa, dependiendo de su situación específica, decide que principios del código adoptar y cuáles no. Esta situación no se refleja en los índices de Gobierno Corporativo, ya que miden de igual forma a todas las empresas.

Bhagat, Bolton, y Romano's (2007) en Aguilera (2012), concluyen que no hay una relación evidente entre los índices y mediciones de GC y la performance de la empresa. Con lo cual, no hay una única ni mejor medida de GC, sino que la implementación de buenas prácticas de GC depende de las características del contexto y las particularidades de cada empresa.

Daines et al. (2010), defienden el uso de índices comerciales por sobre los académicos. Entre las razones argumentadas se encuentra el uso de algoritmos cuantitativos que pretenden

describir las relaciones entre prácticas de gobierno y performance. En contrapartida, los índices académicos se reducen a realizar agregaciones basadas en puntuaciones del tipo cumple o no cumple (buenas y malas prácticas). Además, los índices académicos no asignan pesos ni importancias a los diferentes aspectos, ni consideran la sustitución o complementariedad entre atributos.

Los índices comerciales se aplican por industrias, considerando las particularidades de cada una. Los académicos generalmente son medidas absolutas que no recogen las variaciones de los sectores en los que actúa la empresa.

En lo que respecta a la actualización, los índices académicos son estáticos, mientras que los comerciales evolucionan continuamente para recoger las tendencias y cambios del mercado.

Otro aspecto que encuentra a favor de los índices comerciales es el origen de la información: se basan en diversas fuentes de información, tanto pública como privada, lo cual enriquece y profundiza la cantidad de datos. Los índices académicos se limitan a una o pocas fuentes de información, en general públicas.

### **3. Aspectos a medir**

Si bien no existe consenso sobre cuáles son los componentes, características y factores que hacen al buen desempeño y transparencia de la empresa, existe una serie de aspectos o dimensiones relevantes que son las más utilizadas por la literatura para evaluar y explicar la performance de la empresa en cuanto al GC

- Directorio: es uno de los principales mecanismos de control, porque tiene el poder y legitimidad para encausar y controlar el accionar de los gerentes en pos de los intereses de los accionistas. Carver (2010) considera que es un órgano para los accionistas, por lo que su composición y funcionamiento debe centrarse en las necesidades de estos y no del management. La efectividad del directorio como mecanismo de GC ha sido ampliamente estudiada, existiendo algunas características que mejoran esta efectividad (Kock, 2012):
  - ✓ Independencia: implica que los miembros del directorio no poseen intereses económicos ni financieros, ya que no son inversores ni accionistas, y que tampoco tienen participación en el management de la organización. Esta condición de independencia les permite realizar un monitoreo eficaz del CEO y de la alta gerencia. Aguilera y Desender, (2012) resumen las conclusiones de diversos estudios que encuentran evidencia donde la independencia de los directores tiene influencia positiva en la rotación del CEO; en la remuneración de los gerentes y en la prevención de fraudes.

- ✓ Tamaño: Gedajlovic (1998) considera que el menor tamaño permite un mayor control. En contrapartida, Ntim y Soobaroyen (2013) concluyen que directorios de mayor tamaño están asociados a una mayor supervisión lo que puede aumentar su eficiencia.
- ✓ Separación entre directores y managers
- ✓ CEO no sea miembro del director
- Dividendos: Bebczuk (2005) considera que los altos dividendos actúan como mecanismo de control de los accionistas sobre directivos porque reducen el flujo de dinero a disponibilidad de los directivos.
- Incentivos a los gerentes: sugiere que mantener incentivados y remunerados a los gerentes es una buena práctica que contribuye a alinear los objetivos gerenciales con los empresariales en lo que respecta a mejorar el valor de la empresa. Estos incentivos incluyen participación en resultados: remuneración variable, pago con acciones, planes de pensiones. En particular, la participación en acciones incentiva a los gerentes en trabajar con objetivos de largo de plazo de maximizar el valor de la empresa. (Aguilera y Desender, 2012; Kock 2012)
- Sistema legal: la exposición a un sistema legal y un marco regulatorio es un incentivo para cumplir con los contratos, y evitar diferencias que se pudieran convertirse en litigio, tanto individuales como empresariales. Aguilera y Desender (2012) sostienen que las empresas tienen mayor incentivo en invertir y desarrollar buenas prácticas de GC cuando el marco institucional protege los derechos de los inversores. Doidge et al. (2007) en Aguilera, desarrollan un modelo que muestra que las características del país explican mucho más la variación de los índices de GC que las características y acciones de las empresas. En cuanto al accionar de los managers, el hecho que los gerentes puedan ser multados y sancionados legalmente reduce la posibilidad de actividades no beneficiosas para la empresa (Kock, 2012).

Claessens y Yurtoglu (2012) consideran que algunas dimensiones institucionales son importantes para el desarrollo de los mercados financieros y el control que ejercen: la definición legal de la protección de los derechos de propiedad de acreedores y de accionistas, la aplicación de derechos, la falta de corrupción y la revelación de un régimen e índices de transparencia.
- Mercado de control: desde la perspectiva de la agencia, exponer a los managers al mercado es una forma de evitar que realicen acciones en detrimento de los accionistas. Si una empresa tiene mala performance y reputación, el mercado la castigará con una menor valuación, lo que la hará menos atractiva para los inversores, y será más atractiva para

adquisiciones hostiles y tomas de control, lo cual pone en peligro a los managers. Por tanto, se considera que el mercado tiene un carácter disciplinario en empresas con gestión ineficiente que pueden ser objeto de una adquisición hostil. El mercado ejerce control y motiva a los gerentes a maximizar la riqueza de los accionistas. (Kock, 2012) (Briano, 2012)

- Estructura de la propiedad:
  - ✓ Concentración: la identidad de los accionistas y el grado de concentración de los mismos tiene influencia en el control y conflictos de interés. Se asume que la alineación entre la propiedad y el control conduce a una reducción de los conflictos de interés y, por tanto, incrementa el valor de la firma. Briano (2012). Por otra parte, la concentración de la propiedad hace más fácil ejercer el control sobre el management (Gedajlovic, 1998).
  - ✓ El estudio de CEF (2005) concluye que la concentración de la propiedad de las empresas en los países en desarrollo puede considerarse uno de los principales mecanismos de efectivo control de la aplicación de las leyes y normas (enforcement), cuando se consideran los probables conflictos de interés entre los diversos interesados. Por otra parte, la concentración también afecta la actividad del directorio como contralor y la posibilidad de utilizar la compensación a los ejecutivos como instrumentos de disciplina
- Inversores institucionales: su presencia es cada vez mayor y más importante. Empujan a la adopción de códigos y buenas prácticas de GC (Ntim y Soobaroyen, 2013) (Claessens y Yurtoglu, 2012). Entre estos tipos de inversores se encuentran: bancos, empresas de seguros, fondos de inversión, retiro y pensión.
- Existencia de Comités: cuya composición sea de miembros independientes. Entre los diversos comités que se consideran aconsejables se encuentran: Auditoria, Remuneraciones, Nominaciones

#### **4. Análisis de GC en Argentina**

Como se expresó anteriormente, en Argentina no existe un índice institucional sobre GC. Los antecedentes que encontramos son:

##### **4.1. Mediciones del CEF**

- **Índice de transparencia y difusión (ITD):** fue medido en dos oportunidades: la primera durante los meses de Agosto a Noviembre del 2003 y la segunda en los meses de agosto a septiembre del 2004.
- **Índice de Encuesta de GC (EGC):** para complementar el ITD con información no revelada en información pública, el CEF realizó una encuesta de 77 preguntas, a ser

respondidas por las propias empresas que realizan oferta pública de sus acciones. La encuesta buscar relevar las prácticas de GC, ética de los negocios, manejo de riesgos y relación con el mercado. Esta información constituye el complemento necesario para el ITD como parte de la conformación de un IGC. la respuesta a la encuesta es una decisión estrictamente voluntaria de parte de la empresa, pero puede ser considerada un indicador del grado de compromiso con la difusión y transparencia de la información relevante para el mercado.

- **Índice de Encuesta a Inversores Institucionales (EII):** además de las encuestas a empresas, el ITD se complementa con una encuesta a inversores institucionales y participantes activos en el mercado de capitales, con el objetivo de identificar su percepción sobre el GC de las empresas que cotizan en oferta pública

La combinación de las tres medidas constituye una primera estimación del nivel de GC para empresas con oferta pública de Argentina. Las conclusiones más relevantes que ha obtenido el CEF son:

- Cumplimiento formal, escasa información cualitativa, sólo la mínima necesaria requerida. Esto redundante en un nivel de transparencia y difusión insatisfactorio.
- Causas de la adhesión a mejores prácticas: es el GC institucional (regulaciones) el motor de la adhesión a las mismas, y no el GC contractual (iniciativas voluntarias).
- Ausencia de Directorios efectivos e independientes

#### **4.2. Índice de Gobierno Corporativo**

En el año 2005 Bebczuk construyó un índice de GC para empresas cotizantes en la Bolsa de Valores. Se basa en un índice de transparencia y difusión, el cual se construye con información pública; y en un índice de Gobierno que se completa con la información de encuestas a empresas. La tasa de respuesta de estas encuestas ha sido muy baja. Por lo tanto, el índice de transparencia es considerado la medida de GC, dada la alta correlación con el mismo. Al momento de la construcción, la adopción del código era voluntaria, por lo cual la desventaja del mismo es que solo mostraba la información que la empresa quería mostrar públicamente; generalmente la misma se refiere a aspectos contables. El índice tiene 32 aspectos a evaluar, divididos en 3 componentes: directorio, información y participantes/interesados. La evaluación se realiza sobre la base de 1 si cumple, 0 si no cumple.

### **4.3. Estudio IDEA**

En el año 2010, IDEA realizó un análisis de la RG 516/07 de la CNV en 30 compañías. El objetivo del estudio era analizar el cumplimiento real (adhesión proactiva) vs el formal (adhesión reactiva). Las conclusiones obtenidas fueron las siguientes:

- Grandes compañías argentinas y Concesiones de servicios públicos: Adhesión oscilante a la reglamentación formal
- Subsidiarias de grupos internacionales y Pequeñas compañías: Media adhesión a la reglamentación formal
- Compañías SEC: Sujetas a regulaciones más estrictas por ser SEC y Alta adhesión a la reglamentación formal

Según el estudio, estos resultados son consecuencia de:

- Cultura Argentina de cumplir con la formalidad (las recomendaciones aplicadas son obligatorias por alguna norma),
- Inexistencia en Argentina de un sistema formal o informal de premios y castigos (responsabilidad de directores, acceso a mercado de capitales). Las compañías que más adhieren son aquellas que cotizan en mercados del exterior, más desarrollados en este aspecto.
- Percepción que el gobierno de las organizaciones no es útil para todo tipo y magnitud de organizaciones.

### **4.4. Análisis de Pymes**

El estudio de Santolíquido (2014) y Briozzo et al (2017) tiene por objetivo describir las características principales de las Pymes cotizantes en el Mercado de Valores argentino durante el período 2014-2015. Sobre una muestra de 33 empresas pymes, analiza los aspectos de gobierno corporativo y género en pequeñas y medianas empresas:

- concentración de la propiedad
- composición del Directorio (cantidad de directores, género, número de directores independientes, número de directores externos, comités, relación con la alta gerencia)
- independencia del auditor externo, rotación

### **4.5. Análisis sobre la creación de valor**

Vigier et al (2016) realizan un análisis descriptivo-correlacional preliminar cuyo objetivo es evaluar ciertas características del gobierno corporativo y determinar la relación de las mismas en la

creación de valor, medida a través del ratio valor de mercado/valor de libros y el rendimiento promedio diario. Se analiza una muestra de 40 empresas de capital abierto del Mercado de Valores de Buenos Aires. El estudio describe las características del GC de 40 empresas de capital abierto del Mercado de Valores de Buenos Aires para el año 2015, observándose semejanzas y diferencias con respecto a otros mercados latinoamericanos:

- tamaño promedio del directorio es similar al de otros países de la región, con una mayor participación de mujeres en este rol.
- presencia de la dualidad del CEO y el número de reuniones del directorio presentan valores similares a países vecinos, con una mayor proporción de directores independientes.
- funcionamiento de comités no obligatorios del directorio, en la Argentina se observa un mayor descuido en el área de administración de riesgos. Por otro lado, existe en este país un mayor énfasis en contar con un código de ética.

## **VI. METODOLOGIA**

En este capítulo se presentan los aspectos metodológicos del trabajo. En primer lugar, se describen los objetivos del trabajo, seguido por las preguntas y justificación de la investigación. Posteriormente se presentan el diseño y alcance de la investigación, y las hipótesis de trabajo. Se finaliza con la presentación de las fuentes de datos empleadas, y el detalle de las herramientas de análisis.

### **1. Objetivos**

El objetivo general de este trabajo es analizar el (CGS) de las empresas participantes del Mercado de Valores de Buenos Aires y elaborar un índice cuantitativo del cumplimiento del mismo.

Como objetivos secundarios se proponen:

- Estudiar la disponibilidad de la información referida al CGS en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores.
- Analizar el cumplimiento de los distintos principios que componen el CGS y determinar cuáles son los aspectos de mayor y menor adhesión, desde dos perspectivas: la autoevaluación de la empresa, y la visión de un analista externo.
- Comparar el grado de cumplimiento del CGS entre las empresas de mayor y menor tamaño, medido en función de su capitalización bursátil.

### **2. Preguntas de investigación**

Teniendo en cuenta que el CGS es completado por la misma empresa, que realiza una autoevaluación de su propio nivel de cumplimiento en tres categorías (total, parcial o no cumple):

- ¿Presenta el CGS información comparable entre las distintas empresas?
- ¿El nivel de cumplimiento auto-asignado se encuentra debidamente justificado, según los requerimientos de las Res. CNV 606/12?
- ¿Cuáles son los principios del CGS que presentan mayor y menor cumplimiento en función de su autoevaluación?
- ¿Existen diferencias relevantes en la información brindada que se expliquen en el tamaño de la organización?

Dada la explicación que cada empresa provee del grado de cumplimiento de los principios del CGS:

- ¿La opinión de un analista externo sobre esta justificación, coincide con la auto-clasificación de la empresa en cumple total o parcialmente, o no cumple?
- ¿Cuáles son los principios del CGS que presentan mayor y menor dispersión en cuanto a su nivel de cumplimiento, comparando la autoevaluación con la opinión de un analista externo?
- ¿Puede cuantificarse el nivel de cumplimiento del CGS?
- ¿Existe relación entre el tamaño de la empresa y el nivel de cumplimiento de su CGS?

### **3. Justificación de la investigación**

La investigación desarrollada en esta tesis representa el primer estudio realizado sobre el cumplimiento de la Res. CNV 606/12, y se suma a los escasos estudios sobre gobierno corporativo en la Argentina.

Los resultados de la investigación generan implicancias prácticas sobre la utilidad de esta normativa para la toma de decisiones de los inversores. La relevancia social de la investigación está dada por la importancia del adecuado desarrollo del gobierno corporativo de las empresas para facilitar su acceso a las distintas fuentes externas de financiamiento, así como por la protección de los intereses de los diferentes stakeholders.

### **4. Diseño y alcance de la investigación**

El enfoque de investigación empleado es mixto de alcance descriptivo, utilizando herramientas cualitativas para el análisis del contenido de los CGS presentados por las emisoras y un posterior análisis cuantitativo de los resultados.

La investigación descriptiva “busca especificar propiedades, características y rasgos importantes de cualquier fenómeno que se analice. Describe tendencias de un grupo o población” (Hernández Sampieri et al, 2010, pág. 80). Como en este trabajo se caracteriza el cumplimiento de los distintos principios del GGS, es en parte de alcance descriptivo.

El diseño de la investigación es no experimental, ya que “sólo se observan los fenómenos en su ambiente natural para después analizarlos” (Hernández Sampieri et al, 2010, pág. 149). En cuanto al alcance temporal, el análisis se ha realizado a los CGS presentados en dos momentos de tiempos: ejercicios finalizados en 2014/2015 y ejercicios 2016. Al no presentarse diferencias en las respuestas de las empresas, se construye un único índice, de corte transversal para los resultados del período 2014/2015.

En el capítulo 6 Análisis longitudinal se presentan las conclusiones del análisis comparativo.

## **5. Hipótesis del trabajo**

Con respecto a la parte descriptiva de este trabajo, se formulan las siguientes hipótesis.

*H1: El nivel de cumplimiento auto-asignado por las empresas de los distintos principios del CGS no se encuentra justificado según requiere la Res. CNV 606/12.*

*H2: La autoevaluación de la empresa difiere de los resultados de una evaluación de un analista externo*

Dado que no existen estudios previos que sirvan de guía, no se formulan hipótesis a priori sobre cuáles son los principios del CGS con mayor y menor nivel de cumplimiento en función de su autoevaluación, y en función de su nivel de dispersión para un analista externo.

## **6. Fuentes de datos**

En este trabajo se analizan fuentes de datos secundarias, en particular el CGS presentado por las empresas en el periodo 2014/2015 y 2016 sobre el cumplimiento del Informe referente a los ejercicios con cierre en los 2013/2014 y 2015 respectivamente. La información se encuentra disponible en forma libre y gratuita en el sitio web de la CNV. La capitalización bursátil de las empresas se obtiene del sitio web Bolsar a la fecha junio 2014 y junio 2016.

La población bajo estudio son las empresas de capital abierto participantes del Mercado de Valores de Buenos de Aires, listadas en el panel general. De un total de 97 compañías listadas, la muestra de empresas seleccionada en este estudio consiste en las diez compañías de mayor y menor capitalización bursátil del en la fecha indicada, excluyendo: a) aquellas que se encuentren listadas en mercados internacionales y las reguladas por el BCRA (por estar sujetas a normativas diferenciales de gobierno corporativo), y b) aquellas que integran el panel PYME, aun cuando por su capitalización pudieran estar incluidas como empresas a analizar (por no estar obligadas a presentar el CGS). Este procedimiento de exclusión obedece a evaluar compañías que presenten información bajo el mismo régimen, eliminando así a las emisoras que presentan variaciones no por su comportamiento, política o decisión, sino por encontrarse alcanzadas por un marco regulatorio diferente respecto al GC. De esta forma, se eliminan las variaciones institucionales y se analizan únicamente organizaciones comparables entre sí en cuanto a la legislación y forma de presentación de la información.

En el Apéndice II se muestran las empresas excluidas y su motivo de exclusión.

La selección de la muestra basada en las empresas de menor y mayor tamaño fue realizada según el criterio de casos extremos, dado que uno de los objetivos del trabajo se centra en estudiar la aplicación del código de gobierno societario en relación al tamaño de la empresa. El tamaño de muestra de diez casos de cada extremo se determinó por el criterio de saturación teórica, al observar que la incorporación de nuevas empresas no aportaba información adicional.

La muestra de empresas grandes queda constituida como se observa en la Tabla 3:

**Tabla 3: Composición y características de la muestra de empresas de mayor tamaño**

| <b>Orden</b> | <b>Empresa</b>                                 | <b>Capitalización<br/>Bursátil (\$)</b> | <b>Sector</b> |
|--------------|--|---|---------------|
| 13           | Siderar S.A.                                   | 17.571.495.749                          | Industria     |
| 16           | Aluar Aluminio Argentino S.A.                  | 11.000.000.000                          | Industria     |
| 19           | Molinos Rio De La Plata S.A.                   | 7.663.725.293                           | Industria     |
| 23           | Importadora y Exportadora de la Patagonia S.A. | 6.000.000.000                           | Comercio      |
| 25           | Consultatio S.A.                               | 5.246.806.131                           | Construcción  |
| 29           | Ledesma S.A.                                   | 2.948.000.000                           | Industria     |
| 30           | Gas Natural Ban S.A.                           | 2.929.859.694                           | Servicios     |
| 31           | Central Puerto S.A.                            | 2.885.295.013                           | Servicios     |
| 32           | Metrogas S.A.                                  | 2.219.766.900                           | Servicios     |
| 33           | Endesa Costanera S. A.                         | 2.000.666.877                           | Servicios     |

Fuente: Elaboración propia

Nota: La columna orden indica la posición de la empresa en un ranking descendente en función de la capitalización bursátil.

Puede observarse que, de las 20 mayores empresas, solo se incluyen en la muestra tres: Siderar SA (13), Aluar Aluminio Argentino SA (16) y Molinos Rio de la Plata SA (19).

En la muestra se incluyen compañías hasta la posición 33 en cuanto a su capitalización bursátil. Respecto a la capitalización 2016, no se presentan variaciones significativas en la muestra: de las 12 empresas, sólo Endesa Costanera SA no se incluiría en la muestra. La empresa que ha crecido en capitalización, reemplazándola es Mirgor SA.

En el Apéndice III se incluye una caracterización de las empresas grandes.

Respecto a las pequeñas empresas, la muestra inicial de 10 debiera estar representada por las 10 de menor capitalización bursátil. Dado que algunas empresas no presentaron Informe de cumplimiento del CGS por diversos motivos, y otras no se encuentran obligadas por ser pymes que cotizan en el panel general, debieron analizarse 22 empresas, para conformar la muestra de 10. Las empresas excluidas y su motivo de exclusión de muestran en el Anexo I

La muestra de empresas pequeñas queda constituida como se muestra en la Tabla 4.

**Tabla 4: Composición y características de la muestra de empresas de menor tamaño**

| <b>Orden</b> | <b>Empresa</b>   | <b>Capitalización<br/>bursátil (\$)</b> | <b>Sector</b> |
|--------------|--|---|---------------|
| 96           | Metrovías S.A.   | 137.000                                 | Servicios     |
| 94           | Compañía Industrial Cervecera S.A.                         | 838.730                                 | Industria     |
| 86           | Pertrak S. A.  | 18.910.507                              | Industria     |
| 85           | Garcia Reguera S.A.  | 19.250.000                              | Comercio      |
| 82           | Polledo S.A.   | 41.891.148                              | Construcción  |
| 80           | Garovaglio y Zorraquin S. A.                               | 74.005.000                              | Comercio      |
| 78           | Empresa Distribuidora Eléctrica<br>Regional S.A. – Emdersa | 90.244.370.                             | Servicios     |
| 77           | Agrometal S.A.   | 108.000.000                             | Industria     |
| 76           | Petrolera Del Conosur S.A.                                 | 110.405.848                             | Industria     |
| 75           | Fiplasto S.A.  | 110.740.000                             | Industria     |

Fuente: Elaboración propia

Puede observarse que de las 20 menores empresas, cuatro se excluyen de la muestra por diferentes motivos (condición de Pyme, se retiraron de oferta pública u otros). De las restantes, sólo ocho presentaron informe conforme a la legislación vigente.

En la muestra se incluyen compañías hasta la posición 75 en cuanto a su capitalización bursátil.

Respecto a la capitalización 2016, no se presentan variaciones significativas en la muestra.

En el Apéndice III se incluye una caracterización de las pequeñas y grandes empresas.

La muestra queda representada entonces por empresas de capitales nacionales, que cotizan únicamente en el país, como se muestra en la Tabla 5.

**Tabla 5. Listado de empresas incluidas en la muestra**

| <b>Empresas de mayor tamaño</b>                   | <b>Empresas de menor tamaño</b>                               |
|---|---|
| SIDERAR S.A.                                      | METROVIAS S.A.  |
| ALUAR ALUMINIO ARGENTINO S.A.                     | COMPAÑIA INDUSTRIAL<br>CERVECERA S.A.                         |
| MOLINOS RIO DE LA PLATA S.A.                      | PERTRAK S. A.   |
| IMPORTADORA Y EXPORTADORA<br>DE LA PATAGONIA S.A. | GARCIA REGUERA S.A.   |
| CONSULTATIO S.A.                                  | POLLEDO S.A.  |
| LEDESMA S.A.                                      | GAROVAGLIO Y ZORRAQUIN S. A.                                  |
| GAS NATURAL BAN S.A.                              | EMPRESA DISTRIBUIDORA<br>ELECTRICA REGIONAL S.A. –<br>EMDERSA |
| CENTRAL PUERTO S.A.                               | AGROMETAL S.A.  |
| METROGAS S.A.                                     | PETROLERA DEL CONOSUR S.A.                                    |
| ENDESA COSTANERA S. A.                            | FIPLASTO S.A.   |

Fuente: Elaboración propia

## 7. Herramientas de análisis

El análisis de los datos se realiza en diversas etapas: una primera etapa de análisis cualitativo de datos y luego una etapa cuantitativa de síntesis de resultados que permite arribar a un índice cuantitativo que resume el nivel del cumplimiento de CGS.

En primer lugar, se lleva a cabo un análisis de contenido del CGS de cada empresa estudiada en función del grado de cumplimiento declarado por la misma. Se asigna un valor de 0 si la empresa declara no cumplir la recomendación; un valor de 0,5 si declara cumplimiento parcial y un valor de 1 si declara cumplimiento total. Para cada uno de los nueve principios que integran el CGS se determina el cumplimiento relativo en función del siguiente ratio:

$$\text{Cumplimiento relativo del principio}_i = \sum \frac{\text{Cumplimiento recomendaciones del principio}_i}{\text{Número de recomendaciones del principio}_i}$$

### Ecuación 1

Por ejemplo, el principio I (Transparentar la relación entre la emisora, el grupo económico que encabeza y/o integra y sus partes relacionadas) está integrado por las siguientes recomendaciones:

Recomendación I.1: Garantizar la divulgación por parte del Órgano de Administración de políticas aplicables a la relación de la Emisora con el grupo económico que encabeza y/o integra y con sus partes relacionadas.

Recomendación I.2: Asegurar la existencia de mecanismos preventivos de conflictos de interés.

Recomendación I.3: Prevenir el uso indebido de información privilegiada.

Si una empresa declara cumplimiento total en la recomendación I.1 (1 punto), parcial en la recomendación I.2 (0,5 puntos) y no cumplir la recomendación I.3 (0 puntos), el ratio de cumplimiento relativo sería:

$$\text{Cumplimiento relativo del principio I} = \frac{1+0,5+0}{3} = 50\%$$

Una empresa obtiene un puntaje de cumplimiento relativo del principio I de 100% si declara cumplimiento total en las tres recomendaciones, siendo el ratio de cumplimiento relativo de  $3/3 = 100\%$ .

Con esta información declarada se realiza un ordenamiento de los principios en función de su nivel de cumplimiento relativo, a fines de determinar los principios de mayor y menor cumplimiento declarado, desagregado por tamaño y comparando ambos grupos. (Ver Capítulo VII, punto 2: Autoevaluación del informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario).

Posteriormente se realiza un nuevo análisis de contenido del CGS, a fines de estudiar la consistencia entre la autoevaluación propuesta y la justificación brindada, desde el punto de vista de un analista externo. Para este análisis de contenido se utiliza la Revisión de textos, comparando los requerimientos especificados en los principios de CGS con las respuestas de las empresas.

El grado de cumplimiento se determina con base al análisis de contenido del CGS, considerando: i) si la respuesta dada por la empresa es completa y se ajusta a las recomendaciones, ii) si se detallan los procesos, políticas, acciones tal como la recomendación lo solicita, y iii) en los casos que aplica, la contrastación entre las respuestas y la información pública disponible, externa al CGS. Por ejemplo, al analizar la independencia del directorio, la rotación de los auditores, la cantidad de comités, la existencia de página web; se tiene en cuenta no sólo la respuesta de la emisora en su CGS sino también la información pública disponible sobre la misma y se valida la respuesta dada con la evidencia externa.

En forma similar a la etapa anterior, se asigna a las recomendaciones de cada principio un valor de 0 si la empresa no cumple con la normativa, 0,5 si el cumplimiento es parcial y 1 si es total. Para cada principio se calcula su nivel de cumplimiento relativo aplicando la Ecuación 1.

Esta nueva clasificación es comparada con la obtenida por autoevaluación, a fines de determinar los principios con mayor dispersión entre lo declarado por la empresa y la opinión de un analista externo. La dispersión se mide en términos de diferencia absoluta entre ambas calificaciones. Primeramente se muestra el análisis detallado de una empresa para mostrar las diferencias encontradas con el análisis propio. Se seleccionó la empresa Ledesma porque es la que menos coincidencias presentaba en la puntuación por criterios: solo en un criterio la autoevaluación coincidió con la evaluación del analista externo. (Ver Capítulo VII, punto 1: Análisis del informe sobre el grado de cumplimiento del CGS de LEDESMA SA)

El análisis de cada criterio y recomendación se realiza para ambas muestras de empresas, comparando los grados de cumplimiento suministrados por la emisora con el grado de cumplimiento resultado de la información y conclusiones propias. (Ver Capítulo VII, punto 3: Análisis del informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario)

Se obtiene también un ordenamiento de cumplimiento de criterios, en este caso en base a la información propia. (Ver Capítulo VII, punto 4: Análisis de cumplimiento por principios)

La siguiente etapa consiste en la elaboración de un índice cuantitativo que resuma el nivel del cumplimiento del CGS para cada empresa. Se elabora un índice lineal, donde los nueve principios tienen el mismo peso. Se elige la metodología lineal para construir el índice por interpretar la motivación de la Res. CNV 606/12, de establecer nueve principios con distintas recomendaciones, como el interés del órgano de contralor de brindar igual importancia a cada principio de gobierno corporativo. La construcción del índice según se detalla en la Ecuación 2:

$$\text{Índice de cumplimiento del CGS} = \frac{\sum_{i=1}^9 \text{Cumplimiento relativo del principio } i}{9}$$

### **Ecuación 2**

De esta forma, si una empresa posee un nivel de cumplimiento relativo de 50% en los principios I a V, de 100% en los principios VI a VII y de 0% en el principio IX, su índice de cumplimiento del CGS será:

$$\text{Índice de cumplimiento del CGS} = \frac{0,5 + 0,5 + 0,5 + 0,5 + 0,5 + 1 + 1 + 1 + 0}{9} = 61,1\%$$

Este cálculo se realiza considerando el cumplimiento relativo de cada principio tanto en función de la autoevaluación de cada empresa como del análisis de un analista externo. (Ver Capítulo VII, punto 5: Grado de cumplimiento general del Código de Gobierno Societario)

## VII. ANALISIS DEL CGS Y RESULTADOS

En este capítulo se realiza un análisis pormenorizado de los informes de CGS presentados por las empresas.

La Resolución 606/12 en su artículo 2 establece la obligatoriedad de presentar en forma anual, como anexo a la Memoria, un informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario. En el informe, cada emisora de:

- “(i) informar si cumple totalmente los principios y recomendaciones integrantes del Código de Gobierno Societario y de qué modo lo hace, o*
- (ii) explicar las razones por las cuales cumple parcialmente o no cumple tales principios y recomendaciones e indicar si la Emisora contempla incorporar aquello que no adopta en un futuro.*

Es decir, que la resolución establece explícitamente que la empresa debe *Informar cómo cumple* con los principios y recomendaciones del Código, y en caso de no cumplir, explicar *por qué motivos no lo hace*.

Para el análisis del Informe de cumplimiento del CGS, en primer lugar, se procede al análisis de una empresa en particular, a modo de ejemplo de cómo se realizó el análisis de cada empresa – informe- principio. Se seleccionó la empresa Ledesma SA, dado que es una empresa que en la evaluación tiene un nivel de cumplimiento medio y a su vez, es una emisora crítica en sus respuestas, con alto nivel de explicación de cada una de ellas. Esto permite una evaluación más detallada de parte de quien analiza el informe.

Luego procedió a analizar los informes de las empresas seleccionadas, separadas como se indicó en Pequeñas y Grandes.

Se realizó el análisis por principio, considerando las dos muestras con sus características particulares.

En primera instancia, se analizó la autoevaluación y el grado de cumplimiento auto- asignado, obteniendo una clasificación de cumplimientos de criterios.

Posteriormente, se analizó la información brindada para Cumplir o Explicar, asignando en función de ella cumplimiento total el valor de 1, con cumplimiento parcial 0,5 y sin cumplimiento 0.

Para cada grupo se obtiene el grado de cumplimiento de cada recomendación. Este cumplimiento es comparado con los resultados de la autoevaluación, para determinar

dispersiones y diferencias significativas. El detalle cuantitativo del análisis realizado por el analista externo para el CGS de cada empresa se presenta en el Apéndice V.

## **1. Análisis del informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario para la empresa Ledesma S.A.**

A modo de ejemplo del análisis realizado, se exponen en esta sección las conclusiones principales del CGS de la empresa Ledesma SA (Tabla 6). En el Apéndice IV se muestra el análisis completo.

Una primera observación es que el análisis propio arroja diferencias en la mayoría de los principios, siendo más exigente y crítico que el de la propia empresa.

Las principales diferencias se observan en:

- Principio 3, referido a la gestión del riesgo empresarial;
- Principio 5, relativo a los derechos de los accionistas;
- Principio 9, referido al Gobierno societario.

En el principio I (transparencia y partes relacionadas) existe congruencia en la evaluación: la empresa asume no contar con una política interna para operaciones con partes relacionadas y solo disponer de un código de ética, por lo que no cumple totalmente con el principio.

En cuanto al principio II, referente a la administración de la emisora, existen diferencias en las evaluaciones, debidas principalmente a que la empresa no cuenta con varias políticas recomendadas, como son de GC, de riesgos, de capacitación; sino que solo sigue acciones o recomendaciones.

El principio III, referido a la administración de riesgos presenta diferencias significativas, ya que la empresa no posee comité ni una gestión integral de riesgos.

El principio IV sobre integridad de información y auditorias, presenta diferencias en el puntaje asignado, pero la empresa reconoce en su explicación el no cumplimiento.

Los derechos de accionistas evaluados en el Principio V presentan grandes diferencias en el análisis: no se promueve la participación ni salvaguarda de los accionistas minoritarios.

El principio VI analiza el vínculo con la comunidad y el VII la ética empresarial: la evaluación es similar.

El principio VII se refiere a la remuneración. En este principio también existe congruencia: el incumplimiento es total.

El principio IX sobre el código presenta diferencias significativas: la evaluación realizada por el analista externo da por no cumplida la recomendación.

Como consecuencia, el grado de cumplimiento total presenta también diferencias, siendo para la empresa un 50% mayor al análisis propio.

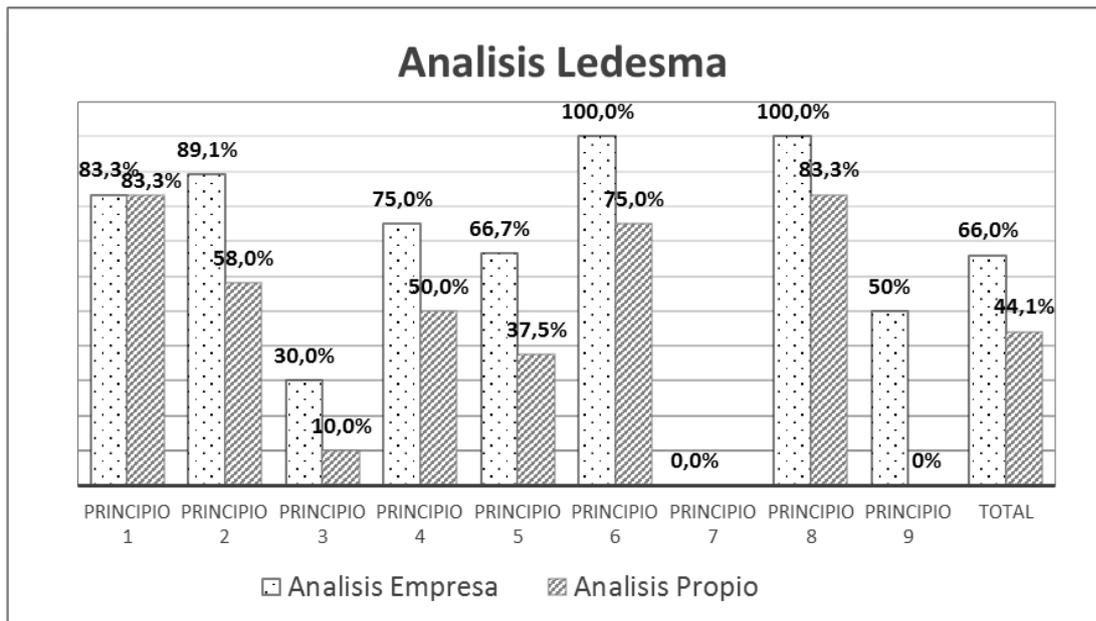
Tabla 6: Análisis del cumplimiento del CGS para Ledesma SA

| PRINCIPIO                 | CUMPLIMIENTO           |                         |
|---------------------------|------------------------|-------------------------|
|                           | Autoevaluación Empresa | Evaluación Analista Ext |
| Principio I               | 83.33%                 | 83.33%                  |
| Principio II              | 89.1%                  | 58.0%                   |
| Principio III             | 30%                    | 10%                     |
| Principio IV              | 75%                    | 50%                     |
| Principio V               | 66.6%                  | 37.50%                  |
| Principio VI              | 100%                   | 75%                     |
| Principio VII             | 0%                     | 0%                      |
| Principio VIII            | 100%                   | 83%                     |
| Principio IX              | 50%                    | 0%                      |
| <b>CUMPLIMIENTO TOTAL</b> | <b>66%</b>             | <b>44.1%</b>            |

Fuente: Elaboración propia

El resumen de cumplimiento de cada principio se visualiza en el Gráfico 3.

Gráfico 3: Cumplimiento por principio del CGS de Ledesma SA



Fuente: Elaboración propia

Las principales conclusiones del análisis son:

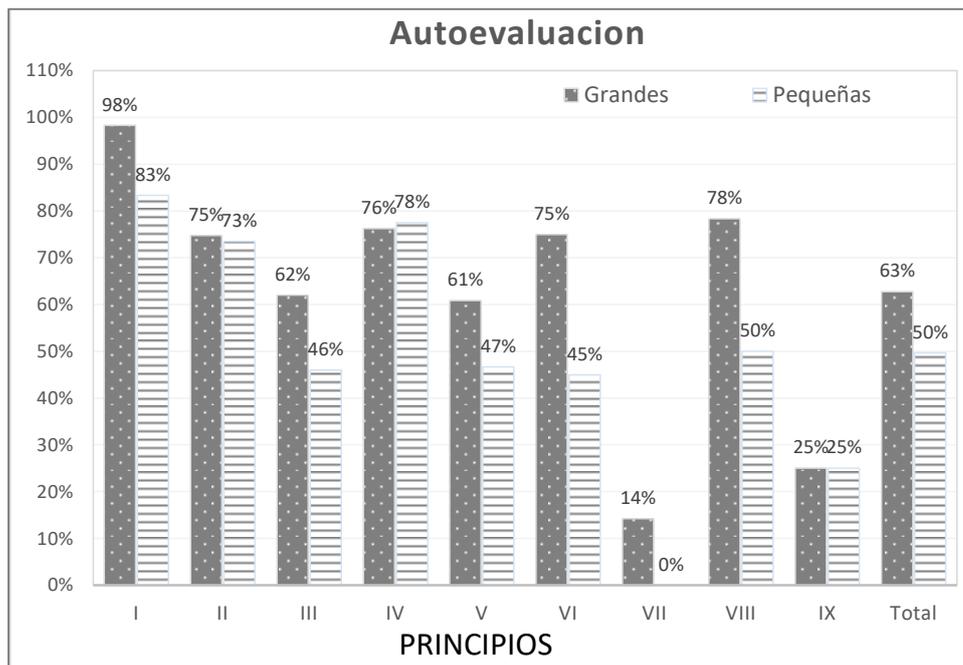
- El análisis realizado por la propia empresa es crítico y exigente, revelando puntos de incumplimiento tanto parcial como total, y explicando los motivos.
- La empresa cumple con el objetivo del Código de analizar y evaluar los principios.
- La empresa cumple con el criterio de Cumplir o explicar, ya que en los casos que no cumple explica y justifica los motivos.
- El análisis propio es más exigente y crítico que la autoevaluación de la propia empresa.
- Existen oportunidades de mejora en las recomendaciones de cumplimiento parcial, para lograr un mayor cumplimiento del código.

## 2. Autoevaluación del informe sobre el grado de cumplimiento del Código de Gobierno Societario

Como puede observarse en el Gráfico 4, la autoevaluación no presenta grandes diferencias entre empresas grandes y pequeñas en el grado de cumplimiento de principios. En ambos grupos, el principio de mayor cumplimiento es el principio I y el de menor es el VII. Los principios VI y VIII son los que presentan diferencias en el grado de cumplimiento.

El grado de cumplimiento auto-asignado es mayor en empresas de mayor tamaño. Solo en el caso de integridad de información y auditorías (Principio IV), la autoevaluación de las empresas grandes es menor que la de empresas pequeñas.

Gráfico 4: Comparación de la autoevaluación del cumplimiento del CGS según tamaño de la empresa



Fuente: Elaboración propia

En las empresas grandes el 55% de los principios son autoevaluados con un grado de cumplimiento mayor al 70%. Sólo dos principios (22,22%) presentan una autoevaluación inferior al 30%.

En las empresas pequeñas sólo superan el 70% de cumplimiento en la autoevaluación de 3 principios (33,33%). En contrapartida, se observa que el 66,66% de los principios son autoevaluados con un grado de cumplimiento inferior al 50%. Sólo dos principios (22,22%) presentan una autoevaluación inferior al 30%

Tanto el grado de cumplimiento por grupo como los ordenamientos en función del cumplimiento son diferentes entre ambas muestras.

### **3. Análisis de los principios y recomendaciones del Código de Gobierno Societario para la muestra seleccionada**

**PRINCIPIO I:** TRANSPARENTAR LA RELACION ENTRE LA EMISORA, EL GRUPO ECONÓMICO QUE ENCABEZA Y/O INTEGRA Y SUS PARTES RELACIONADAS

*Recomendación I.1:* Garantizar la divulgación por parte del Órgano de Administración de políticas aplicables a la relación de la Emisora con el grupo económico que encabeza y/o integra y con sus partes relacionadas.

#### **Empresas Grandes**

De la evaluación realizada por el analista externo, surge que la mayoría de las empresas grandes cuentan con políticas o normas relativas a las operaciones entre partes relacionadas, entendidas aquellas como las operaciones que superen el 1% del patrimonio de la sociedad, tal como las normas de la CNV las definen. El porcentaje de cumplimiento del principio es del 65%, resultado de 3 empresas que cumplen completamente el principio y las restantes solo parcialmente.

Todas las emisoras hacen mención al cumplimiento de las regulaciones de la CNV en cuanto a la información de hechos relevantes y a la aprobación de los mismos por parte del Comité de Auditoría. Cabe mencionar que el artículo 73 de la ley 17.811 (según texto Dec. 677/01) establece las operaciones con partes relacionadas por montos relevantes deben contar con un dictamen previo del Comité de Auditoría. Luego enumeran las acciones, procedimientos y normas propias, entre lo que encontramos tres grupos:

- Aquellas empresas que a la normativa vigente le agregan la necesidad de aprobación de los hechos relevantes y operaciones con partes relacionadas por parte del Directorio (además del Comité de Auditoría), como es el caso de Aluar, Gas Natural Ban, Central Puerto e Importadora de la Patagonia, Endesa Costanera
- Empresas que poseen un Código de Ética, Conducta y políticas propias de divulgación de información, como Molinos, Consultatio, Ledesma, Metrogas. Estas compañías no detallan las políticas, solo las enuncian.
- Casos más específicos que cuentan con un “Procedimiento interno de Transacciones entre partes relacionadas”, como es el caso de Siderar.

### **Empresas Pequeñas**

En cuanto a las empresas de menor tamaño, presentan el mismo grado de cumplimiento. El cumplimiento parcial se da en las empresas que cumplen con la exigencia legal en cuanto al dictamen del Comité de auditoría y a la publicación de hechos relevantes, además de exponer en sus estados contables los mismos.

Tres empresas poseen normas o procedimientos específicos:

- Fiplasto indica que existe un procedimiento interno para divulgar las operaciones
- García Reguera no se otorga préstamos a directores, accionistas, consejeros o gerentes de primera línea.
- Metrovías explica que el Estatuto Social contiene normas con requisitos para las contrataciones con partes relacionadas

***Recomendación I.2:*** *Asegurar la existencia de mecanismos preventivos de conflictos de interés.*

*La emisora debe responder si tiene, sin perjuicio de la normativa vigente, claras políticas y procedimientos específicos de resolución de conflictos de interés*

### **Empresas Grandes**

Las grandes empresas analizadas tienen un cumplimiento promedio del 85% en la recomendación. Todas manifestaron tener algún mecanismo frente a los conflictos de interés.

Solo dos logran el cumplimiento parcial, debido a que no explican ni detallan los procesos, sino que dicen que están soportados en otros procedimientos o en las exigencias legales.

Un caso particular es Metrogas, que ante el cumplimiento de un principio, no explica tal como la recomendación solicita debido a que las recomendaciones de cumplimiento total están "soportadas en políticas, procedimientos, prácticas, canales formales de información, entre otros esquemas generales de trabajo de la Compañía".

El resto de las empresas tienen mecanismos propios. Ledesma, Endesa, Consultatio, Aluar, Siderar y Molinos contemplan la prevención y resolución de conflictos de interés dentro de sus Códigos de Ética o Conducta. En el caso de Siderar, además cuentan con una guía tanto para directores como para empleados y definen también la Política de transparencia para con terceros. Aluar y Consultatio tienen además procedimientos con conductas a seguir para evitar conflictos.

Gas Natural BAN, posee un CGS que estipula los mecanismos adoptados, estableciendo limitaciones para directores y procedimientos a adoptar en casos de conflictos.

### **Empresas Pequeñas**

La muestra de pequeñas empresas arrojó un grado de cumplimiento del 45%. El mismo es resultado de empresas con cumplimiento total, parcial e incumplimiento.

Entre las empresas de cumplimiento total, se encuentran Fiplasto, Endesa y García Reguera, las cuales manifestaron tener además de los procedimientos legales: procedimientos preventivos y de intervención en caso de conflicto, Código de conducta empresarial y conflicto de intereses, manual de operaciones que establece los procedimientos a seguir en caso de conflicto

Las empresas de cumplimiento parcial, dos de ellas manifiestan que es facultad y función del comité de auditoría intervenir en caso de conflictos sin dar mayor detalle. La restante, no tiene código de ética ni comportamiento, pero sí procedimientos internos de divulgación de valores que pueden servir de marco para determinar conflictos de interés.

De las cuatro empresas que no cumplen el principio, sólo una empresa afirma poseer, pero no da explicación alguna. Las tres restantes indican que no poseen política o procedimientos y que no consideran necesaria su inclusión. Tampoco manifiestan analizarla en el futuro. La justificación aducida por una de ellas es cumplir con la ley de Sociedades comerciales.

***Recomendación I.3: Prevenir el uso indebido de información privilegiada.***

*La emisora debe responder si cuenta con políticas y mecanismos que previenen el uso indebido de información privilegiada. Hacer una descripción de los aspectos relevantes de las mismas.*

**Empresas Grandes**

El grado de cumplimiento del principio es del 85%. Sólo una empresa no indica nada sobre el tema, ni enuncia política ni procedimientos que soporten la necesidad de reserva sobre el conocimiento de información privilegiada.

Metrogas, al igual que en las recomendaciones anteriores, manifiesta poseer política, pero no explica porque está soportada en políticas, procedimientos, prácticas, canales formales de información.

El código de ética, conducta o principios contempla el uso de información no pública en Aluar, Gas Natural y Endesa

Importadora manifiesta que tiene una política de uso de información privilegiada que aplica a empleados, directores, gerentes y síndicos. Consultatio, además de código de ética, posee una política de divulgación de hechos relevantes.

Molinos indica que posee una política específica, denominada Política de Utilización de la Información Privilegiada y Confidencial.

Se destaca el caso de Siderar, quien cumple con la legislación vigente sobre divulgación de hechos relevantes y además tiene:

- Código de conducta que prohíbe el uso de información
- “Política sobre operaciones con valores” que establece la información no publica
- Procedimiento administrativo interno “Divulgación de información relevante” fijando lineamientos de conducta en cuanto a divulgación aplicables a directores y gerentes

**Empresas Pequeñas**

La muestra de pequeñas empresas presenta una situación diferente: el porcentaje de cumplimiento es del 50%.

De las cuatro empresas que no poseen ninguna política de prevención de uso de información no pública:

- Dos empresas no consideran necesaria su inclusión, por lo que no manifiesta posibilidades de análisis a futuro. Una añade además que las normas que rigen son suficientes porque estas normas penalizan el uso de información privilegiada.

- Petrak y Polledo indican que es la legislación vigente la que aplica, la cual prohíbe el uso de esta información. Se diferencia la posición de Petrak, dado que el Directorio contempla incorporar normas al respecto.

Las empresas que sí cumplen el principio parcial o totalmente, manifiestan que además de la legislación vigente, tienen normas específicas, procedimientos internos que incluyen el tema, prohíben o restringen el uso y/o mecanismos de protección (Fiplasto, Garovaglio, Petrolera); código de conducta empresarial y conflicto de intereses (Emdersa). El procedimiento de Metrovías es el compromiso de confidencialidad suscripto al incorporarse a la empresa.

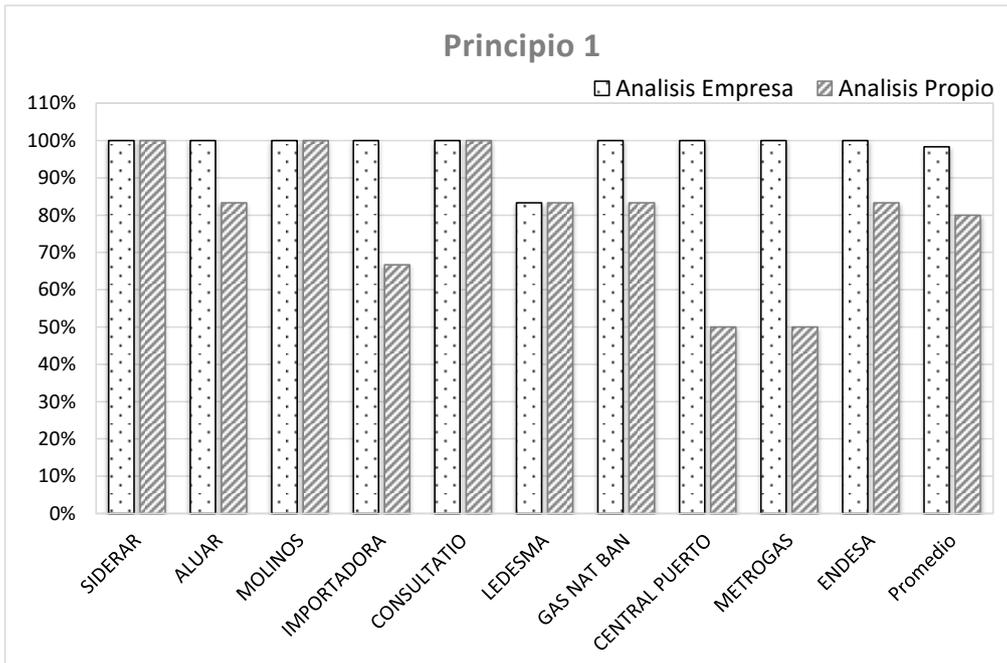
Se destaca el caso de García Reguera que posee un manual de operaciones que establece políticas y procedimientos: normas referidas a la prohibición del uso de información no pública de la sociedad con fines particulares y además ha realizado una campaña concientización sobre el tema.

#### ***CONCLUSIONES PRINCIPIO I:***

El principio está relacionado con la visión del GC centrada en todos los interesados enunciada por Fornero (2007). Tiene relación con los mecanismos internos que aseguren la transparencia, revelación de información y uso de información privilegiada. Es un principio con bajo componente institucional en cuanto a las normas o regulaciones externas que encuadren el accionar de la organización. El componente institucional es voluntario, en el sentido que cualquier normativa, código de conducta o ética, son decisión de la propia organización, contando con libertad para su desarrollo y aplicación, sin un marco legal que lo limite.

En las empresas grandes, el cumplimiento es del 80%. Es un principio con alto grado de cumplimiento y con concordancia entre la evaluación de las emisoras y la evaluación del analista externo (Gráfico 5).

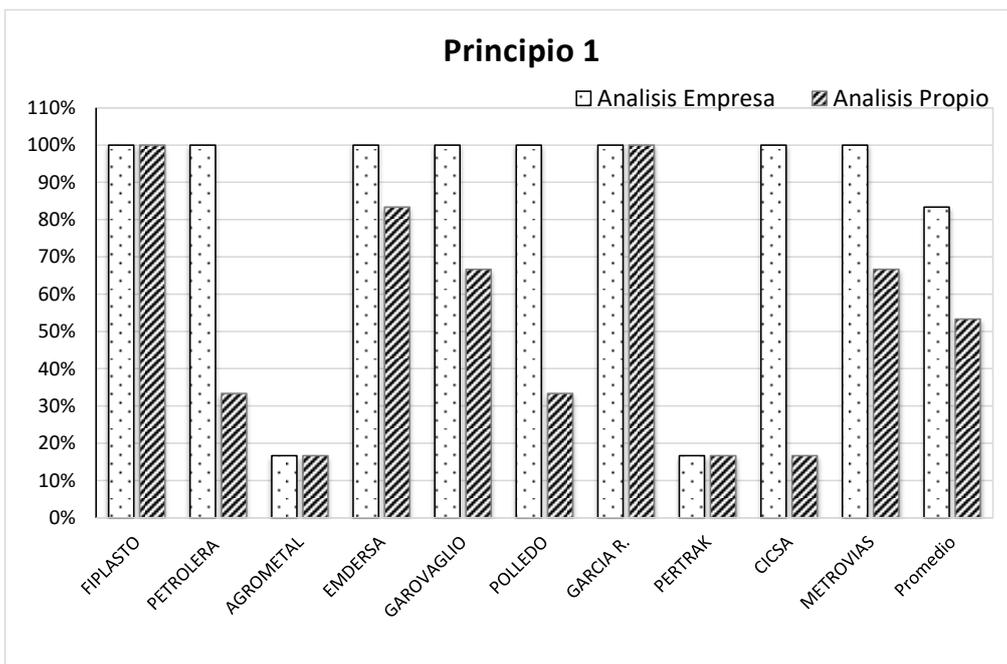
Gráfico 5: Cumplimiento del principio 1 para la muestra de empresas de mayor tamaño



Fuente: Elaboración propia

En las empresas pequeñas el cumplimiento es solo del 53%, inferior al 83% indicado por las propias emisoras en sus análisis (Gráfico 6). Las principales diferencias obedecen a que las emisoras consideran cumplidas las recomendaciones por el hecho de acatar la ley, y no tienen acciones complementarias más allá de la normativa vigente.

Gráfico 6: Cumplimiento del principio 1 para la muestra de empresas de menor tamaño



Fuente: Elaboración propia

Tanto en la autoevaluación, como en la evaluación del analista externo, el tamaño de la organización contribuye como elemento diferenciador en el cumplimiento del principio. Las empresas de mayor tamaño además de las recomendaciones legales, toman acciones complementarias para transparentar las relaciones.

## **PRINCIPIO II. SENTAR LAS BASES PARA UNA SÓLIDA ADMINISTRACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LA EMISORA**

**Recomendación II. 1:** *Garantizar que el Órgano de Administración asuma la administración y supervisión de la Emisora y su orientación estratégica.*

**II. 1.1:** *La Emisora debe responder si el Órgano de Administración aprueba el plan estratégico, objetivos y presupuestos anuales; la política de inversión y de financiación; la política de gobierno societario; la política de selección, evaluación y remuneración de los gerentes de primera línea; la política de asignación de responsabilidades a los gerentes de primera línea; la supervisión de los planes de sucesión de los gerentes de primera línea; la política de responsabilidad social empresarial; las políticas de gestión integral de riesgos y de control interno, y de prevención de fraudes; la política de capacitación y entrenamiento continuo para miembros del Órgano de Administración y de los gerentes de primera línea.*

### **Empresas Grandes**

En lo que respecta a la aprobación del plan estratégico, objetivos de gestión y presupuestos anuales, existe un alto grado de cumplimiento (95%). Solo una empresa manifestó que no es aprobado por el Directorio, sino que sólo se somete a consideración del mismo, pero no cuenta con la aprobación formal.

En cuanto a aprobación de la política de inversiones (en activos financieros y en bienes de capital), y de financiación por parte del Directorio, la aprobación es del 90%, dado por dos empresas de cumplimiento parcial. Metrogas indica que cuentan con la aprobación de la alta gerencia y son publicadas en la intranet de la empresa, pero no poseen la aprobación de Directorio. Molinos manifiesta que el Directorio aprueba Política de Riesgos de operaciones financieras, pero no políticas sobre inversiones y financiación.

La aprobación de política de gobierno societario por parte del Directorio tiene un cumplimiento el 55%. El 60% de las empresas manifiesta que solo aprueba el informe, pero no se refieren a la política.

Metrogas no posee una política de Gobierno Societario integral, sino políticas relacionadas como el Código de Conducta, Política sobre Conflictos, de seguridad informática. Estas políticas, son aprobadas por el Directorio.

El 20% de las empresas (Gas Natural Ban y Endesa) manifiestan que aprueba el informe y la política. Gas Natural indica que el Directorio es el encargado de aprobar, supervisar y determinar el grado de cumplimiento de la política de gobierno societario.

Solo una empresa indica que el Directorio no aprueba y no se refiere tampoco al código.

En el 40% de las empresas las empresas no tienen la política de selección, evaluación y remuneración de los gerentes de primera línea. En el 20%, no existe política formal, pero el Directorio supervisa.

El 40% tiene políticas: el 30% no cuenta con aprobación de Directorio, y solo en una empresa (10%) existe un comité de talentos, formado por directores que es el encargado de delinear las políticas. Dada la conformación del mismo, sus políticas son definidas en el seno del Directorio, y aprobadas por el mismo.

Esto da un cumplimiento del 35% de la recomendación.

Del 60% que no poseen políticas de selección, las que no cuentan con aval del Directorio ni supervisión (40%) tampoco cuentan con una la política de asignación de responsabilidades a los gerentes de primera línea y ni planes de sucesión de los gerentes de primera línea. Estas acciones son realizadas por el área de Recursos Humanos, por la Gerencia General, el Presidente del Directorio y en algún caso las responsabilidades son asignadas pro normas internas o manuales de procedimientos. El 20% que, si bien no ha definido políticas formales de selección, cuenta con supervisión del Directorio:

- En una empresa la designación de responsabilidades de gerentes, se realiza por el organigrama, aprobado por el Directorio y no poseen planes sucesorios pro no ser considerados necesarios.
- En otra empresa, la designación de responsabilidades es efectuada por Recursos Humanos con supervisión y aval del Directorio. El plan sucesorio se desprende de una política general de sucesión, definida por el Gerente de Recursos Humanos, con aprobación del Directorio.

El 40% de las empresas que tiene políticas de selección:

- Dos empresas no poseen políticas para asignación de responsabilidad y sucesión:
  - ✓ En una empresa la definición de responsabilidades y sucesión es realizada por un director
  - ✓ En otra empresa las responsabilidades las define la Gerencia General y los planes de sucesión se están delineando en base a estudios contratados para tal fin.
- Dos empresas poseen políticas de asignación de responsabilidades y planes de sucesión formalizados:
  - ✓ En una empresa no cuentan con aprobación del Directorio.
  - ✓ En otra empresa es el Comité de Talentos quien define las políticas y planes. En cuanto a la asignación de responsabilidades tiene participación la Gerencia General, no especificando la incumbencia del Directorio en la misma.

El 30% de las empresas no poseen una política formal de responsabilidad social empresaria, aunque si consideran que es un aspecto importante y realizan permanentemente acciones y programas de RSE

Del 70% que posee una política de RSE, en sólo 3 empresas es aprobada por el Directorio. En el resto se presenta un cumplimiento parcial, porque si bien está formalizada la política no cuenta con la aprobación explícita del Directorio. En una de estas empresas, la definición y aplicación de la política está a cargo de miembros del Directorio.

El 70 % de las empresas manifiesta contar con políticas de gestión de riesgos y de control interno, y de prevención de fraudes. En cuatro de ellas las políticas son integrales, estando aprobadas por el Directorio en dos empresas. Es decir, solo el cumplimiento total es del 20%. En el resto de las emisoras, cuentan con diferentes políticas de administración de riesgos y política antifraude, no integradas ni aprobadas por el Directorio.

El 30% que no responde a la recomendación, que, si bien indica cumplirla, no explica sobre las políticas y en su lugar manifiesta las acciones que realiza el comité de auditoria

En cuanto a la aprobación de la política de capacitación y entrenamiento continuo para miembros del Órgano de Administración y de los gerentes de primera línea, el cumplimiento es del 15%.

Ninguna empresa tiene una política aprobada por el Directorio. Solo el 30% de las empresas cuenta con una política y programas de capacitación, formación y entretenimiento.

En el resto de las empresas, no existen políticas de formación continua, manifestando que las cualidades profesiones y experiencia de los directivos no hacen necesario establecer

programas. Sin embargo, manifiestan que realizan acciones de capacitación y desarrollan programas de acuerdo a las necesidades puntuales y que los directores cuentan con libertad para capacitarse.

### **Empresas Pequeñas**

En lo que respecta a la aprobación del plan estratégico, objetivos de gestión y presupuestos anuales, también existe un alto grado de cumplimiento (100%). Todas las empresas manifestaron que, dado que el Directorio es el órgano máximo de la sociedad, participa activamente en la formulación de políticas y estrategias, y es su competencia y responsabilidad la aprobación de las mismas.

El cumplimiento de la aprobación de la política de inversiones (en activos financieros y en bienes de capital), y de financiación por parte del Directorio, es del 90%.

Nueve empresas indicaron que el Directorio resuelve sobre inversiones significativas y financiamiento de largo plazo. En algunos casos estas políticas se incluyen en los planes de negocios indicados en la recomendación previa. Una sola empresa no indica nada al respecto.

La aprobación de política de gobierno societario por parte del Directorio tiene un cumplimiento el 60%. El 80% de las empresas manifiesta que solo aprueba el informe, anexo a la Memoria Anual pero no se refieren a la política.

El 20% de las empresas manifiestan que aprueba el informe y además posee una política aprobada por el Directorio.

La aprobación de la política de selección, evaluación y remuneración de los gerentes de primera línea es del 55%:

- el 20% de las empresas las empresas no tienen la política, o no la explican.
  - ✓ Estas empresas tampoco cuentan con una la política de asignación de responsabilidades a los gerentes de primera línea y ni planes de sucesión
- el 50%, no existe política formal, pero el Directorio supervisa la designación:
  - ✓ Tres empresas si bien no cuentan con políticas para asignación de responsabilidad, las mismas las define la Gerencia General. El Directorio analiza y aprueba en casos que sea pertinente. En estas empresas, el Directorio supervisa los planes de sucesión
  - ✓ En Petrolera, es el organigrama quien define las responsabilidades. El Directorio tiene a su cargo la supervisión de los planes de sucesión, los cuales se definen de acuerdo a las competencias individuales.
  - ✓ En Garovaglio es el Directorio quien aprueba la política y delega en Directores las funciones ejecutivas de la administración y también supervisa los planes sucesorios

- el 30% manifiesta contar con políticas aprobadas por el Directorio.
  - ✓ dos empresas no poseen políticas para asignación de responsabilidad. Las mismas las define la Gerencia General o la descripción de puesto, y solo en caso de niveles superiores el Directorio supervisa. En ambas empresas, el Directorio supervisa los planes de sucesión.
  - ✓ Una posee políticas aprobadas de asignación de responsabilidades y de sucesión de gerentes

En cuanto a la aprobación de la política de Responsabilidad Social Empresaria es del 50%.

En el 50% el Directorio aprueba las políticas de RSE, tales como: medioambientales, difusión cultural, seguridad, educación, acciones de cuidado de medio ambiente, nuestros colaboradores (búsqueda de mejor clima laboral). A su vez, el Directorio aprueba también los planes de acción social en la comunidad.

El 50% de las empresas no poseen una política formal de responsabilidad social empresaria, aunque indican que promueven acciones comunitarias, y que es el Directorio define acciones. Dentro de estas empresas, Agrometal adhiere a los diez principios del Pacto de Naciones Unidas.

Una sola empresa, además de no contar con políticas, indica que no corresponde por el tipo de actividad.

El 30 % de las empresas manifiesta contar con políticas de gestión de riesgos y de control interno, y de prevención de fraudes aprobadas por el Directorio. En dos de ellas se indica que las políticas son integrales.

El 20% que no responde a la recomendación, que, si bien indica cumplirla, una no explica sobre las políticas y en su lugar manifiesta que el Directorio releva los riesgos. Otra emisora, responde afirmativamente, sin explicar las políticas, y luego en el capítulo propio dice no tener.

El resto de las emisoras poseen cumplimiento parcial porque si bien cuentan con diferentes políticas de administración de riesgos y política antifraude, las mismas no son integradas ni aprobadas por el Directorio. A pesar de manifestar cumplir, no explican nada sobre las políticas y acciones y en algunos casos, solo refieren a las tareas del Comité de Auditoria en lo que a riesgos respecta.

La aprobación de la política de capacitación y entrenamiento continuo para miembros del Órgano de Administración y de los gerentes de primera línea, es del 15%.

Si bien manifiestan cumplir la recomendación total o parcialmente el 90% de las emisoras, ninguna empresa cuenta con una política de capacitación.

Tres empresas cumplen parcialmente porque poseen planes de capacitación y formación de gerentes, el cual es aprobado por el Directorio, y en algunos casos, también definido por el mismo.

La mayoría manifiesta que no existen políticas de formación continua, pero que apoyan y promueven la capacitación.

*II.1.2. De considerar relevante, agregar otras políticas aplicadas por el Órgano de Administración que no han sido mencionadas y detallar los puntos significativos.*

Solo dos empresas, del grupo de las grandes consideraron que tienen políticas complementarias para ser destacadas: una su Política de Derechos Humanos y otras políticas de Conducta empresarial, de Transparencia, Divulgación de información.

Las pequeñas empresas no cuentan con políticas complementarias.

*II.1.3. La Emisora cuenta con una política tendiente a garantizar la disponibilidad de información relevante para la toma de decisiones de su Órgano de Administración y una vía de consulta directa de las líneas gerenciales. Explicitar.*

### **Empresas grandes**

El principio se cumple en un 35%, determinado por el cumplimiento parcial en los casos que no tienen políticas pero si procedimientos escritos, los cuales son explicados; y el cumplimiento total en el caso de dos empresas que poseen políticas y procedimientos formales para asegurar la información oportuna, y explicando cómo y quienes son los responsables de gestionar y entregar la información al Directorio.

La evaluación de las empresas arroja un porcentaje de cumplimiento del 90%, muy superior a la evaluación del analista externo.

### **Empresas pequeñas**

Existe bajo cumplimiento del principio, y amplias diferencias con la evaluación de las propias emisoras: 10% frente a un 90%

Ninguna empresa posee políticas, afirmando que el acceso a la información está garantizado por el cumplimiento de la ley. Dos empresas cumplen parcialmente porque poseen

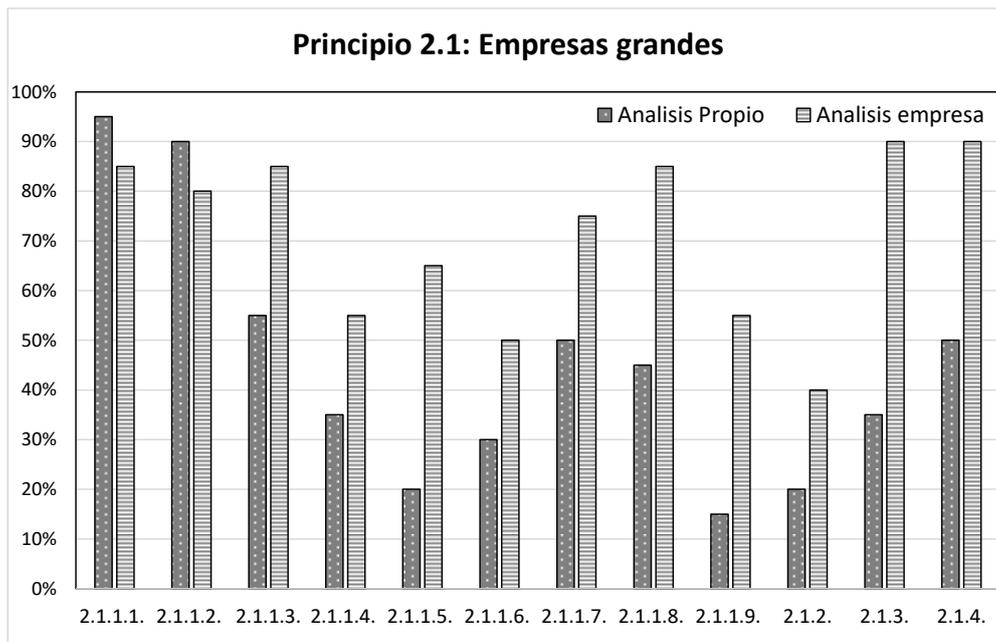
procedimientos para la obtención de información, además de Directores con dedicación exclusiva a la sociedad, que se reúnen mensualmente.

*II.1.4. Los temas sometidos a consideración del Órgano de Administración son acompañados por un análisis de los riesgos asociados. Explicitar.*

### Empresas Grandes

El cumplimiento de la recomendación es del 50% (Gráfico 7): todas las empresas lo cumplen parcialmente, porque ninguna explica que análisis realizan, si existen políticas o procesos. Se limitan a indicar que todos los temas tratados por el Directorio son acompañados de la información y documentación necesaria para evaluar los riesgos de los mismos, en general suministrada por las gerencias pertinentes.

Gráfico 7: Cumplimiento del principio II.1 para las empresas de mayor tamaño



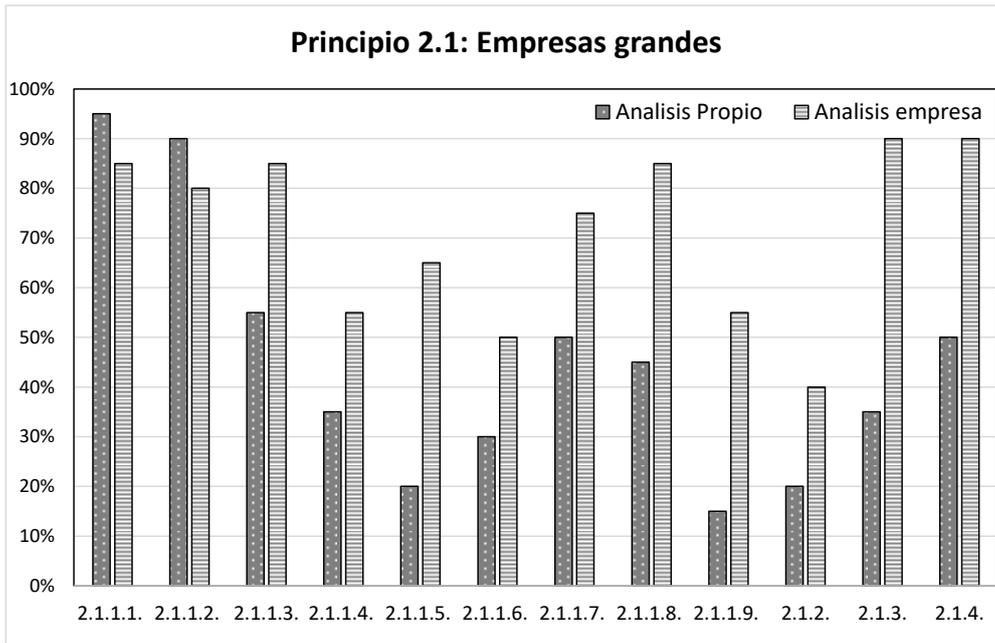
Fuente: Elaboración propia

### Empresas pequeñas

El cumplimiento es del 45%. Al igual que en las grandes empresas, el cumplimiento parcial obedece a la falta de explicación sobre las autoevaluaciones asignadas. En algunos casos indican que no todas las decisiones, sino solo las que lo ameritan y si lo consideran necesario.

El resumen de cumplimiento de la recomendación que el Directorio defina la estrategia y asuma la administración, se muestra en el Gráfico 8.

Gráfico 8: Cumplimiento del principio II.1 para las empresas de menor tamaño



Fuente: Elaboración propia

En ambas muestras de empresas (Gráficos 7 y 8), se observa diferencia entre las evaluaciones, con la característica que, en la recomendación sobre la aprobación del plan estratégico, objetivos de gestión y presupuestos anuales, y política de inversiones, la evaluación del analista externo arroja mayores resultados. Estas recomendaciones son las de mayor cumplimiento.

Las recomendaciones donde se observa mayor diferencia entre la evaluación de la empresa y la propia son las referidas a las políticas de capacitación, de disponibilidad de información y de gestión de riesgos.

Sin embargo, las empresas de mayor tamaño tienen mayor cumplimiento en cuanto a la gestión de riesgos, siendo ésta una recomendación de cumplimiento medio dentro de la muestra. En contrapartida, para empresas pequeñas es una recomendación de bajo cumplimiento.

***Recomendación II.2: Asegurar un efectivo Control de la Gestión de la Emisora.***

*El Órgano de Administración verifica el cumplimiento del presupuesto anual y del plan de negocios; el desempeño de los gerentes de primera línea y su cumplimiento de los objetivos.*

**Empresas grandes**

La verificación por parte del Directorio del cumplimiento del plan de negocios y presupuesto es realizada en todas las empresas, en las reuniones periódicas de Directorio y a través de los diferentes Comités de los que forman parte los directores.

El cumplimiento de la recomendación sobre la verificación del desempeño de los gerentes de primera línea y el control de gestión es menor: 70%. Esto obedece a que el 60% de las empresas se refieren al desempeño de gerente, el cual es verificado por el Directorio en su conjunto, por el presidente del mismo o por el director general; sin explicar nada sobre el control de gestión. Las empresas que cumplen totalmente la recomendación, explican cómo en forma periódica el Directorio realiza control de gestión, sea por medio de tablero de comando o informes de gestión de cada área mensual.

**Empresas pequeñas**

El cumplimiento de la recomendación sobre la evaluación por parte del Directorio del cumplimiento del plan de negocios y presupuesto es del 95%. Nueve empresas manifestaron que se realiza el Directorio, en sus reuniones mensuales o periódicas, y a través de los diferentes Comités de los que forman parte los directores, analiza la evolución y control del presupuesto, y toma las acciones correctivas necesarias. La aprobación del mismo queda manifestada en la aprobación de los estados financieros

Una sola empresa manifiesta cumplimiento parcial, indicando únicamente que el Directorio evalúa, sin dar detalles.

El cumplimiento de la recomendación sobre la verificación del desempeño de los gerentes de primera línea y el control de gestión es menor: 70%.

En el 30% de las empresas la recomendación se cumple totalmente, indicando que reuniones periódicas, en algunos casos mensuales, se evalúa el cumplimiento de los gerentes.

Se destaca Garovaglio, quien hace un resumen de su Política de Control de Gestión: mensualmente cada área presenta al Directorio un informe de cumplimiento con explicación del origen de los desvíos. Complementariamente, el Directorio en conjunto con el Comité de Auditoría evalúa la calidad de los reportes presentados.

En el 40% de las emisoras el cumplimiento es parcial porque solo se refieren al desempeño del Director Financiero; o porque han delegado en la gerencia general el seguimiento y control del cumplimiento de objetivos y gestión de gerentes y solo hacen una evaluación general. A su vez, nada indican sobre el control de gestión realizado

El 30% manifestaron cumplir con lo establecido legalmente en cuanto a la elaboración y aprobación de Memoria, con lo cual se considera que no cumplen la recomendación.

***Recomendación II.3:*** *Dar a conocer el proceso de evaluación del desempeño del Órgano de Administración y su impacto.*

***II.3.1.*** *Cada miembro del Órgano de Administración cumple con el Estatuto Social y, en su caso, con el Reglamento del funcionamiento del Órgano de Administración.*

### **Empresas grandes y pequeñas**

La recomendación se cumple en un 50%, ya que todas las empresas manifestaron cumplir con el Estatuto Social, y no poseer Reglamento ni considerarlo necesario, ya que cumplen con la normativa aplicable.

***II.3.2.*** *El Órgano de Administración expone los resultados de su gestión teniendo en cuenta los objetivos fijados al inicio del período, de modo tal que los accionistas puedan evaluar el grado de cumplimiento de tales objetivos.*

### **Empresas Grandes y Pequeñas**

En todas las empresas, conforme la ley lo establece, el Directorio presenta la memoria anual y los informes detallados, sometiéndose a las preguntas y evaluación de la Asamblea. No obstante, indican que no presenta un diagnóstico formal de cumplimiento de plan de negocio y políticas, basándose en:

- Memoria es suficiente ya que refleja el grado de cumplimiento de las políticas de la sociedad
- No puede separarse la gestión del Directorio de la sociedad, ya que la segunda está determinada por la primera
- Estas cuestiones se encuentran debidamente reguladas en la ley de sociedades comerciales, por lo que no es necesario introducir innovaciones.

Dadas las respuestas y el análisis realizado, se ha asignado un cumplimiento del 50% a la recomendación.

***Recomendación II.4:*** *Que el número de miembros externos e independientes constituyan una proporción significativa en el Órgano de Administración de la Emisora.*

***II.4.1.*** *La proporción de miembros ejecutivos, externos e independientes (éstos últimos definidos según la normativa de esta Comisión) del Órgano de Administración guarda relación con la estructura de capital de la Emisora. Explicitar.*

### **Empresas grandes**

Todas las emisoras manifestaron que la proporción de miembros independientes guarda relación con el grado de dispersión accionaria. Sin embargo, dos de ellas no explicaron la composición del Directorio, con lo cual no se verifica la veracidad de la afirmación y no se cumple con la recomendación de explicitar.

### **Empresas pequeñas**

Se observan diferencias respecto al grupo anterior, ya que el grado de cumplimiento es del 65%, donde solo el 50% de las emisoras cumple con el principio al poseer una cantidad de directores independientes proporcional al grado de dispersión accionaria.

Se destaca Petrolera, quien posee una política establecida en su Estatuto Social, tendiente a mantener una proporción de miembros independientes.

Tres empresas no explicaron la composición del Directorio, indicando que es competencia de la Asamblea la fijación del número de directores y su designación, conforme la ley lo establece. Al no verificarse la afirmación y explicar la composición, se considera cumplimiento parcial de la recomendación.

Pertrak no cumple la recomendación porque el Directorio está compuesto por 3 miembros no independientes. Manifiesta que está evaluando incorporar miembros independientes a los fines de asegurar una proporción significativa de directores independientes.

Fiplasto manifiesta cumplir, sin embargo, posee un alto grado de dispersión accionaria, superior al 50% de su capital, y sólo un porcentaje de independencia del 28%

*II.4.2. Durante el año en curso, los accionistas acordaron a través de una Asamblea General una política dirigida a mantener una proporción de al menos 20% de miembros independientes sobre el número total de miembros del Órgano de Administración.*

### **Empresas grandes**

El grado de cumplimiento es del 45%, dado por 9 empresas que cumplen parcialmente la recomendación: ninguna posee una política establecida, sino que se remite al cumplimiento de las disposiciones legales. No obstante, el porcentaje de miembros independientes es mayor al 20%, no pensando en reducirlo.

Una empresa no cumple porque no indica nada hay políticas y la proporción es menor al 20%.

En ninguna empresa ha sido cuestionada la independencia de los Directores que revisten el carácter de independientes, ni se han producido abstenciones de éstos por conflictos de interés

### **Empresas pequeñas**

El cumplimiento de la recomendación es del 40%, determinado por:

- El 60% de las emisoras posee cumplimiento parcial, porque si bien la Asamblea no ha fijado una política en cuanto a la proporción de directores independientes, el porcentaje de directores independientes es mayor al 20%
- Solo Petrolera posee una política, establecida en el Estatuto que establece la proporción de miembros independientes.
- El 30% no cumple con la proporción del 20% de directores independientes, y tampoco existe una política sobre la misma.

En las emisoras de menor tamaño, tampoco han existido cuestionamientos sobre la independencia de los Directores, ni abstenciones por conflictos de interés.

***Recomendación II.5:** Comprometer a que existan normas y procedimientos inherentes a la selección y propuesta de miembros del Órgano de Administración y gerentes de primera línea de la Emisora. La Emisora debe responder si cuenta con un Comité de Nombramientos.*

### **Empresas grandes**

Ninguna empresa, ya sea pequeña o grande, ha manifestado contar con Comité de Nombramientos. No lo consideran necesario ni lo tiene previsto analizar.

En la mayoría de los casos son los accionistas quienes seleccionan a los miembros del Directorio; y es el Directorio quien selecciona a los gerentes en conjunto con el área de Recursos Humanos.

La empresa Ledesma manifestó contar con un Comité de Talento y Liderazgo, formado por 7 Directores, el Gerente Corporativo de Recursos Humanos y un asesor externo. La función del comité es analizar y desarrollar políticas para la selección de los gerentes. Por lo tanto, a pesar que la empresa se autoevalúa con incumplimiento, el análisis efectuado permite afirmar que posee un Comité, compuesto por directores y personal con expertise, que propone políticas de selección de gerentes y que analizan los curriculums.

### **Empresas pequeñas**

En el caso de empresas de menor tamaño, además de no tener la necesidad del mismo, es precisamente el tamaño y la envergadura los motivos mencionados para no contar con dicho Comité.

***Recomendación II.6:** Evaluar la conveniencia de que miembros del Órgano de Administración y/o síndicos y/o consejeros de vigilancia desempeñen funciones en diversas Emisoras.*

### **Empresas Grandes**

En la mayoría de las empresas no hay limitaciones establecidas dado que no ven inconvenientes en que formen parte de otras sociedades.

La respuesta predominante fue que no ven riesgos en que los directores y síndicos participen de otras sociedades, y que es el Directorio el encargo de analizar si existiera alguno en alguna decisión particular. Por lo que manifestaron que no es política de la sociedad limitar la participación de sus directores en otras sociedades. Algunas empresas consideran positiva esta participación.

Únicamente Molinos indicó que, si bien no hay limitación, está implícito que se refieren a empresas que son competidoras directas.

### **Empresas Pequeñas**

Entre las empresas pequeñas, tampoco se han establecido limitaciones explícitas, indicando que las limitaciones legales son suficientes y que no ven inconvenientes en que participen en otras sociedades.

Fiplasto indicó que si bien no hay ningún límite formal, la participación es admitida siempre que no sea una compañía con actividades en común. Garovaglio indicó que si fuese incompatible no se propone para el próximo mandato.

**Recomendación II.7:** *Asegurar la Capacitación y Desarrollo de miembros del Órgano de Administración y gerentes de primera línea de la Emisora.*

**II.7.1.** *La Emisora cuenta con Programas de Capacitación continua para los miembros del Órgano de Administración y gerentes de primera línea. En el caso de los miembros del Comité de Auditoría, normas contables internacionales, de auditoría y de control interno y de regulaciones específicas del mercado de capitales.*

### **Empresas Grandes**

El cumplimiento del principio es del 50%, consecuencia de:

- Tres empresas que no poseen programas de capacitación, y no indican si analizarán desarrollarlos en el futuro. Se basan en la experiencia, actualización y capacitación que poseen los miembros.
- Cuatro emisoras que poseen cumplimiento parcial, porque si bien no tienen un programa de capacitación establecido, incentivan a los miembros a la capacitación, les abonan los cursos,
- Tres empresas que poseen un plan de capacitación:
  - ✓ Molinos: posee planes y programas de capacitación y formación continua para todo el personal, incluidos los directores.
  - ✓ Endesa: adhiere al Plan de Desarrollo de Potencial que el Grupo Endesa ofrece a sus ejecutivos, el cual contempla un Programa de Formación y Entrenamiento permanente
  - ✓ Metrogas: posee un plan de capacitación anual para el comité de auditoría al cual invita a la alta gerencia y directores

### **Empresas Pequeñas**

Entre las empresas pequeñas, el porcentaje de cumplimiento es menor: 30%.

Las cuatro empresas que no poseen políticas de capacitación indican que los miembros del Directorio y síndicos tienen un alto grado de formación, lo cual no justifica implementar una política permanente. No obstante, cada miembro tiene libertad de acción.

Las restantes empresas poseen un cumplimiento parcial porque, si bien no tienen una política permanente de capacitación, si ofrecen programas, cursos e incentivan a los miembros abonando el valor de las capacitaciones.

*II.7.2. La Emisora incentiva, por otros medios no mencionadas en II.7.1, a los miembros de Órgano de Administración y gerentes de primera línea mantener una capacitación permanente. Indicar de qué modo lo hace*

### **Empresas grandes**

El 55% de las emisoras no cumple o lo hace parcialmente. Nuevamente justifican que el alto grado de formación de los miembros hace que puedan tener libertad de acción y elección de sus capacitaciones. Las empresas participan y auspician foros, conferencias, asociaciones, por lo que esto es invitación suficiente a la participación en ellas, no siendo necesarias acciones adicionales.

Las empresas que incentivan, lo hacen por medio de becas y tiempo de estudio, e incluyendo en la evaluación de desempeño la capacitación.

### **Empresas pequeñas**

Las empresas pequeñas poseen mayor porcentaje de cumplimiento: 50%. Esto es consecuencia que cuatro empresas otorgan becas, ayudas económicas y días libres y tiempo de estudio para que los directivos y gerentes se capaciten. Además, dos empresas manifestaron que invitan e incentivan a participar de capacitaciones en las áreas técnicas relevantes de cada miembro.

Llama la atención que las empresas de menor tamaño tengan un grado de cumplimiento mayor, manifestando explícitamente la ayuda y apoyo brindado, a pesar de considerar que los miembros tienen alto grado de calificación y capacitación

### **CONCLUSIONES PRINCIPIO II:**

El principio tiene por objetivo asegurar la efectiva administración y supervisión de la organización por parte del Directorio. Es un principio orientado principalmente a la dimensión contractual o conductual, formada los mecanismos internos adoptados por cada compañía. Es de suma utilidad el análisis de este principio en el enfoque adoptado de evaluación de empresas, porque en todas las emisoras el marco institucional es el mismo, diferenciándose entonces por

las medidas y procesos desarrollados y adoptados voluntariamente en lo que hace a la dirección y control y estructura de capital de cada organización. Claessens y Yurtoglu (2013)

Siguiendo la distinción de Fornero (2007), las recomendaciones se encuadran dentro de los mecanismos:

- Decisiones y responsabilidades: recomendación 1 que se refiere a las decisiones que adopta el Directorio mediante la efectiva administración y supervisión; la recomendación 4 se relaciona con las responsabilidades de los directores por cuanto se refiere a la composición del Directorio, y la recomendación 5 implica la definición de responsabilidades de directores, directores ejecutivos y gerencias.
- Rendición de cuentas: recomendación 2, que implica la supervisión y control que ejerce el Directorio sobre las políticas, presupuestos y gerencias de primera línea; y recomendación 3 que implica la rendición de cuentas por parte del Directorio.
- Evaluación de desempeño e incentivos: puede incluirse también a la recomendación 2 y 3, que implican la evaluación de gerentes y directores. La recomendación 7 sobre capacitación y desarrollo forma parte de los incentivos.
- Derecho y protección de los accionistas: la recomendación 4 busca asegurar la independencia del Directorio mientras que la recomendación 6 proteger la divulgación de información.
- Transparencia: la recomendación 6 protege la revelación de información.

Por lo detallado, todas estas recomendaciones se refieren a mecanismos internos y no legales o institucionales.

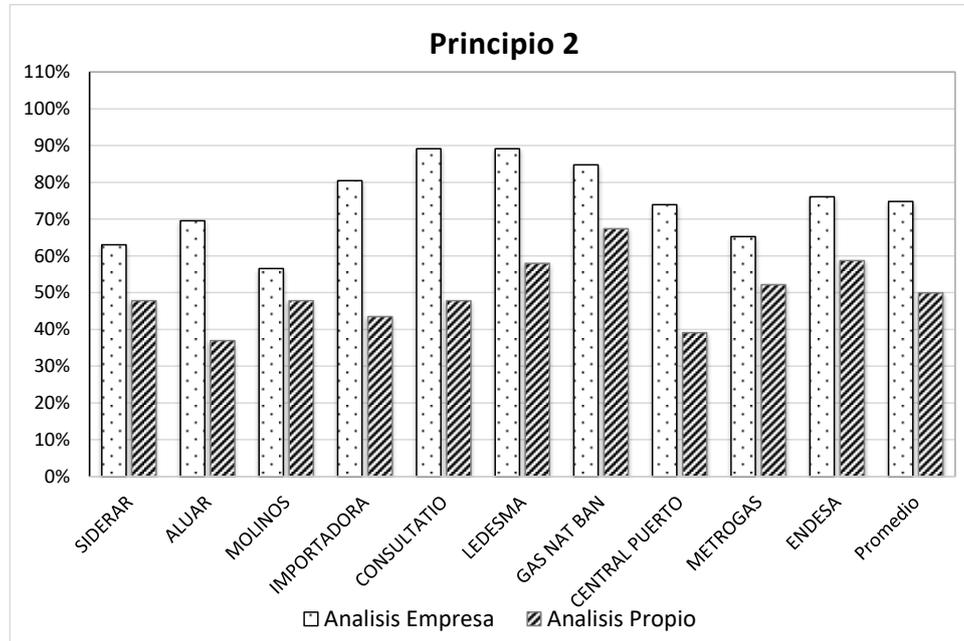
El Gráfico 9 muestra el resumen de cumplimiento en las empresas grandes. Puede observarse, el cumplimiento auto-asignado es del 74,8%, superior al 50% asignado por el análisis propio. La diferencia en la evaluación es similar en todas las emisoras.

Las mayores diferencias se observan en las recomendaciones (Gráfico 9):

- 2.3 sobre la evaluación del desempeño del Órgano de Administración y su impacto: el cumplimiento de las emisoras se da por la presentación de Balance y Memoria, tal como la legislación lo indica, no explicando en detalle ni realizando acciones más allá de lo que la ley requiere
- 2.6 relativa a las limitaciones a los directores para participar en otras sociedades: las emisoras consideran cumplida la recomendación al no existir limitaciones, sin emitir comentarios sobre los análisis realizados. Mientras que el análisis propio evalúa como

cumplida la recomendación cuando si existe análisis y evaluación de la conveniencia, y de ser necesario se aplican las limitaciones correspondientes.

Gráfico 9: Cumplimiento del principio 2 para la muestra de empresas de mayor tamaño

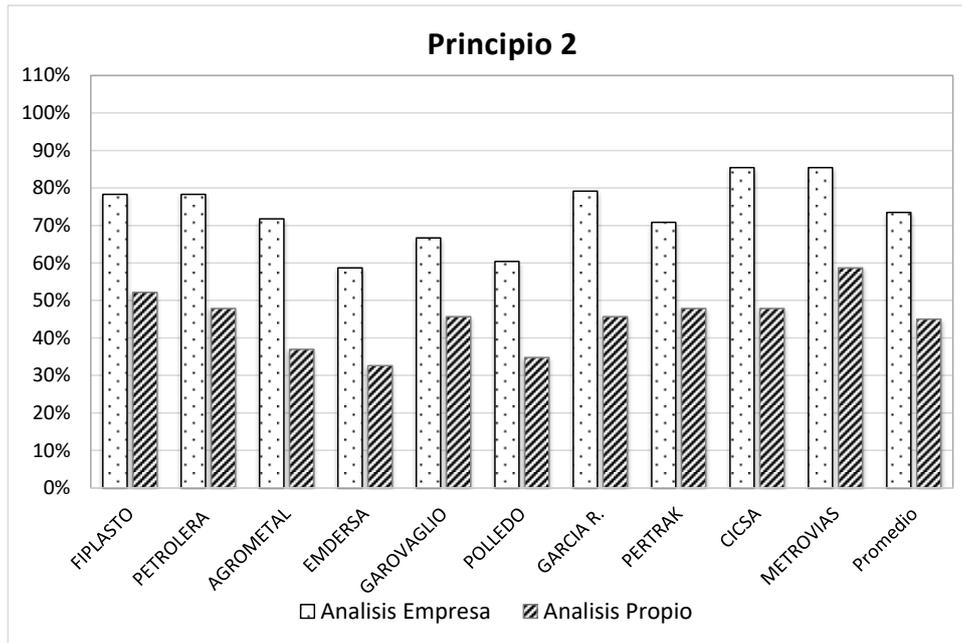


Fuente: Elaboración propia

El Gráfico 10 muestra que en las empresas pequeñas el cumplimiento es levemente inferior, tanto en la autoevaluación como en el análisis propio: 73,5% versus 45%.

Las principales diferencias encontradas en son las mismas que para las grandes empresas: la evaluación de la gestión del Directorio y la recomendación sobre el análisis de la participación del mismo en otras sociedades.

Gráfico 10: Cumplimiento del principio 2 para la muestra de empresas de menor tamaño



Fuente: Elaboración propia

Comparando los resultados globales de ambas muestras, y las recomendaciones que se destacan por sus diferentes evaluaciones, el tamaño de la organización no es un elemento diferenciador o que explique el cumplimiento del principio.

Solo dos emisoras pequeñas logran un cumplimiento superior al 50%, no alcanzando ninguna el 75%, valores similares a las grandes empresas, donde ninguna supera el 75%. Es particularmente relevante esta conclusión ya que, al tratarse de un principio no normativo o institucional, cabría esperar diferencias significativas entre emisoras del mismo grupo y entre ambas muestras. Sin embargo, no se aprecian diferencias que permitan afirmar que el tamaño es relevante para el cumplimiento.

**PRINCIPIO III. AVALAR UNA EFECTIVA POLÍTICA DE IDENTIFICACIÓN, MEDICIÓN, ADMINISTRACIÓN Y DIVULGACIÓN DEL RIESGO EMPRESARIAL**

**Recomendación III:** *El Órgano de Administración debe contar con una política de gestión integral del riesgo empresarial y monitorea su adecuada implementación.*

**Recomendación III.1:** *La Emisora cuenta con políticas de gestión integral de riesgos empresariales (de cumplimiento de los objetivos estratégicos, operativos, financieros, de reporte contable, de leyes y regulaciones, otros). Hacer una descripción de los aspectos más relevantes de las mismas.*

## **Empresas Grandes**

El cumplimiento de la recomendación es del 80%. En entre las empresas que poseen una política integral, se mencionan los aspectos relevantes:

- Siderar tiene una política integrada que entre otras funciones define las responsabilidades del Comité de Riesgos críticos. La política es monitoreada por el comité de auditoría.
- Aluar posee una política de gestión de riesgos empresariales integrada, e implementada bajo normas y procedimientos específicos.
- Consultatio y Aluar, además de contar con una política integral, han desarrollado matrices de control interno.
- Central Puerto implementó una Política de Gestión Integral de Riesgos, que define roles, responsabilidades, identificación, selección y control de un procedimiento de gestión integral y continua de riesgos
- Gas Natural Ban posee una política integral de gestión de riesgos económicos, sociales y ambientales. Complementariamente, aplica norma NG 00017 de control interno de información financiera.
- Metrogas posee una política de Administración de Riesgos del negocio, que se encuentra alineada con las mejores prácticas. No brinda mayores detalles sobre la misma.

En estas empresas, las políticas de riesgos cubren aspectos tales como la identificación y administración de riesgos estratégicos, operativos, contables, legales, financieros; complementando las medidas de control interno.

Las emisoras con cumplimiento parcial, son aquellas que no cuentan con una política integral, pero que han implementado diferentes acciones y procesos para mitigar los riesgos. Endesa ha desarrollado desde el año 2005 un Modelo de control interno, para el cual ha participado en el proyecto “Gobierno, Riesgo y Cumplimiento”. El principal objetivo de este proyecto es desagregar las funciones en los sistemas de gestión que generan información financiera. Importadora ha elaborado una matriz de riesgo y Molinos realiza gestión de riesgos financieros y trading, que monitorean mensualmente por la Gerencia de Administración y Finanzas.

## **Empresas pequeñas**

La recomendación posee un 50% de cumplimiento, dado por tres emisoras que poseen una política integral, con las siguientes características:

- Petrolera posee una política que cubre los siguientes riesgos: operativos, logísticos, contable, financieros, legales, de recursos humanos, tecnológicos.
- Polledo y Metrovías indican que los objetivos de la política son la identificación, evaluación, priorización de riesgos claves, la definición de tolerancias y estrategias apropiadas para los mismos. No brindan mayores detalles sobre la misma.

En estas empresas, las políticas de riesgos incluyen los riesgos operativos, contables, legales, financieros y comerciales.

Al igual que en el grupo de grandes empresas, se asigna cumplimiento parcial a quienes, a pesar de no tener definidas políticas de gestión de riesgos, realizan acciones de mitigación de los mismos:

- Fiplasto indica que cuenta con políticas y procedimientos tendientes a reducir los impactos, pero no manifiestan si son integrales ni los aspectos que cubren.
- Agrometal posee normas internas tendientes a administrar los riesgos, supervisadas por el Comité de auditoría. A su vez indica que si bien hoy no posee una política integral, el Directorio evaluará la conveniencia.
- En Garovaglio la gestión de riesgos es parte central de la agenda del Directorio, incluyendo riesgos operativos, financieros, comerciales y macroeconómicos. Sin embargo, no manifiestan que sea una política integral.

Tres empresas manifestaron no contar con políticas de riesgos, siendo el Directorio quien analiza los mismos y toma las acciones correctivas necesarias. En el caso de Emdersa no considera necesaria la definición de una política, sin embargo, previamente había indicado poseer.

Sólo una empresa del grupo manifestó haber desarrollado matrices de control interno.

***Recomendación III.2:*** *Existe un Comité de Gestión de Riesgos en el seno del Órgano de Administración o de la Gerencia General. Informar sobre la existencia de manuales de procedimientos y detallar los principales factores de riesgos y las acciones de mitigación implementadas. De no contar con dicho Comité, corresponderá describir el papel de supervisión desempeñado por el Comité de Auditoría en referencia a la gestión de riesgos.*

## **Empresas Grandes**

El cumplimiento de la recomendación es solo del 35%, inferior al 60% indicado en la autoevaluación. Las diferencias obedecen principalmente a que las emisoras indican cumplimiento parcial del principio, a pesar de no contar con un comité.

Las siguientes empresas poseen Comité de riesgos con las características y funciones que se detallan:

- Siderar posee un Comité de Riesgos Críticos compuesto por los Directores de las distintas áreas, que interactúa y brinda información al Comité de Auditoría y a la Auditoría interna.
- Consultatio cuenta con un Comité gerencial que se ocupa de esos temas, en especial de riesgos críticos, que periódicamente informa al Directorio, y anualmente emite un reporte de gestión de público conocimiento.
- Central Puerto posee un Comité que funciona dentro de la Gerencia General, formado por el mismo gerente y el auditor interno. Entre las funciones es asignar tareas y responsabilidades en el seno de la política de riesgos y al Departamento de Auditoría Interna.
- Metrogas posee un Comité de Administración de Riesgos formado por los Directores ejecutivos y el Director de Auditoría interna. Cada tres meses el Comité de Auditoría monitorea las políticas y las acciones del comité.

En las empresas que no poseen Comité de riesgos, la gestión de riesgos es descentralizada:

- En Molinos, los riesgos son evaluados por el Directorio, el comité de auditoría y legales y las Gerencias involucradas. Destacan que desde 2013 se agregó al área de Legales el sector de Compliance.
- En Aluar la función se encuentra descentralizada en cada área. Solo existió un comité ad hoc para la definición de la política de riesgos.
- En Ledesma el comité de Auditoría quien evalúa los riesgos.
- Tres empresas no cuentan con un Comité de Riesgos porque no lo consideran necesario: Importadora, Endesa y Gas Natural Ban. Endesa justifica la respuesta en las características de la sociedad y por estar en un mercado ampliamente regulado, los principales riesgos son las decisiones de las autoridades y políticas implementadas. Gas Natural Ban indica que comité de Auditoría supervisa la gestión de riesgos

### **Empresas Pequeñas**

En el caso de las pequeñas empresas, no existe cumplimiento de la recomendación, ya que ninguna empresa posee un comité de riesgos. En la autoevaluación, el 50% de las emisoras se asignaron cumplimiento parcial y ninguna cumplimiento total.

Entre quienes consideran que cumplen parcialmente la recomendación, se encuentran:

- Metrovías y Polledo, justifican su cumplimiento parcial, en el amplio acceso y disponibilidad de información y las características de la sociedad;
- Compañía Cervecera, Fiplasto y Garovaglio en que la responsabilidad de la gestión de riesgos es del Directorio y de los diferentes órganos de la sociedad.

Las explicaciones anteriores no responden a la recomendación.

Las empresas que no poseen Comité de riesgos, tres emisoras no consideran necesaria su implementación. Sobre quién es responsable de la gestión de riesgos, pocas emisoras se manifiestan, compartiendo en que es el Directorio con apoyo del comité de Auditoría.

Se destaca el escaso contenido de las respuestas, donde no se explican si existen procedimientos, ni los factores de riesgos, ni la función del comité de auditoría en lo que gestión de riesgos respecta.

***Recomendación III.3.*** *Hay una función independiente dentro de la Gerencia General de la Emisora que implementa las políticas de gestión integral de riesgos (función de Oficial de Gestión de Riesgo o equivalente). Especificar.*

### **Empresas Grandes**

Existe un bajo porcentaje de cumplimiento: solo el 25% de las empresas cumple el principio.

Siderar posee un Área de Administración de riesgos y también un gestor de riesgos que depende de la gerencia de Administración y Finanzas y Metrogas una Dirección de Controller. En tanto, que Central Puerto manifiesta que estas funciones del gestor de riesgo las cumple el Auditor Interno, que posee dependencia funcional de la Gerencia General.

El resto de las empresas asignan la gestión de riesgos a cada área específica, al grupo gerencial o en el comité de riesgos o al de auditoría.

### **Empresas Pequeñas**

No existe cumplimiento del principio. Ninguna empresa posee un gestor de riesgos o función independiente. La mayoría indica que no lo consideran necesario ni se encuentra en

evaluación, fundamentalmente debido a la envergadura de la organización y a que dichas funciones se encuentran desempeñadas por las diferentes gerencias, el comité de auditoría y el Directorio.

**Recomendación III.4:** *Las políticas de gestión integral de riesgos son actualizadas permanentemente conforme a las recomendaciones y metodologías reconocidas en la materia. Indicar cuáles (Enterprise Risk Management, de acuerdo al marco conceptual de COSO – Comité of sponsoring organizations of the Treadway Commission –, ISO 31000, norma IRAM 17551, sección 404 de la Sarbanes-Oxley Act, otras).*

### **Empresas grandes**

De las seis empresas que poseen política integral de gestión de riesgos, todas manifestaron que se encuentra actualizada, entendida como un proceso continuo, que es desarrollado y coordinado de forma central. Sin embargo, Siderar, Consultatio y Metrogas no menciona ninguna norma. Central Puerto manifiesta que a futuro será revisada y actualizada, pero no indica nada sobre las normas ni forma de actualización.

En Aluar, el sistema de gestión de riesgos se encuentra desarrollado y certificado bajo las normas AS/NZ 4360 “Risk Management” y Norma IRAM 17550 de Administración de Riesgos.

Gas Natural Ban actualiza las políticas permanentemente conforme el marco conceptual del informe COSO (Committee of sponsoring organizations of the Treadway Commission), identificando la incidencia, importancia y grado de control de los riesgos.

### **Empresas pequeñas**

El cumplimiento de la recomendación es solo del 10%:

- Tres emisoras no contaban con políticas de gestión de riesgos, con lo cual tampoco actualizan.
- Cuatro empresas no poseen políticas integrales, pero sí procedimientos o políticas específicas. De ellas, solo una manifestó que se actualizan continuamente por las diferentes gerencias incorporando las mejores prácticas.
- Tres empresas indicaron que contaban con una política integral de gestión de riesgos:
  - ✓ Petrolera indica que se actualizan permanentemente por los diferentes sectores incorporando las mejores prácticas. Sin embargo, no mencionan ninguna norma

- ✓ Metrovías y Polledo cuentan con una política integral, pero nada dice sobre su actualización y las normas o estándares utilizados.

*Recomendación III.5: El Órgano de Administración comunica sobre los resultados de la supervisión de la gestión de riesgos realizada conjuntamente con la Gerencia General en los estados financieros y en la Memoria anual. Especificar los principales puntos de las exposiciones realizadas.*

### **Empresas Grandes**

Existe un bajo grado de cumplimiento porque no explican en detalle y solo manifiestan que incluyen en las notas a los estados financieros y Memoria conforme la reglamentación lo requiere.

En general indican que es el Comité de Auditoría, quien en su informe anual comunica sobre la gestión de riesgos, y que el monitoreo de la política de gestión de riesgos lo realiza el Comité de Auditoría, Comité de Riesgos. Sin embargo no hacen alusión a los informes o comentarios incluidos en memoria anual.

En Endesa, Ledesma, Central Puerto y Molinos, el Directorio no informa sobre los resultados de la gestión de riesgos.

Sólo Aluar cumple totalmente con la recomendación, indicando que los riesgos informados en la memoria y estados financieros incluyen liquidez, capital, crédito y riesgos de mercado.

El cumplimiento parcial de Gas Natural y Metrogas obedece a que la empresa indica que expone conforme la legislación y NIIF lo requieren. Por su parte, Importadora, Consultatio y Siderar indican que el Directorio supervisa la nota incluida en los estados contables sobre riesgos financieros.

### **Empresas Pequeñas**

Al igual que en la muestra anterior, el bajo nivel de cumplimiento se explica en que sólo se informa en los estados contables y en la Memoria anual, pero no se comunica específica o separadamente la gestión de riesgos. Solo se informan los riesgos financieros, tal como la legislación lo solicita. Ninguna empresa explica en detalle si desarrollan el tema en un capítulo aparte, si es aprobado ni los aspectos más relevantes.

García Reguera manifiesta que no comunica la gestión de riesgos, y que solo informa por excepción algún hecho puntual o relevante.

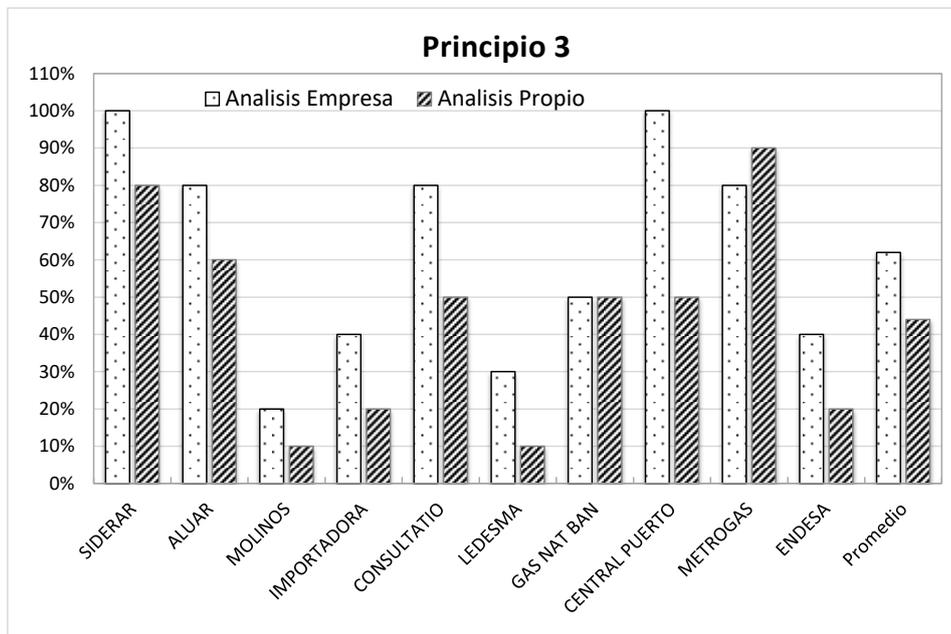
Garovaglio indica que el Directorio informa en los estados contables los riesgos que supervisa y la modalidad utilizada. Emdersa y Fiplasto exponen siguiendo las normas NIIF, con un capítulo sobre Administración de riesgos financieros en notas de estados contables, donde exponen los principales riesgos patrimoniales, crediticios y cambiarios asumidos.

### **CONCLUSIONES PRINCIPIO III:**

El principio busca evaluar la gestión del riesgo empresario asumido. Es un principio netamente conductual, ya que en la actualidad no existe normativa alguna que establezca estándares, parámetros, procedimientos, informes a ser implementados por las emisoras sobre su gestión de riesgos.

Es un principio con bajo grado de auto-cumplimiento y con menor porcentaje en la evaluación del analista externo: las empresas grandes, presentan un cumplimiento del 44%. Existe disparidad entre las emisoras, tanto en su autoevaluación como en la evaluación efectuada a las mismas. Las mayores dispersiones entre el análisis de la emisora y el propio se presentan en las recomendaciones relativas al comité y función independiente: las emisoras consideran que la responsabilidad de la gestión de riesgos es de cada área, por lo cual dan por cumplida la recomendación, aun cuando no poseen comité ni gestor de riesgos. (Gráfico 11)

Gráfico 11: Cumplimiento del principio 3 para la muestra de empresas de mayor tamaño



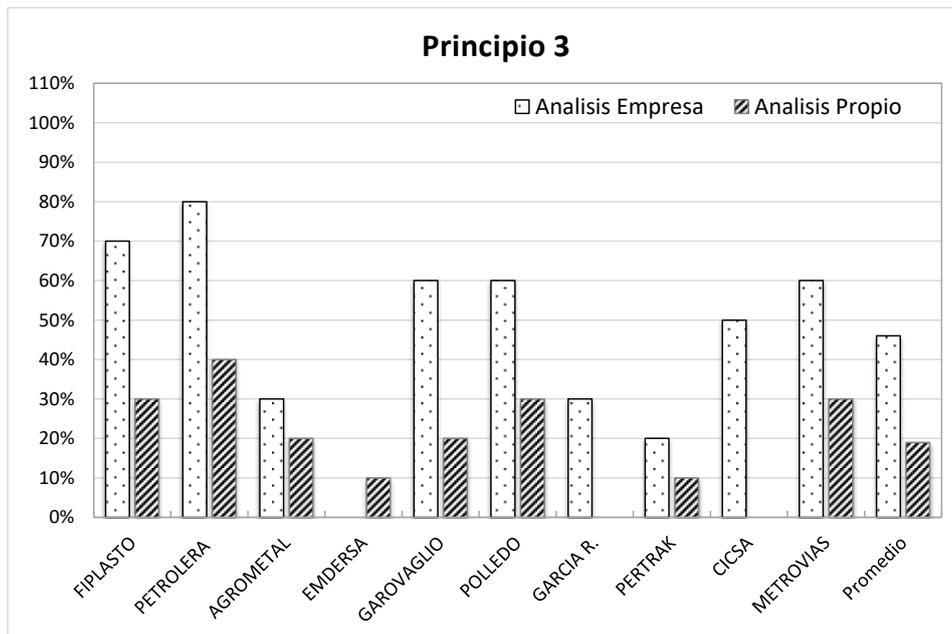
Fuente: Elaboración Propia

El Gráfico 12 muestra que en las empresas de menor tamaño el cumplimiento es aún más bajo: solo el 16 %.

Ninguna empresa supera el 50% de cumplimiento, y la máxima autoevaluación arroja un cumplimiento del 80%, solo para una empresa. Esto demuestra lo poco desarrollado que se encuentra el principio y la escasa importancia asignada.

Las mayores diferencias se presentan también en las recomendaciones sobre comité de riesgos y un gestor de riesgos. El argumento es que, dada la dimensión de la empresa, no consideran necesario incluir en su estructura la función.

Gráfico 12: Cumplimiento del principio 3 para la muestra de empresas de menor tamaño



Fuente: Elaboración Propia

La comparación de ambas muestras permite afirmar que el tamaño de la emisora influye en el cumplimiento del principio y sus recomendaciones: mientras las empresas grandes en su mayoría han internalizado la gestión integral de riesgos, las organizaciones de menor tamaño no la han desarrollado aun y no la consideran necesaria.

#### **PRINCIPIO IV. SALVAGUARDAR LA INTEGRIDAD DE LA INFORMACION FINANCIERA CON AUDITORÍAS INDEPENDIENTES**

**Recomendación IV:** *Garantizar la independencia y transparencia de las funciones que le son encomendadas al Comité de Auditoría y al Auditor Externo.*

**Recomendación IV.1.** *El Órgano de Administración al elegir a los integrantes del Comité de Auditoría teniendo en cuenta que la mayoría debe revestir el carácter de independiente, evalúa la conveniencia de que sea presidido por un miembro independiente.*

### **Empresas Grandes**

El grado de cumplimiento es del 65%. El 50% de las empresas cumple totalmente esta recomendación, contando con un comité de auditoría formado por mayoría de miembros independientes y presidente también de carácter independiente. Se destaca Central Puerto y Compañía Cervecera, donde todos los miembros son independientes.

En el cumplimiento parcial, se encuentran:

- Siderar, Consultatio y Gas Natural donde el comité posee mayoría independiente, pero la designación del presidente se evalúa anualmente, pudiendo ser o no independiente. Al momento del informe, el presidente es no independiente. En Gas Natural Ban, el Directorio no tiene injerencia en la elección del presidente, el cual es elegido por los miembros del mismo comité, y tampoco considera necesario propiciar que revista carácter independiente.
- Aluar no informa sobre el carácter de independencia del presidente.
- Metrogras, si bien indica cumplimiento total, se le asigna parcial, porque no indica las proporciones de miembros independientes, ni el carácter de la presidencia.

Ledesma no informa sobre la composición del Comité y respecto a la independencia del presidente no tiene normativa que sugiera presidencia independiente

### **Empresas Pequeñas**

El cumplimiento es del 60%, dado por cinco emisoras (Petrolera, Polledo, Garovaglio, Compañía Cervecera y Metrovías) que cumplen totalmente, ya que posee mayoría y presidencia independiente.

En el cumplimiento parcial, se encuentran Fiplasto ya que sólo procura que el presidente sea independiente, pero no se manifiesta sobre la composición y Agrometal que, si bien posee mayoría independiente, anualmente se designa el presidente, pudiendo ser o no independiente. Al momento del informe es no independiente.

Emdersa indica que cumple con el requerimiento de expresar la condición de independencia de los miembros. Sin embargo, no informa sobre la composición y respecto a la independencia del presidente que el Directorio evalúa la conveniencia.

Petrak y García Reguera se encuadran en el Artículo 19, del Capítulo III de las normas CNV, que establece que las sociedades anónimas registradas como pequeñas y medianas empresas están exceptuadas de constituir un Comité de Auditoría. Por lo tanto, no poseen Comité.

***Recomendación IV.2.*** *Existe una función de auditoría interna que reporta al Comité de Auditoría o al Presidente del Órgano de Administración y que es responsable de la evaluación del sistema de control interno.*

### **Empresas Grandes**

El grado de cumplimiento es del 80%: sólo dos empresas indicaron que no poseen una función o departamento de auditoría interna, siendo el Comité de Auditoría quien supervisa el sistema de control interno.

En las emisoras que poseen una función de Auditoría Interna, se destacan las siguientes características:

- En todas reporta al comité de auditoría, quien evalúa su desempeño y su grado de independencia
- Entra las funciones se encuentra garantizar la eficiencia del sistema de control interno y realizar auditorías periódicas a los distintos procesos.
- En Endesa desempeña sus funciones conforme la legislación internacional (ley 262 del parlamento italiano y SOX de Estados Unidos) y normas del ejercicio profesional de auditoría interna. y
- En Siderar, Aluar, Molinos, Metrogas, y Gas Natural la función de auditoría interna realiza su trabajo de acuerdo a las normas internacionales para el ejercicio de la profesión, emitidas por el Instituto de Auditores Internos (IIA).
- En Central Puerto los auditores son miembros del Instituto de Auditores de Argentina (IAIA)

### **Empresas Pequeñas**

El 70% de las empresas no posee un departamento de Auditoría interna. Indican que las tareas recaen en las distintas áreas, en el comité de auditoría, directores ejecutivos.

Las empresas que poseen una función de auditoría interna, indican que la misma reporta al comité y al Directorio. Solo Petrolera indica expresamente que no se basa en las normas

internacionales, sino en las del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

***Recomendación IV.3.*** *Los integrantes del Comité de Auditoría hacen una evaluación anual de la idoneidad, independencia y desempeño de los Auditores Externos, designados por la Asamblea de Accionistas. Describir los aspectos relevantes de los procedimientos empleados para realizar la evaluación.*

### **Empresas Grandes**

En todas las empresas el Comité de Auditoría evalúa la idoneidad y desempeño de los Auditores Externos. Sin embargo, a tres emisoras se les asigna cumplimiento parcial porque no brindan mayor detalle.

En resto de las empresas, la evaluación se realiza en forma permanente, mediante reuniones periódicas donde se verifica la información de los estados contables, y la ejecución y cumplimiento del plan de trabajo anual. También se evalúa la metodología de trabajo utilizada, las políticas de control, las presentaciones e informes realizados. En cuanto a la idoneidad, se validan los antecedentes y las declaraciones juradas de los auditores.

Se destaca el detalle brindado por:

- Molinos, quien evalúa el cumplimiento del código de conducta, las políticas de independencia y rotación, la capacitación, y las consultas realizadas vs resultados obtenidos.
- Endesa, que detalla el plan de actuación y la documentación requerida para evaluar el plan de auditoría, la independencia de los auditores, los honorarios, la idoneidad, el funcionamiento del sistema de control, la aplicación de políticas de gestión de riesgos

### **Empresas Pequeñas**

El grado de cumplimiento de la recomendación es del 65%.

En el 50% de las empresas, el Comité de Auditoría evalúa en forma anual el desempeño de los auditores externos en lo que respecta a:

- Condiciones personales y profesionales; experiencia y participación en otras empresas de los auditorios, que hacen a su idoneidad e independencia
- Plan anual de auditoría y su evolución
- Metodología y procedimientos aplicados a la recolección de información y evidencias
- Informes emitidos
- Sugerencias y recomendaciones de control interno.

El 30% de las emisoras poseen cumplimiento parcial porque si bien indican que anualmente el comité de auditoría evalúa la idoneidad y desempeño de los Auditores Externos, no brindan mayor detalle ni explicación. Solo indican que la evaluación la efectúa en cumplimiento de las normas y legislación vigente.

De las dos empresas que son exceptuadas de contar con un comité de Auditoría, una no se expide sobre la recomendación, y la otra indica que la selección y evaluación del auditor externo es atribución de la Asamblea.

***Recomendación IV.4.*** *La Emisora cuenta con una política referida a la rotación de los miembros de la Comisión Fiscalizadora y/o del Auditor Externo; y a propósito del último, si la rotación incluye a la firma de auditoría externa o únicamente a los sujetos físicos.*

### **Empresas Grandes y Pequeñas**

Todas manifiestan que cumplen con la legislación pero ninguna cuenta con políticas de rotación. El motivo es que no consideran apropiado ni necesario rotar tanto a la comisión fiscalizadora ni a la firma auditora. En cuanto al estudio auditor, no es conveniente su rotación, fundamentada por la complejidad y la confidencialidad técnica y comercial.

En lo que respecta a la Comisión Fiscalizadora, en algunos casos describen que se renueva anualmente conforme lo establece el Estatuto, pero esta renovación no implica nuevos miembros. En otros, manifiestan que la Comisión Fiscalizadora no rota por política de estabilidad de la composición, dada la idoneidad y conocimientos que poseen sobre la empresa.

### **CONCLUSIONES PRINCIPIO IV:**

El principio tiene como objetivo contar con una función de auditoría que asegure la integridad y veracidad de la información contable.

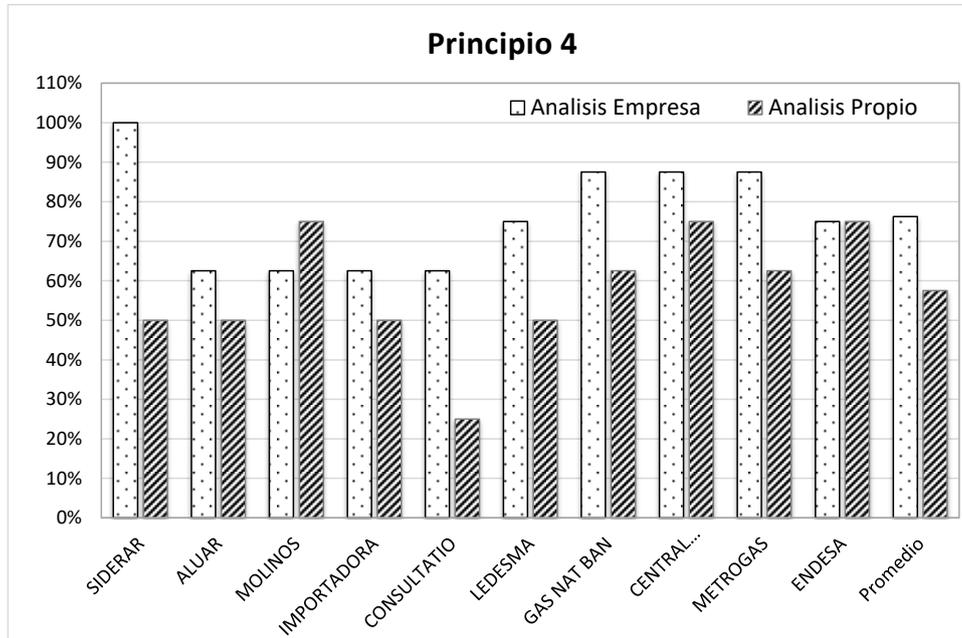
El principio se relaciona con el componente institucional dadas las reglamentaciones y leyes que regulan la existencia del Comité de Auditoría, y un componente conductual por cuanto se refiere a los mecanismos internos que garantizan la transparencia, disponibilidad y veracidad de la información financiera y operativa

El Gráfico 13 resume el cumplimiento del principio para las empresas grandes, las cuales presentan un cumplimiento medio del principio: 57,5%.

Se destaca que sólo una emisora posee un cumplimiento inferior al 50%, lo que muestra es una tendencia al cumplir al menos ciertos los aspectos mínimos referidos a la función Auditoría.

La recomendación sobre la rotación es la que presenta menor cumplimiento y mayor diferencia respecto a la evaluación de la emisora.

Gráfico 13: Cumplimiento del principio 4 para la muestra de empresas de mayor tamaño



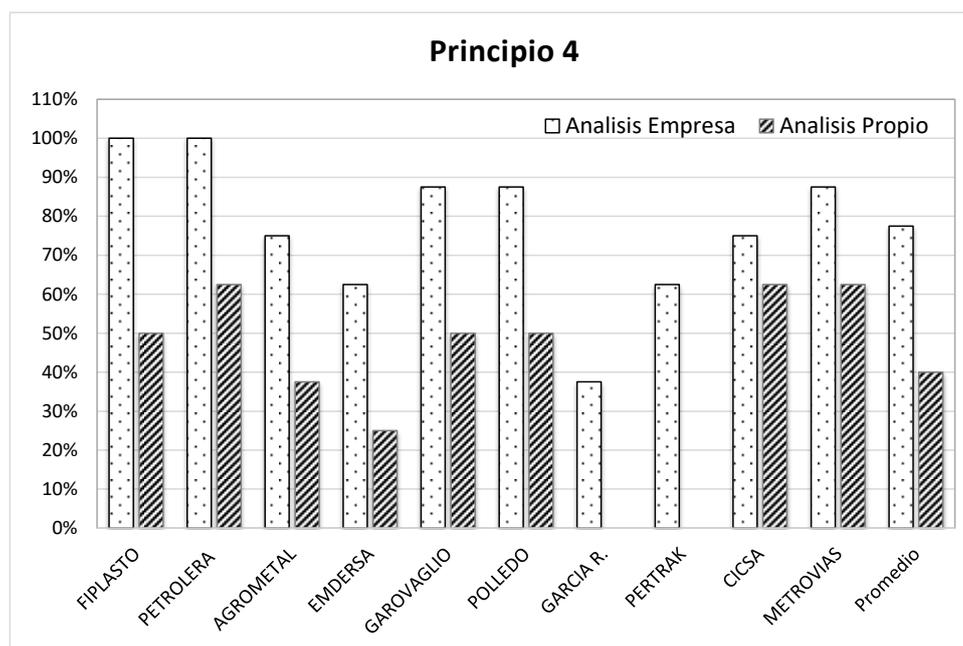
Fuente: Elaboración propia

La muestra de empresas de menor tamaño presenta características diferenciales:

- A pesar de autoevaluarse con un grado de cumplimiento similar a las grandes empresas, el análisis realizado arroja un menor grado de cumplimiento, en consecuencia, mayor diferencia
- En las evaluaciones individuales de cada emisora, se observan diferencias significativas, no existiendo patrones comunes
- Dos emisoras están legalmente exceptuadas de contar con Comité de auditoría, por lo cual no lo poseen ni cuentan con funciones independientes. Esto evidencia la escasa relevancia asignada al control interno.
- En contrapartida con la muestra de grandes empresas, la recomendación sobre una función independiente de auditoría interna sí tiene diferentes evaluaciones: solo el 25% cumple mientras las grandes empresas tienen un cumplimiento del 80%.

El Gráfico 14 resume el cumplimiento en empresas pequeñas.

Gráfico 14: Cumplimiento del principio 4 para la muestra de empresas de menor tamaño



Fuente: Elaboración propia

En principio, el tamaño afecta al cumplimiento porque las normas CNV exigen de contar con Comité de Auditoría a pymes.

Dado que no existen patrones de cumplimiento para cada grupo, tampoco se puede concluir sobre las similitudes o diferencias, de cada grupo. Sin embargo, dadas las particularidades enunciadas, se puede suponer que el tamaño de la organización es un factor que afecta al cumplimiento. En cuanto a esto, la conclusión más relevante, es que la justificación de las empresas pequeñas de no cumplimiento, es precisamente el tamaño: dada su envergadura consideran no necesarios comités, procesos documentados o, mecanismos de control.

## **PRINCIPIO V. RESPETAR LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS**

**Recomendación V.1:** *Asegurar que los accionistas tengan acceso a la información de la Emisora.*

**V.1.1.** *El Órgano de Administración promueve reuniones informativas periódicas con los accionistas coincidiendo con la presentación de los estados financieros intermedios. Explicitar indicando la cantidad y frecuencia de las reuniones realizadas en el transcurso del año.*

## **Empresas Grandes**

El cumplimiento de la recomendación es del 20%

El 70% de las empresas no promueve ni realiza reuniones, más allá de la Asamblea anual y lo establecido por la normativa vigente, y no consideran que sea necesario establecer acciones al respecto, debido a:

- el derecho de participación de accionistas minoritarios se encuentra asegurado
- la información se encuentra disponible con suficiente anticipación.
- la información se publica según los requisitos de la CNV y la ley de sociedades comerciales.
- Mucha información es pública y se comunica como Hecho relevante y se encuentra en la página de la CNV
- existen canales de comunicación para que los accionistas planteen sus consultas

El 20% de las emisoras poseen cumplimiento parcial, porque si bien no promueven reuniones informativas periódicas, si realizan las mismas a pedido de los inversores, generalmente mayoritarios.

Solo una emisora manifestó que, más allá del cumplimiento de la normativa vigente, a través de su departamento de Relaciones con el Inversor mantiene reuniones periódicas con inversores particulares e institucionales, accionistas y analistas bursátiles.

## **Empresas Pequeñas**

A pesar que en la autoevaluación el cumplimiento es del 50%, en la evaluación del analista externo surge que ninguna empresa cumple, porque la totalidad no promueve reuniones periódicas más allá de lo establecido por la legislación vigente, por lo que no consideran necesario establecer más reuniones.

Indican que toda la información requerida por las normas es publicada, por lo que los accionistas pueden acceder a la misma, y por otra parte que el Directorio está disponible a recibir inquietudes y consultas de los accionistas.

*V.1.2. La Emisora cuenta con mecanismos de información a inversores y con un área especializada para la atención de sus consultas. Adicionalmente cuenta con un sitio web que puedan acceder los accionistas y otros inversores, y que permita un canal de acceso para que puedan establecer contacto entre sí. Detallar.*

## **Empresas Grandes**

El cumplimiento es del 90%:

- Todas empresas poseen un sitio web con información para inversores.
- El 80% de las emisoras poseen un área o sector especializada en la atención de consultas: responsable de Relaciones con el Mercado, Responsable de Relaciones con los Inversores, Gerencia de Asuntos Legales.
- En Aluar, la información la brinda la secretaria del Directorio
- Central Puerto no indica nada al respecto.

## **Empresas Pequeñas**

El cumplimiento de la recomendación es del 45%.

El 30% de las emisoras incumple por no poseer página web ni área especializada.

El 40% cumple parcialmente dado que posee una página web con información relevante para el inversor, pero no cuenta con un área especializada en la atención de consultas.

El 10% cumple parcialmente porque tiene un Responsable Relaciones con el Mercado pero no sitio web.

El 20% posee una página web con información institucional y un área especializada en la atención de inversores.

Algunas empresas argumentaron que atendiendo al tamaño y estructura de la misma, es que no poseen un área especializada. Otro argumento para no cumplir con la recomendación, es que la información relevante para inversores es de libre acceso, ya que se encuentra disponible en la página de CNV y se publica de acuerdo a las normativas vigentes.

***Recomendación V.2: Promover la participación activa de todos los accionistas.***

***V.2.1. El Órgano de Administración adopta medidas para promover la participación de todos los accionistas en las Asambleas Generales de Accionistas. Explicitar, diferenciando las medidas exigidas por ley de las ofrecidas voluntariamente por la Emisora a sus accionistas.***

## **Empresas Grandes**

El 90% de las emisoras consideran que, en dado el cumplimiento de la normativa vigente (Ley de Sociedades Comerciales y normativa de CNV y BCRA), se encuentra asegurado el ejercicio de los derechos de accionistas minoritarios. Por lo tanto, no adoptan medidas voluntarias ya que las vigentes son suficientes.

Solo una empresa manifestó que además de las medidas legales, publica en la web de la compañía toda la información y promueve reuniones informativas previas a la Asamblea, con el propósito de poner en conocimiento a los accionistas sobre lo concerniente a la misma.

### **Empresas Pequeñas**

Ninguna empresa adopta medidas adicionales o voluntarias para invitar a los accionistas o promover su participación. Todas indican que cumplen la legislación y reglamentaciones vigentes, y hasta el momento no se han presentado inconvenientes ni objeciones respecto a las convocatorias. Consideran que las normas de la CNV y Bolsa de Comercio y ley de sociedades son suficientes porque prevén los medios de comunicación para que los accionistas se informen.

*V.2.2. La Asamblea General de Accionistas cuenta con un Reglamento para su funcionamiento que asegura que la información esté disponible para los accionistas, con suficiente antelación para la toma de decisiones. Describir los principales lineamientos del mismo.*

### **Empresas Grandes y Pequeñas**

Ninguna emisora posee un reglamento para el funcionamiento de la Asamblea. Consideran que no son necesarias acciones adicionales a las previstas por la legislación, dado que esta asegura que la información esté disponible con suficiente antelación.

Tres emisoras pequeñas y dos grandes manifestaron que el Directorio arbitra los medios para que la información esté disponible para los accionistas con suficiente antelación y una de ellas que esa práctica es norma de la organización

Solo una empresa, del grupo de las grandes manifestó que esta bajo análisis y evaluación la redacción de un reglamento.

*V.2.3. Resultan aplicables los mecanismos implementados por la Emisora a fin que los accionistas minoritarios propongan asuntos para debatir en la Asamblea General de Accionistas de conformidad con lo previsto en la normativa vigente. Explicitar los resultados.*

### **Empresas Grandes y Pequeñas**

A todas las empresas se les asigna cumplimiento parcial porque han manifestado que los mecanismos implementados son los previstos en la normativa vigente, no existiendo ningún impedimento para que los accionistas minoritarios propongan temas a debatir en la Asamblea.

Más allá de la normativa vigente no poseen mecanismos adicionales y no explican tampoco los resultados. Solo que no hay impedimento ni restricción estatutaria o fáctica para la propuesta de temas.

*V.2.4. La Emisora cuenta con políticas de estímulo a la participación de accionistas de mayor relevancia, tales como los inversores institucionales. Especificar.*

### **Empresas Grandes y Pequeñas**

Ninguna empresa cuenta con políticas de estímulo a la participación de accionistas de mayor relevancia. Todas manifiestan que cumplen con las medidas estatutarias y legales, no realizando acciones adicionales, principalmente porque no lo consideran necesario, ya que la normativa legal alcanza a todos los accionistas.

Entre las empresas grandes, Molinos y de las pequeñas, Agrometal, manifestaron que no considera razonable hacer distinción con los accionistas de mayor relevancia, y que la participación se basa en la equidad e igualdad.

*V.2.5. En las Asambleas de Accionistas donde se proponen designaciones de miembros del Órgano de Administración se dan a conocer, con carácter previo a la votación: (i) la postura de cada uno de los candidatos respecto de la adopción o no de un Código de Gobierno Societario; y (ii) los fundamentos de dicha postura.*

### **Empresas Grandes**

El cumplimiento es del 10%, dado por Molinos, única empresa que manifestó que se dan a conocer previamente la votación la postura y los fundamentos de la misma

Del resto de las emisoras, dos manifestaron (Metrogas y Central Puerto) que la recomendación será adoptada en la próxima Asamblea que proponga las designaciones de directores y todas las demás que la normativa no lo exige y tampoco lo consideran necesario, por lo que no prevén implementarlo en el corto plazo

### **Empresas Pequeñas**

Ninguna empresa cumple con la recomendación. El fundamento es que la normativa vigente no lo exige y que la Asamblea no lo considera necesario.

***Recomendación V.3: Garantizar el principio de igualdad entre acción y voto.***

*La Emisora debe responder si cuenta con una política que promueva el principio de igualdad entre acción y voto. Indicar cómo ha ido cambiando la composición de acciones en circulación por clase en los últimos tres años.*

**Empresas Grandes**

El 80% de las emisoras posee acciones con igualdad de derechos: un voto por acción, incluso en algunos casos que poseen dos clases de acciones.

Solo dos empresas poseen acciones ordinarias con derecho a 1 voto y acciones preferidas con derecho a 5 votos:

- en una emisora las acciones ordinarias representan el 99% del capital y su participación no ha variado
- la otra emisora indicó que el porcentaje de acciones con derecho a 5 votos ha disminuido en la última emisión accionaria donde se incrementó el capital de la compañía: del 2,36% pasaron a representar el 0,24% del total de las acciones.

**Empresas Pequeñas**

El grado de cumplimiento es menor, existiendo dispersión entre la respuesta de la emisora y el análisis realizado: 50% vs 80%

Dos empresas reconocen que poseen diferentes clases de acciones con derechos diferenciales. Otras tres emisoras manifiestan cumplir la recomendación, porque los accionistas pueden ejercer derechos según el tipo de acciones que poseen y según lo establecido en el Estatuto. Sin embargo, del análisis de la memoria y datos, surge que poseen dos clases de acciones con diferente derecho a voto. Ninguna manifiesta que en los últimos años hayan existido variaciones en la composición accionaria.

***Recomendación V.4: Establecer mecanismos de protección de todos los accionistas frente a las tomas de control.*** Adhiere al régimen de oferta pública de adquisición obligatoria. Caso contrario, explicitar si existen otros mecanismos alternativos, previstos estatutariamente, como el tag along.

El artículo 90 de la ley de Mercado de Capitales 26831, establece que el Régimen de Oferta Pública de Adquisición Obligatoria comprende a todas las sociedades que coticen en

bolsa, aun aquellas que bajo el régimen anterior hubieran optado por excluir su aplicación o que estatutariamente no adhieran al mismo.

### **Empresas Grandes**

A pesar de lo establecido por la ley de mercado de capitales, solo el 60% adhiere o manifiesta modificar su Estatuto conforme lo establecido legalmente.

El resto de las emisoras indica que no adhiere Régimen de Oferta Publica Obligatoria ni posee mecanismos adicionales de protección frente a tomas de control.

### **Empresas Pequeñas**

No obstante la legislación vigente, sólo el 40% indica que no se encuentra adherida al Régimen de Oferta Publica Obligatoria.

Solo Garovaglio manifiesta que el Estatuto prevé mecanismos a fin de tutelar los intereses de los accionistas minoritarios. El resto de las emisoras manifestaron que no posee otros mecanismos adicionales de protección frente a tomas de control.

***Recomendación V.5: Alentar la dispersión accionaria de la Emisora.*** La Emisora cuenta con una dispersión accionaria de al menos 20 por ciento para sus acciones ordinarias. Caso contrario, si cuenta con una política para aumentar su dispersión accionaria en el mercado.

### **Empresas Grandes**

El 70% de las compañías cuentan con una dispersión accionaria mayor al 20%, manifestando que no ha variado en los últimos 3 ejercicios.

De las 3 emisoras que no poseen un 20% de dispersión, en una de ellas el grupo controlante tiene el 70% de las acciones, y ANSES el 26,6%, estando en poder de inversores individuales solo el 3.4%.

Entre las emisoras que cuentan con dispersión mayor al 20%, se encuentra un caso a destacar: el grupo mayoritario posee el 70% de las acciones, pero del 30% en circulación, el 13% corresponde a ANSES.

## **Empresas Pequeñas**

Solo el 40% de las emisoras posee una dispersión accionaria superior al 20%. En el resto, el accionista mayoritario retiene mayor porcentaje de capital. La composición no ha variado en los últimos años.

**Recomendación V.6:** *Asegurar que haya una política de dividendos transparente.*

**V.6.1.** *La Emisora cuenta con una política de distribución de dividendos prevista en el Estatuto Social y aprobada por la Asamblea de Accionistas en las que se establece las condiciones para distribuir dividendos en efectivo o acciones. De existir la misma, indicar criterios, frecuencia y condiciones que deben cumplirse para el pago de dividendos.*

## **Empresas Grandes**

La recomendación se cumple en un 20%: solo una emisora posee una política de distribución de dividendos establecida en su Estatuto Social y dos empresas cumplen parcialmente:

- Una posee una política de distribución de dividendos, pero no está prevista en el Estatuto. La misma consisten en distribuir en efectivo hasta el 10% del resultado.
- No posee política, pero el Estatuto establece la asignación de resultados y pago de dividendos.

En el resto de las emisoras, es el Directorio quien pone a consideración de la Asamblea el destino de los resultados, considerando la situación financiera, las perspectivas y circunstancias particulares, los planes de inversión de cada ejercicio.

## **Empresas Pequeñas**

El grado de cumplimiento es del 20%, dado por el cumplimiento parcial de las emisoras que indican que no poseen una política de distribución de dividendos, pero que el Estatuto fija las pautas para la asignación de resultados y pago de dividendos, siendo el Directorio quien eleva la propuesta de pago de dividendos.

Al igual que en las grandes empresas, el Directorio evalúa los resultados obtenidos, la liquidez, las necesidades y financiamiento y luego propone el destino de los resultados a la Asamblea.

**V.6.2.** *La Emisora cuenta con procesos documentados para la elaboración de la propuesta de destino de resultados acumulados de la Emisora que deriven en constitución de reservas legales, estatutarias, voluntarias, pase a nuevo ejercicio y/o pago de dividendos. Explicitar dichos procesos.*

### **Empresas Pequeñas**

Ninguna empresa cuenta con procesos documentados para el destino de resultados acumulados. Indican que se cumple con la normativa en cuanto al destino de resultados, y cumplimiento de las reservas legales y estatutarias. El Directorio, considerando la situación patrimonial, económica y financiera de la empresa, la coyuntura, inversiones futuras, realiza una propuesta a la Asamblea.

### **CONCLUSIONES PRINCIPIO V:**

El principio tiene por objetivo evaluar el respeto de los derechos de todos los accionistas, el acceso a la información y la participación, la retribución en forma de dividendos y la dispersión accionaria. Está relacionado con la dimensión contractual, haciendo referencia a:

- los factores internos como la estructura de capital y la relación entre inversores,
- los mecanismos internos de Derechos y Protección de accionistas y Transparencia en la revelación de información
- filosofía de propiedad dispersa, que protege en especial a accionistas minoritarios mediante mecanismos como la igualdad de derecho a voto, el trato equitativo, no hacer tomas de control (Heugens y Otten, 2005)

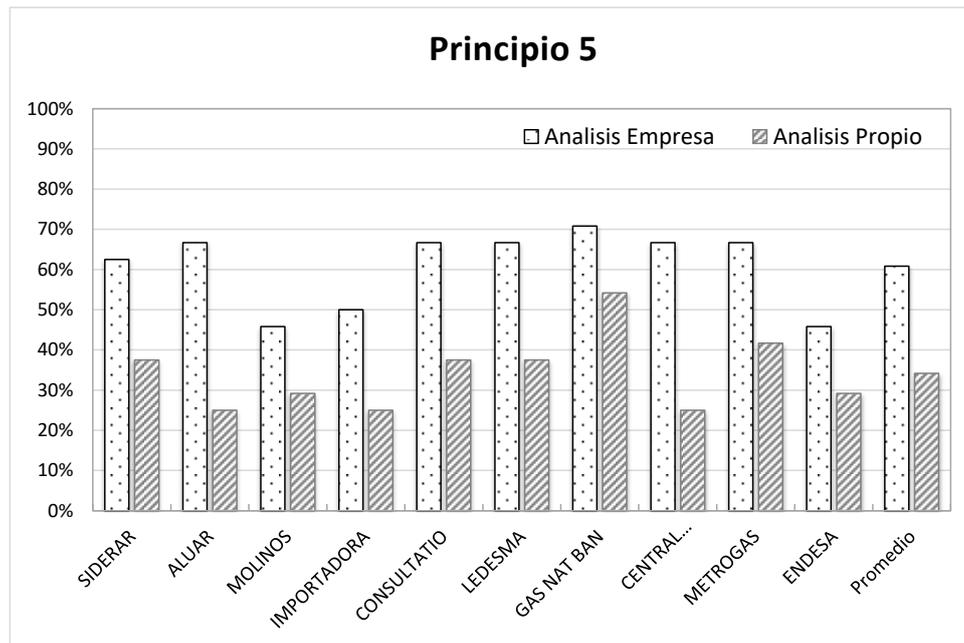
La muestra de grandes empresas arrojó diferencias entre las evaluaciones: 60% de auto cumplimiento y solo 34% en la evaluación del analista externo (Gráfico 15).

Las mayores diferencias se presentan en las recomendaciones sobre:

- participación y estímulo y promoción para la misma tanto en asambleas como en reuniones.
- documentación sobre asignación de resultados y pago de dividendos.

Se destaca que solo una emisora cumple el principio en un 50%, el resto obtienen cumplimientos inferiores. En cuanto a la auto evaluación, ninguna supera el 75% de cumplimiento.

Gráfico 15: Cumplimiento del principio 5 para la muestra de empresas de mayor tamaño

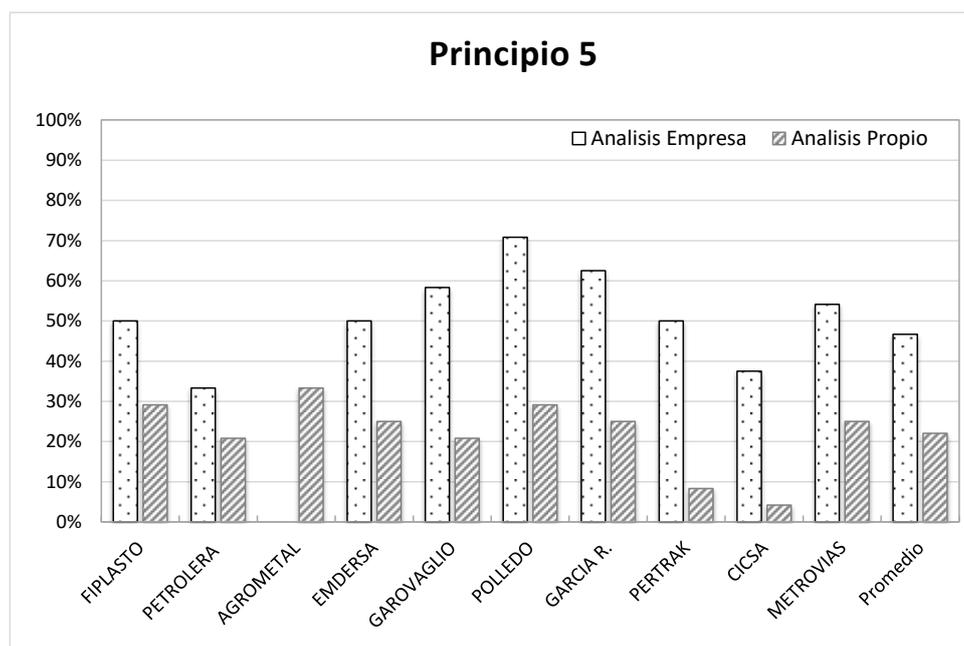


Fuente: Elaboración propia

En las empresas de menor tamaño también se aprecian diferencias significativas en ambos análisis, y aún mayores a la muestra anterior. Las empresas de menor tamaño indican un cumplimiento del 46%, superior al del análisis efectuado, donde solo obtienen un 22% (Gráfico 16).

Este bajo nivel de cumplimiento es consecuencia de empresas con accionistas mayoritarios, en muchos casos familias fundadoras, que tienen una fuerte presencia en la dirección de la organización, por lo que no ven necesario modificar ni ampliar la participación de accionistas tanto en la estructura de capital (dispersión accionaria) como en las decisiones e información.

Gráfico 16: Cumplimiento del principio 5 para la muestra de empresas de menor tamaño



Fuente: Elaboración propia

De la comparación entre ambas muestras, surge que el tamaño posee cierta influencia en el cumplimiento. Sin embargo, al comparar las dispersiones en las evaluaciones de las empresas y en la propia, se observa que el gap es similar.

## **PRINCIPIO VI. MANTENER UN VÍNCULO DIRECTO Y RESPONSABLE CON LA COMUNIDAD**

**Recomendación VI:** *Suministrar a la comunidad la revelación de las cuestiones relativas a la Emisora y un canal de comunicación directo con la empresa.*

**VI.1.** *La Emisora cuenta con un sitio web de acceso público, actualizado, que no solo suministre información relevante de la empresa y que también recoja inquietudes de usuarios.*

### **Empresas Grandes**

La totalidad de las empresas poseen un sitio web institucional que incluye información institucional, operativa y financiera actualizada, con contenidos sobre su historia, producto, comunidad, inversores, desempeño económico, ambiental y social. En general, hay un vínculo Inversores, en el cual se encuentran disponibles sus memorias y balances anuales, informes de sostenibilidad, comunicados de prensa.

Las páginas cuentan con contacto por sectores de la empresa para que los usuarios puedan enviar sus consultas y/o comentarios.

En algunos casos cuenta con acceso directo a Línea Ética, un apartado especial para denuncias, como se analizará más adelante.

### **Empresas Pequeñas**

El grado de cumplimiento del principio es del 65%:

- Cinco empresas poseen un sitio web con información institucional, comercial y de relevancia para los inversores
- Tres empresas poseen sitio web pero con información parcial
- Dos empresas no poseen sitio web y la información de importancia para el inversor la entregan a CNV para su publicación

*VI.2. La Emisora emite un Balance de Responsabilidad Social y Ambiental con frecuencia anual, con una verificación de un Auditor Externo independiente. Especificar que normas o iniciativas han adoptado para llevar a cabo su política de responsabilidad social empresaria*

### **Empresas Grandes**

El grado de cumplimiento del principio es del 35%: cuatro empresas emiten un balance de responsabilidad corporativa según directrices Global Reporting Initiative (GRI) para la elaboración de memorias de sustentabilidad. De las cuales, tres de ellas cuentan con auditoría externa. Además, dos empresas adhieren también al Pacto Global de Naciones Unidas.

### **Empresas Pequeñas**

Ninguna empresa emite balance. Cuatro empresas indicaron que llevan a cabo acciones e iniciativas de RSE, que tiene un fuerte compromiso ambiental y una política activa de protección. Una empresa manifestó que cuenta con certificación ISO 14001.

Ninguna empresa especifico normas o iniciativas en lo que a responsabilidad social empresaria respecta

### **CONCLUSIONES PRINCIPIO VI:**

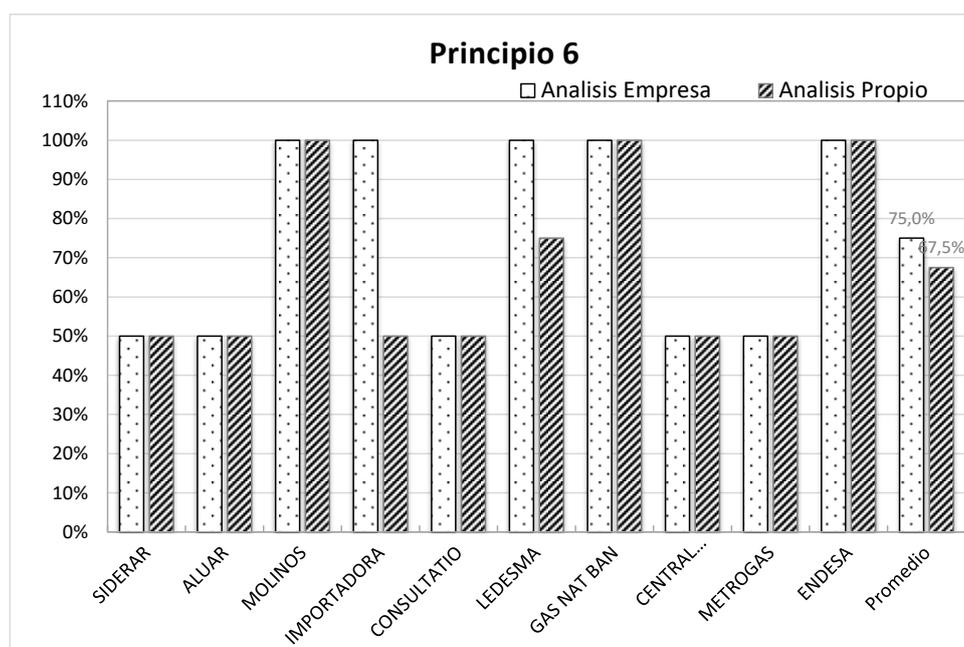
El principio está relacionado con el componente conductual, de adopción voluntaria dado que no existe ninguna regulación relacionada.

La existencia de página web informativa y de balance social pone de manifiesto la orientación a todos los interesados más que hacia los accionistas y el interés de la compañía por los vínculos con la comunidad, lo que incluye la rendición de cuentas hacia la misma y la transparencia, como mecanismo interno del GC.

Dentro de los enfoques de gobernanza de Heugens y Ottens (2005), el principio se encuadra dentro de Conformidad a la estima, en la cual se encuentra el informe social, que se refiere al desempeño no económico de la compañía.

Aunque es un principio no normativo, dada la claridad y poca ambigüedad de las recomendaciones, la evaluación es clara y precisa, por lo que existe coincidencia en la evaluación de las emisoras y la propia en la muestra de las grandes empresas grandes (Gráfico 17).

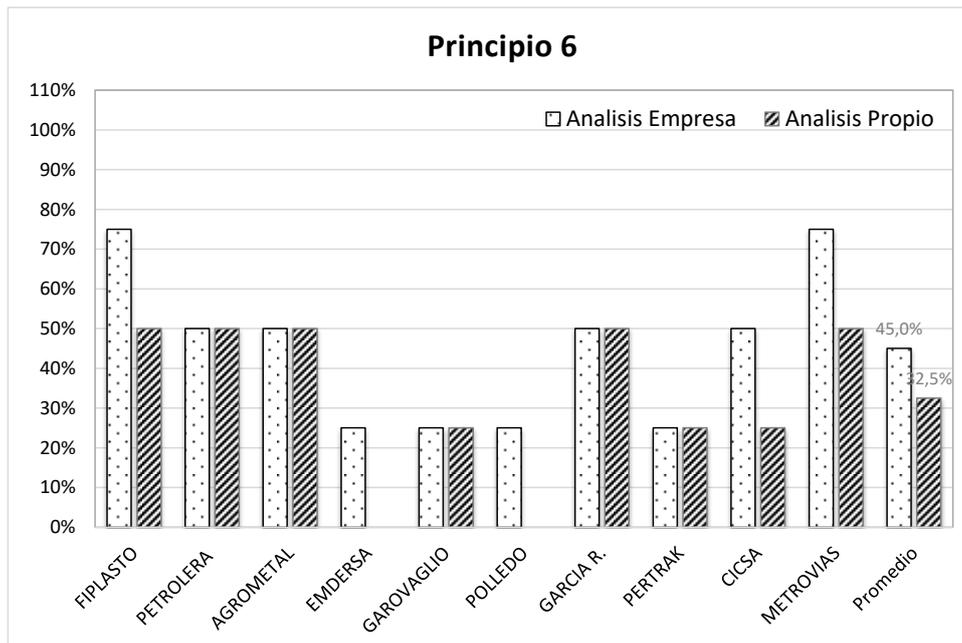
Gráfico 17: Cumplimiento del principio 6 para la muestra de empresas de mayor tamaño



Fuente: Elaboración propia

El Gráfico 18 muestra que en las empresas pequeñas el grado el cumplimiento auto asignado es significativamente menor: 45%. La evaluación realizada por el analista externo arroja también un menor grado de cumplimiento y una mayor diferencia respecto a la autoevaluación de las empresas.

Gráfico 18: Cumplimiento del principio 6 para la muestra de empresas de menor tamaño



Fuente: Elaboración propia

En este caso, el tamaño de la organización es un factor de diferencias, ya que al poseer menor tamaño y en consecuencia menor estructura, y a su vez contar con accionistas mayoritarios, no poseen desarrollados ciertos aspectos de relaciones e información con la comunidad.

#### **PRINCIPIO VII. REMUNERAR DE FORMA JUSTA Y RESPONSABLE**

En el marco para el gobierno societario se debe:

**Recomendación VII:** Establecer claras políticas de remuneración de los miembros del Órgano de Administración y gerentes de primera línea de la Emisora.

La Emisora debe responder si cuenta con un Comité de Remuneraciones:

#### **Empresas Grandes**

El cumplimiento de esta recomendación es del 20%: solo dos empresas poseen un Comité de Remuneraciones.

Entre el 80% que no posee, el motivo prevaleciente es que no lo consideran necesario. En lo que respecta a las decisiones y políticas de remuneración de directores y gerentes de primera línea, la mayoría está sujeta a las disposiciones legales en cuanto a Directores, siendo

la Asamblea quien fija su retribución. Para los gerentes se basan en valores de mercado y políticas propias de las áreas de Recursos Humanos. Las particularidades son las siguientes:

- Siderar manifiesta que no lo consideran necesario para directores. En cuanto a los gerentes de primera línea, son empelados de la sociedad por lo tanto su remuneración la fija el área de Recursos Humanos
- Molinos indica que la Asamblea fija la remuneración de directores, y la Gerencia General en conjunto con la gerencia de Recursos Humanos define remuneración de los gerentes.
- Aluar fija la remuneración observando los valores de mercado doméstico.
- Consultatio remunera a sus gerentes según benchmarking con otras compañías, y a los directores según lo establecido por la Asamblea.
- Importadora cuenta con una política de selección desarrollo y remuneración de Gerentes fijada por la Dirección de Recursos Humanos. Para el caso de directores y presidente, se tienen en cuenta disposiciones legales
- En Ledesma, la remuneración de directores está prevista por el Estatuto.
- Endesa explica la forma de remuneración de directores, y que la remuneración de gerentes es determinada por estudios de mercado comparativos.
- Gas Natural fija la remuneración de directores con aval del Comité de Auditoría. A su vez, cuenta con una dirección de recursos humanos que en base a estudios y valores de mercado fija las remuneraciones.

Las dos empresas que cumplen con la recomendación son Central Puerto y Metrogas.

Central Puerto cuenta con un Comité de Remuneraciones, formado por el gerente general y el gerente de Recursos Humanos, por lo tanto sus miembros poseen idoneidad. La conformación del comité está dada por las características y tamaño de la sociedad. Por lo tanto, no cuenta con un mínimo de 3 miembros directores ni con requisitos de independencia. Se reúnen al menos dos veces al año, y sus decisiones no son vinculantes. Su injerencia es sobre la remuneración de gerentes de primera línea, no así sobre directores. Define las remuneraciones variables y los planes de promoción, sucesión y retiro.

Metrogas cuenta con un Comité de Nombramientos y Remuneraciones, el cual fue designado por el Directorio, y está formado por un representante de accionistas mayoritarios y dos directores independientes. El comité es presidido por el presidente del comité auditoría, quien siempre asiste a la Asamblea tal como lo establece el reglamento del comité. Dado que no todos cuentan con formación en Recursos humanos, el comité cuenta con el asesoramiento

director RRHH y de consultoras contratadas si fuere necesario. Según indican, se reúnen al menos dos veces al año.

En cuanto a sus tareas específicas, analiza los salarios y beneficios mediante estudios de mercado y encuestas tercerizadas. En función de valores de mercado y objetivos establecidos para cada puesto, el comité aprueba la remuneración variable, fijando las pautas de la misma para gerentes de primera línea, no existiendo esquema de remuneración variable de directores.

Su reglamento no establece dentro de sus funciones la definición de políticas de retención, promoción y despido de personal clave.

### **Empresas Pequeñas**

Ninguna empresa manifestó tener Comité de Remuneraciones y tampoco lo consideran necesario. El principal argumento es el tamaño y estructura de la empresa.

A pesar que se solicita explicar cómo se fijan las remuneraciones, algunas expresaron como se fijan las remuneraciones de directivos y gerentes:

- En Fiplasto, es la Asamblea la encargada de fijar la remuneración directores y el Comité de Auditoría revisa la misma. En Petrolera, la revisión a la remuneración establecida por la Asamblea la realiza la comisión fiscalizadora
- Estudio de mercado:
  - ✓ García Reguera manifestó que la política global de remuneraciones al personal jerárquico es definida por el Directorio, basándose en las remuneraciones del mercado para los distintos puestos de trabajo
  - ✓ En CICSA es la Asamblea quien fija la remuneración de los directivos, con el objetivo de atraer y retener a los directivos competentes. El nivel gerencial es remunerado en base a valores de remuneración de mercado.
  - ✓ Metrovías también fija la remuneración de sus cuadros directivos en base a las remuneraciones de mercado

El resto de las compañías no manifestaron como se determina la remuneración.

### **CONCLUSIONES PRINCIPIO VII:**

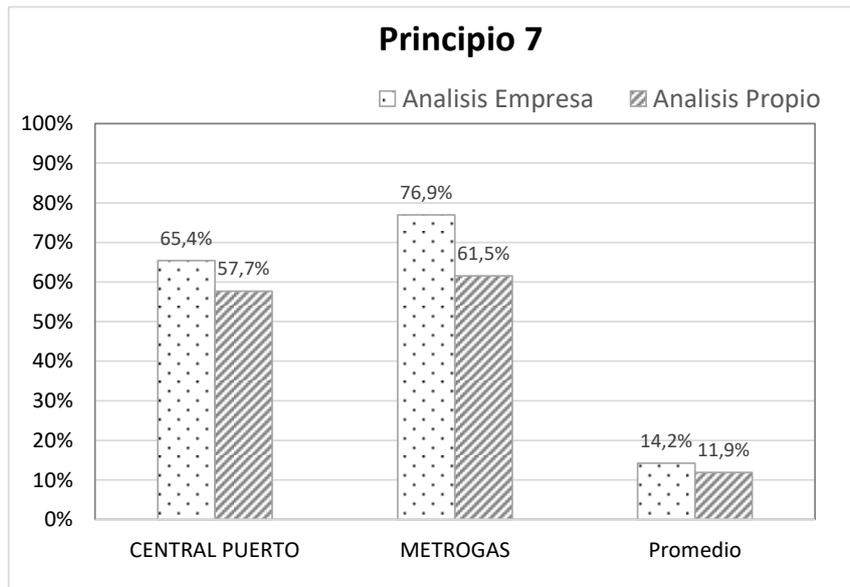
El cumplimiento del principio es muy bajo, no existiendo diferencias entre la evaluación realizada por el analista externo y la autoevaluación de la misma empresa.

El tamaño de la emisora es un factor de diferenciación, ya que todas las empresas de menor tamaño se autoevalúan con incumplimiento, coincidiendo con la evaluación del analista

externo. La justificación es que el tamaño y envergadura no justifican contar con un comité de remuneraciones.

Dentro de las grandes empresas, el grado de cumplimiento general es del 11,9%, dado por solo dos manifestaron contar con un comité de remuneraciones. Para estas dos empresas, el cumplimiento se observa en el Gráfico 19.

Gráfico 19: Cumplimiento del principio 7 para la muestra de empresas de mayor tamaño



Fuente: Elaboración propia

El bajo cumplimiento del principio, y las escasas explicaciones a la metodología, procesos y formas de establecer las remuneraciones de los directores y gerentes de primera línea, dejan en evidencia la falta de importancia y relevancia que las organizaciones le asignan al tema. Considerando que la transparencia en la evaluación, retribución e incentivos son parte de los mecanismos que hacen al diseño organizacional (Fornero, 2007 y Heugens y Otten, 2005) que contribuye al desarrollo de un buen Gobierno Corporativo, se observa una deficiencia en este aspecto, constituyendo un área no valorada por las organizaciones en el aporte a la transparencia.

### **PRINCIPIO VIII: FOMENTAR LA ÉTICA EMPRESARIAL**

**Recomendación VIII:** *Garantizar comportamientos éticos en la Emisora.*

**Recomendación VIII.1:** *La Emisora debe responder si cuenta con un Código de Conducta Empresarial.*

Indicar principales lineamientos y si es de conocimiento para todo público. Dicho Código es firmado por al menos los miembros del Órgano de Administración y gerentes de primera línea. Señalar si se fomenta su aplicación a proveedores y clientes.

### **Empresas Grandes**

Existe alto cumplimiento de este principio: el 80% posee un código de ética o conducta, firmado por directores y gerentes. Entre los aspectos que contempla el código, indicaron temas como cumplimiento de normas y procedimientos; conflictos de interés y partes relacionadas; seguridad de la información, confidencialidad y transparencia; respeto, igualdad y austeridad; información privilegiada, controles internos, corrupción y sobornos; seguridad, medio ambiente y RSE.

Las particularidades de cada emisora se presentan a continuación:

- Siderar posee Código de conducta que es de público conocimiento y difusión. Además, posee un Código de ética para funcionarios financieros de primera línea, que es complementario del código de conducta general. Estos documentos fijan estándares de integridad y transparencia
- En Molinos, el código contempla además disposiciones sobre conflictos de interés y relaciones entre partes. Es de aplicación general a todo el personal. Anualmente, los directores, gerentes y empleados con responsabilidades y puestos sensibles, suscriben una Declaración de Cumplimiento del Código de Conducta.
- Ledesma, Consultatio, Central Puerto y Metrogas cuentan con un Código de Conducta Empresaria (o Ética), de público conocimiento, que alcanza a todo el personal. En algunos casos también aplica a proveedores, contratistas, etc.
- Endesa adhiere al Código de Ética y Plan de tolerancia cero la corrupción de su controlante Enelp SA. La adhesión a los mismos, así como también a otras políticas y directrices, busca preservar los derechos, integridad, transparencia, confidencialidad, evitando comportamientos delictivos y objetables.
- Gas Natural tiene Código Ético define pautas de relación entre empleados y empresas colaboradoras. Para asegurar su implementación y cumplimiento, existe una Comisión del Código Ético, que reporta al Directorio y es presidida por un miembro del Comité de Auditoria

Entre las que no poseen código de conducta se encuentran Importadora que cuenta con normas y procedimientos individuales que pueden servir de guía de conducta y Aluar que posee un código de principios con lineamientos generales.

### **Empresas Pequeñas**

Solo el 20% de la muestra cumple con el principio, contando con un Código de Ética Empresaria en un caso, y en el otro un Código de conducta empresarial y resolución de conflictos. Ambos son de aplicación interna únicamente.

El 80% que no posee se basa en usos, costumbres, principios éticos que rigen a la empresa. Entre estas empresas, 2 manifestaron que lo van a introducir en un futuro.

***Recomendación VIII.2:** La Emisora cuenta con mecanismos para recibir denuncias de toda conducta ilícita o anti ética. Indicar si el servicio de recepción y evaluación de denuncias es prestado por personal de la Emisora o por profesionales externos e independientes.*

### **Empresas Grandes**

El cumplimiento de la recomendación es del 70%.

Solo una empresa incumple la misma, por no poseer una línea de denuncias ni explicar los motivos de no cumplimiento.

Cuatro empresas poseen cumplimiento parcial:

- Gas Natural porque si bien posee una Comisión de Código Ético que vela por el cumplimiento, en lo que respecta a denuncias no indica los procesos o mecanismos. Manifiesta que canaliza por medio de la Comisión de Código Ético las denuncias recibidas, sin mayores detalles. Los miembros de dicha comisión son por personal interno.
- Central puerto porque manifiesta tener un buzón de recepción, siendo el departamento de autoría externa quien analiza las mismas, pero no detalla sobre la confidencialidad ni los mecanismos.
- Importadora tiene un cumplimiento parcial, porque cuenta con canales para recibir denuncias (web, línea 0800, correo, libro de sugerencias), los que son administrados por personal interno, pero no hay un mecanismo exclusivo de denuncias, sino de manejo de información con terceras partes en general.
- Consultatio posee una página web que permite denunciar confidencialmente, y personalmente las denuncias las recibe el Presidente, pero no detalla sobre la gestión de la misma

Las emisoras que cumplen la recomendación manifestaron que poseen canales de denuncias confidenciales:

- Siderar posee una Línea Transparente, que se ocupa de denuncias recibidas vía teléfono, auditorías internas o intranet, sobre temas como propiedad intelectual, abusos, transparencia e incumplimiento de normas. La administración de la misma es realizada por la Auditoría interna y el Comité de Auditoría
- Molinos, Metrogas y Endesa poseen una Línea Ética para recibir denuncias por teléfono, mail o web, la cual es confidencial y accesible a personal y terceros. Esta línea es administrada por un tercero
- El código de Ética de Ledesma establece que, ante violaciones al código, deben ser denunciadas al superior y al comité de ética. Para esto poseen una línea exclusiva para denuncias, administrada por el Comité de Ética, el cual se encuentra formado por personal interno de primera línea.

### **Empresas Pequeñas**

En congruencia con la recomendación anterior, el 80% de las empresas no posee mecanismos y procedimientos de denuncias. En estas empresas, las denuncias son recibidas por personal interno -responsable de relaciones con el mercado en un caso - y canalizadas por el Directorio y el Comité de Auditoría.

Agrometal y Pertrak, empresas que analizarán incluir Códigos de Conducta, también manifestaron que incluirán mecanismos de denuncias en el futuro.

Las empresas que poseen Código de Conducta, son las que cumplen también con esta recomendación: EDER tiene un procedimiento de gestión de denuncias recibidas y políticas de facilitar denuncia y Fiplasto, cumple parcialmente, porque si bien no los detalla indica que posee mecanismos de recepción de denuncias por parte de personal interno y de gestión de las mismas, asegurando la confidencialidad.

***Recomendación VIII.3:*** *La Emisora cuenta con políticas, procesos y sistemas para la gestión y resolución de las denuncias mencionadas en el punto VIII.2. Describir los aspectos más relevantes.*

### **Empresas Grandes**

Se observa menor grado de cumplimiento respecto a la recomendación anterior: solo el 50%, lo que pone en evidencia que empresas que poseen líneas de denuncias y mecanismos de

recepción, carecen de procedimientos de gestión de las denuncias y resolución de las mismas, y la falta de participación del Comité de Auditoría.

El cumplimiento se da sólo en tres empresas:

- Siderar posee un procedimiento interno Administración de violaciones al código de conducta, que fija los lineamientos para las denuncias en la Línea Transparente y los roles y las responsabilidades en la gestión de denuncias recibidas.
- Endesa cuenta con un procedimiento realizado por un tercero - EthicsPoint - quien recibe y gestiona las denuncias, asegurando la confidencialidad e informando al Comité de Auditoría
- Molinos, posee un procedimiento para gestionar las denuncias recibidas en la Línea Ética y el adecuado tratamiento. Se destaca entre las empresas analizadas, porque para la asegurar el proceso, ha creado un Comité de Ética encargado de analizar la denuncia, definir un plan de acción, concluir sobre la misma y reportar al comité de auditoría.

El Cumplimiento parcial se da principalmente por la falta de explicación de la forma en que se gestiona y resuelve la denuncia:

- Central Puerto tiene un procedimiento de denuncias que define el tratamiento a dar a cada denuncia recibida en el buzón de comunicaciones. El cumplimiento es parcial porque no detalla nada en particular.
- Metrogas indica que posee un protocolo detallado para la recepción, administración y disposición de denuncias, sin dar detalles sobre el mismo.
- Gas Natural indica que los mecanismos previstos permiten comunicar conductas que violen el código, pero no explica cuáles son esos mecanismos. Solo hace mención que las denuncias relacionadas con fraude, auditorias y temas contables se elevan al Comité de Auditoria.
- Ledesma, si bien posee un Comité de Ética encargado de recepcionar denuncias, no amplía sobre la gestión y resolución de denuncias. No responden a cuáles son las políticas y procesos si es que existen, solo manifiesta que se eleva a la gerencia general para que evalúe acciones a seguir

De las tres empresas que no poseen ningún mecanismo, una lo justifica en que es suficiente los medios por los que recepciona las denuncias son suficientes, otra en que no ha recibido denuncias, y la tercera no explica

## **Empresas Pequeñas**

En esta recomendación existe también consistencia en el análisis: el grado de cumplimiento es del 20%, formado por dos empresas con cumplimiento parcial y una total:

- En una el proceso indica que se informa a gerente general y éste al Comité de Auditoría y al Directorio, quienes definen como seguir.
- Otra indica que existe seguimiento de las denuncias y es el Comité de Auditoría quien define las acciones.
- EDER es la única empresa que tiene un Código de conducta empresarial y resolución de conflictos, con lo cual también cuenta con un procedimiento de gestión de denuncias recibidas, y es el mismo Código quien avala el cumplimiento de esta recomendación. Añaden que trimestralmente se reúnen el Comité de Auditoría para evaluar las denuncias y su estado.

Las restantes empresas sin cumplimiento manifiestan no cumplir, o cumplir, pero no explican cómo cumplirían la recomendación.

## ***CONCLUSIONES PRINCIPIO VIII:***

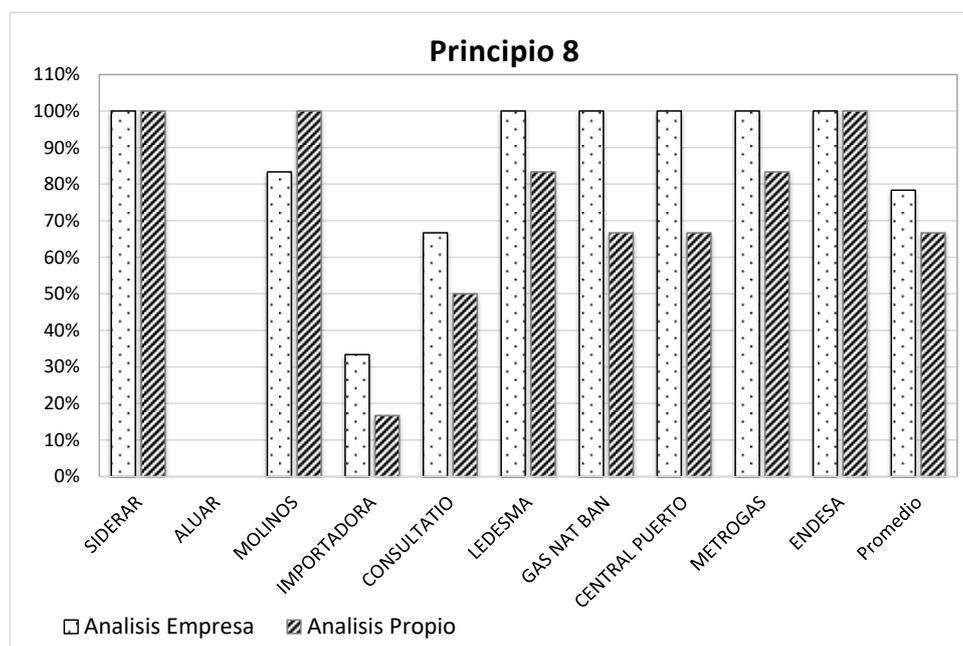
Este principio se refiere también a los mecanismos del diseño institucional que implican un control sobre los directivos:

- Por medio de su componente normativo, ajustándose a las conductas y principios validados en un código
- por sus mecanismos internos: contando con procesos seguros y confidenciales frente a las denuncias

En las empresas grandes, si bien existe diferencia en el cumplimiento total del principio, no se pueden establecer conclusiones generales, sino que se deben tomar en cuenta las particularidades de cada emisora. En el Gráfico 20 se muestra que en algunos casos las evaluaciones son coincidentes, y otros poseen amplias dispersiones entre el análisis de la empresa y el propio.

En general, la baja en la calificación obedece a la falta de explicaciones sobre los procesos y mecanismos para la gestión de denuncias.

Gráfico 20: Cumplimiento del principio 8 para la muestra de empresas de mayor tamaño



Fuente: Elaboración propia

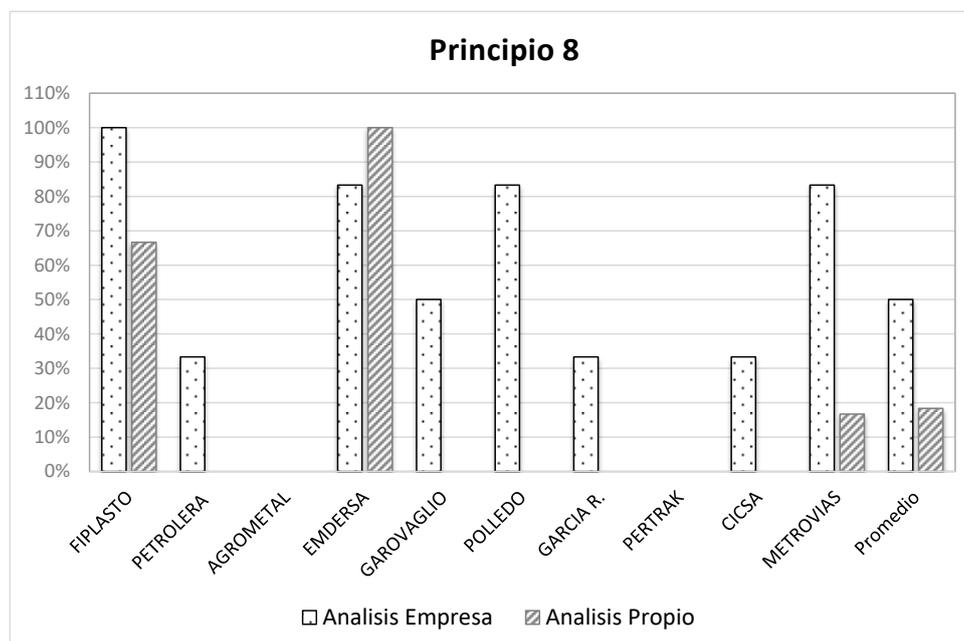
En las empresas de menor tamaño se observa menor cumplimiento general, y una mayor diferencia en cuanto a la autoevaluación (Gráfico 21).

La evaluación arroja un cumplimiento del 18% del principio, con siete emisoras que no cumplen el mismo, a pesar de que cinco de ellas se autoevalúan con algún grado de cumplimiento.

Las principales diferencias obedecen a que las emisoras informan cumplimiento aun cuando reconocen no poseer mecanismos o procesos, o indicar que no consideran necesario implementarlos.

En comparación con el grupo de grandes empresas, se puede afirmar que el tamaño es un factor de diferenciación: las empresas grandes cuentan con Códigos de conducta, con más mecanismos y procesos, así como con tercerización de los mismos; mientras en las empresas menores carecen de ellos y no tienen reconocida la necesidad, muchas veces justificado en el tamaño de la misma.

Gráfico 21: Cumplimiento del principio 8 para la muestra de empresas de menor tamaño



Fuente: Elaboración propia

## **PRINCIPIO IX: PROFUNDIZAR EL ALCANCE DEL CÓDIGO**

**Recomendación IX:** Fomentar la inclusión de las previsiones que hacen a las buenas prácticas de buen gobierno en el Estatuto Social.

La Emisora debe responder si las previsiones del Código de Gobierno Societario deben reflejarse, total o parcialmente, en el Estatuto Social.

### **Empresas Grandes**

Del análisis de las grandes empresas, surge que el porcentaje de cumplimiento del principio 9 es de 10%, inferior al 25% informado por las propias empresas.

Ninguna empresa manifestó cumplir con el principio en forma total; ocho de ellas indicaron cumplirlo parcialmente y el resto no cumplirlo. Los justificativos para no cumplir se basan en que la reglamentación vigente es suficiente y que no encuentran motivos adicionales que justifiquen la inclusión en el estatuto social.

Las dos empresas que presentan cumplimiento parcial incluyen en su Estatuto cuestiones relacionadas al GC, en lo que respecta al Directorio y comisión fiscalizadora. Sin embargo, para poder concluir sobre el efectivo cumplimiento parcial se debería realizar un

análisis del Estatuto, ya que los aspectos mencionados por las empresas pueden responder a normativas sobre composición del Directorio y Comisión y no a decisión propia.

### **Empresas Pequeñas**

Entre las empresas pequeñas, el porcentaje de cumplimiento es aún menor: 5%. También es mayor la diferencia entre lo informado por las propias emisoras y el análisis: 25% vs el 5%.

Al igual que las grandes empresas, el incumpliendo es explicado en que no lo consideran necesario porque cumplen con estatutos, normas y leyes.

Fiplasto se distingue por la justificación de no inclusión: sigue principio de la OCDE que no es necesario incluir las normas de GS en el estatuto para cumplirlas.

Agrometal es la única empresa que tiene cumplimiento parcial, debido a que solo incluye sobre funcionamiento de Directorio y CA. En el futuro no van a incluir mayor normativa de GS en el estatuto y si fuera necesario, sería normativa aparte y no dentro del estatuto con el fin que sea más flexible.

### ***CONCLUSIONES PRINCIPIO IX:***

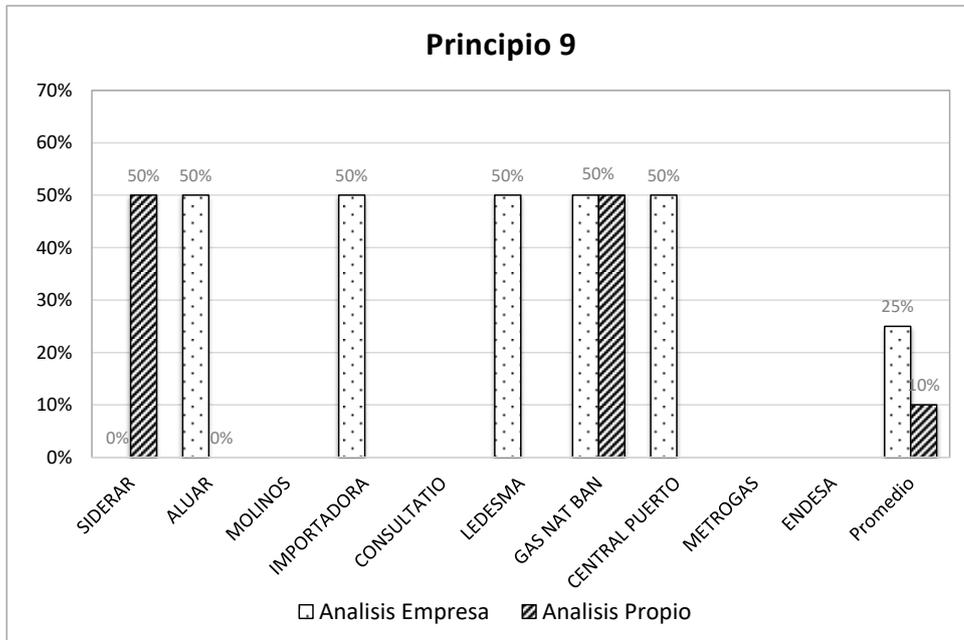
La recomendación representa el componente normativo del GC. En lo que respecta a las regulaciones y normas, presenta cumplimiento total, pero en lo que respecta a los Códigos de buenas prácticas de GC no presenta cumplimiento ni le asignan la importancia.

En ambos grupos de empresas es un principio de bajo cumplimiento, donde las empresas manifiestan cumplir parcialmente solo por el hecho de presentar el informe de cumplimiento del Código de Gobierno Societario establecido por la Resolución 606/12. Adicionalmente indican que no analizan incluir cuestiones de gobernanza en su Estatuto social, dado que consideran que la legislación es suficiente.

Estas afirmaciones permiten observar una predominancia de la dimensión institucional por sobre la contractual, dado que más allá de la reglamentación y de las exigencias legales, no hay voluntad manifiesta de profundizar el alcance del código. Considerando que la dimensión institucional por sí sola no es suficiente, sino que requiere de un control efectivo de su cumplimiento, se encuentra un punto de atención y acción para los organismos encargados de la supervisión.

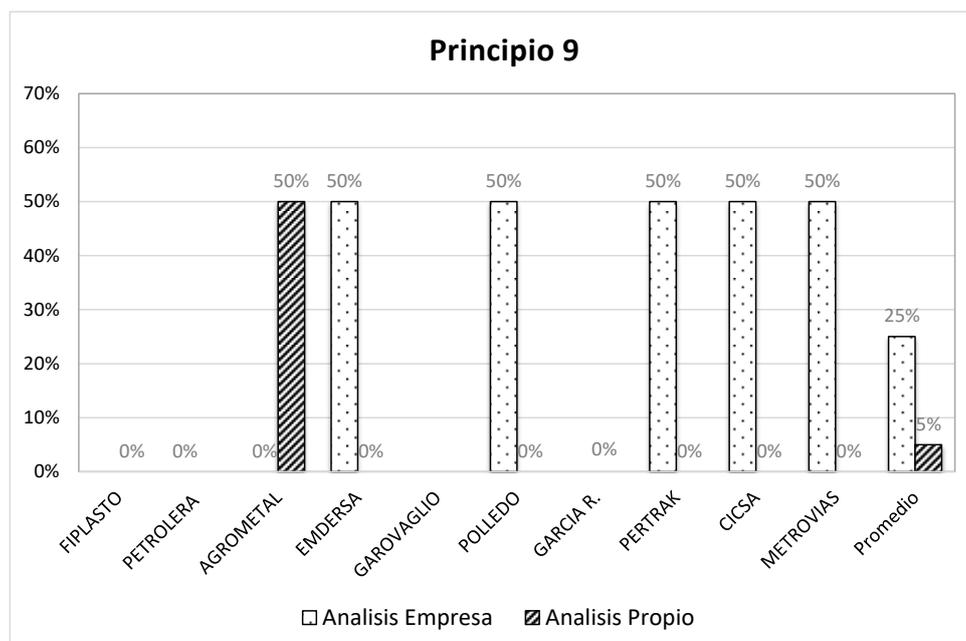
En el Gráfico 22 se muestra el cumplimiento para empresas de mayor tamaño y en el Gráfico 23 para la muestra de empresas pequeñas. La comparación entre ambos grupos de empresas no permite afirmar que existan diferencias en función del tamaño de la organización.

Gráfico 22: Cumplimiento del principio 9 para la muestra de empresas de mayor tamaño



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 23: Cumplimiento del principio 9 para la muestra de empresas de menor tamaño



Fuente: Elaboración propia

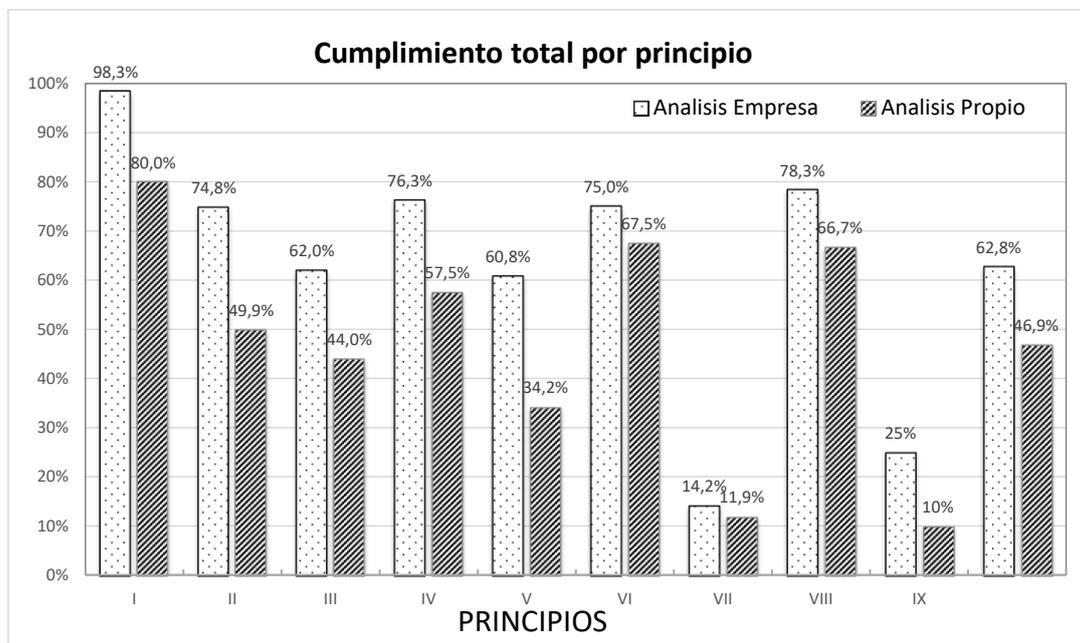
#### 4. Análisis de cumplimiento por principios

##### Empresas grandes

Se observan congruencia entre evaluación de la empresa y evaluación externa en dos principios: VI y VIII; mientras que el criterio con mayor diferencia es el V.

En las empresas grandes, los principios II, IV, V y VIII tienen autoevaluaciones similares, cercanas al 75%, y evaluaciones propias que rondan entre el 50% y 65% de cumplimiento.

Gráfico 24: Cumplimiento agregado por principios para la muestra de empresas de mayor tamaño



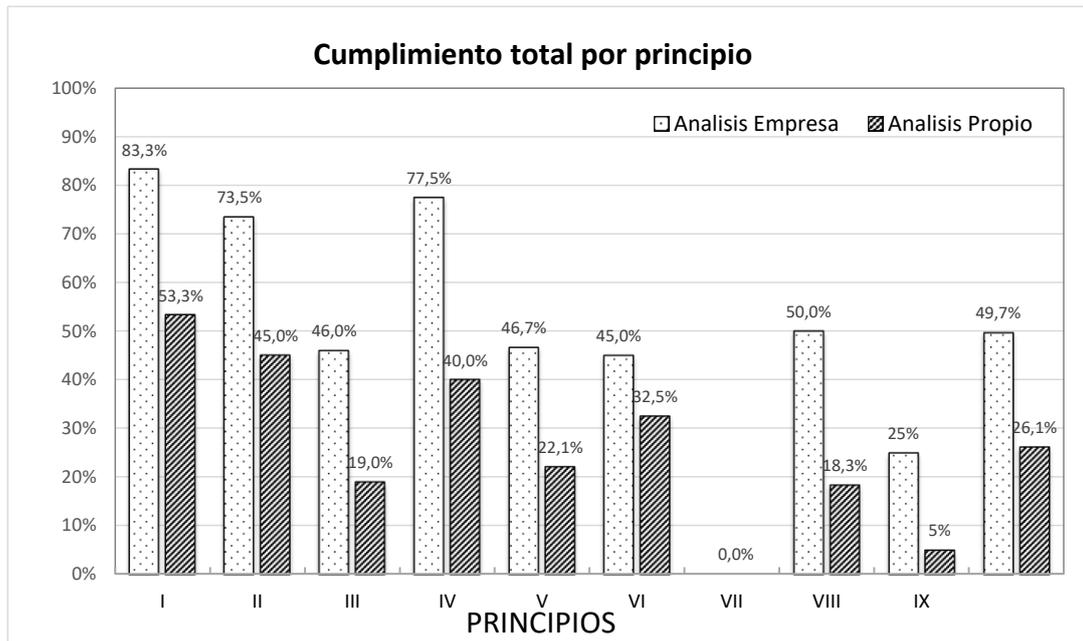
Fuente: Elaboración propia

##### Empresas pequeñas

Sólo hay congruencia en el principio VII, cuyo cumplimiento es 0. En el resto de los principios las evaluaciones son muy diferentes, en algunos casos el grado de cumplimiento autoasignado por las empresas triplica la evaluación del analista externo.

Los principios II y IV poseen evaluaciones parejas entre ambos, tanto para la autoevaluación que tienen un porcentaje de cumplimiento del 75% y para la propia, que es de aproximadamente el 40%.

Gráfico 25: Cumplimiento agregado por principios para la muestra de empresas de menor tamaño



Fuente: Elaboración propia

Al analizar ambos grupos, en primer lugar, se observa que la diferencia análisis empresa y propio es mayor en pequeñas.

Respecto al análisis individual de principios, se observa que, para ambos grupos, el de mayor cumplimiento es el I y luego el IV (comité de auditoría); mientras que los principios de menor cumplimiento en son los VII y IX relacionados con el Comité de Remuneraciones y la política de Gobierno Societario.

## 5. Grado de cumplimiento general del Código de Gobierno Societario

Analizado el cumplimiento por criterio, se procede a analizar el cumplimiento por empresa, para cada muestra.

### Empresas grandes

El Gráfico 26 muestra el grado de cumplimiento general para las empresas grandes. Las autoevaluaciones asignadas superan todas el 50% de cumplimiento, mientras que la evaluación del analista externo tiene un cumplimiento promedio cercano a dicho valor. Algunas empresas alcanzan sólo un 30%, muy diferente que su percepción.

Las empresas con mayor diferencia entre su autoevaluación y la evaluación del analista externo son:

- Central Puerto: considerando el nivel auto-asignado, el mismo es un 40% superior a la evaluación realizada del analista externo.
- Importadora de la Patagonia: evaluación del analista externo es un 47% inferior a la autoevaluación de la emisora.

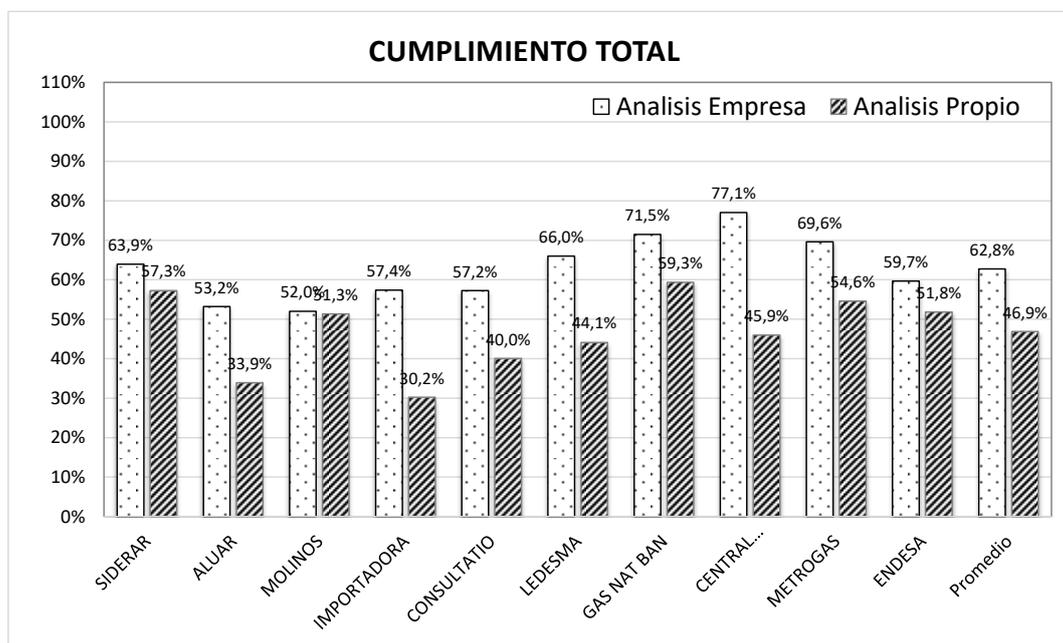
La empresa con menor dispersión es Molinos Rio de la Plata, donde la diferencia absoluta es solo del 0,7%, representado un 1.32% de diferencia porcentual. Esta emisora es que la que menor autoevaluación, siendo en consecuencia la más realista o crítica.

Entre el -10 y -20% de diferencia respecto a su evaluación se encuentran Siderar, Endesa y Gas Natural. Metrogas presenta una diferencia del 22%.

Se observa que las compañías reguladas (Endesa, Metrogas y Gas Natural) poseen similares evaluaciones, tanto emitidas por ellas como en el análisis propio.

En cuanto a las características por tipo de organización (servicios, comercial, industrial) no existe evidencia que indique similitudes.

Gráfico 26: Cumplimiento total por empresa para la muestra de empresas de mayor tamaño



Fuente: Elaboración propia

### Empresas pequeñas

Se puede observar en el Gráfico 27 que las empresas de menor tamaño presentan mayor dispersión entre ellas y sus evaluaciones, así como también con la evaluación del analista externo.

En la evaluación del analista externo, ninguna empresa alcanza el 50% de cumplimiento, valor promedio de la autoevaluación.

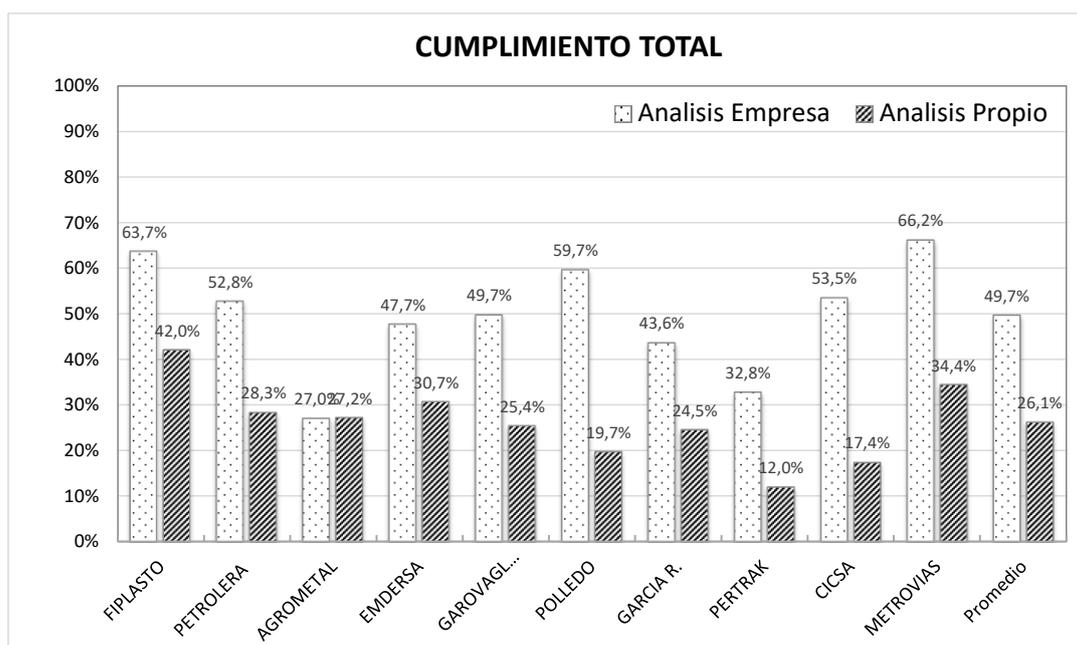
Las emisoras con mayor diferencia entre su propia evaluación y la evaluación del analista externo son:

- CICSA y Polledo: considerando el nivel auto-asignado, el mismo es un 67% superior a la evaluación del analista externo (53% vs 17% y 59% vs 19% respectivamente)
- Pertrak: el nivel autoasignado supera al asignado por el analista externo en un 63%

Agrometal es la empresa con menor diferencia: solo el 0,43%. Sin embargo, esta diferencia es producto de varios criterios con puntuaciones desiguales.

En el resto de las emisoras, la diferencia se ubica entre el 35 y 50%, siendo siempre la evaluación de las empresas superior a la evaluación del analista externo.

Gráfico 27: Cumplimiento total por empresa para la muestra de empresas de menor tamaño



Fuente: Elaboración propia

Comparando ambos grupos, se observa que el cumplimiento promedio de la evaluación del analista externo de las empresas grandes es inferior al 50%. Si bien es diferente al autoevaluado, la diferencia es inferior a la observada en empresas pequeñas: la evaluación realizada por el analista externo arrojó un cumplimiento de sólo el 26%, siendo la autoevaluación de las emisoras casi el doble: 49%.

## **6. Análisis longitudinal**

Se realizó el análisis de los informes de CGS para el periodo 2016. El análisis de años sucesivos muestra que las empresas no realizan cambios en el informe: el informe presentado es el mismo, con las mismas justificaciones y respuestas, aun en los casos que las emisoras han planteado que a futuro analizarán y revisarán aplicar, modificar, implementar Recomendaciones del Código. Por lo tanto, el índice no se vuelve a calcular, no pudiendo realizarse un análisis de corte longitudinal para evaluar la evolución del cumplimiento.

## VIII. CONCLUSIONES

A partir de los *Principios de Gobierno Corporativo* emitidos por la OCDE y de la magnitud de los diferentes fraudes financieros a principios del 2000, el Gobierno Corporativo ha tomado importancia creciente, convirtiéndose en un tema clave para los mercados financieros y los actores que operan en ellos.

Los diferentes fraudes sucedidos han llevado a entes reguladores y mercados a ejercer una fuerte presión, la cual se ve reflejada en el advenimiento de un proceso de regulación y legislación, en la emisión de códigos de mejores prácticas de GC y en la adhesión de las bolsas del mundo a las buenas prácticas y CGS.

La Argentina no ha sido ajena a este movimiento: ha emitido diferentes reglamentaciones para adecuarse a las corrientes mundiales de transparencia, gobernanza, riesgo y prevención de fraudes. Sin embargo, la revisión bibliográfica muestra que aún es un tema incipiente, existiendo escasos estudios empíricos sobre el tema.

### **Conclusiones sobre los objetivos generales**

El objetivo general de este trabajo es analizar el CGS de las empresas participantes del Mercado de Valores de Buenos Aires y elaborar un índice cuantitativo del cumplimiento del mismo.

El objetivo general se ha cumplido considerando el análisis realizado a los informes presentados, y se ha obtenido un índice de cumplimiento general. Con lo cual, la respuesta a nuestra pregunta ¿Puede cuantificarse el nivel de cumplimiento del CGS?, es afirmativa. El trabajo ha logrado establecer un índice de cumplimiento tanto por principio como general por empresa.

Respecto del índice, las conclusiones obtenidas muestran una diferencia importante entre el índice autoasignado por la propia emisora y el índice asignado por la evaluación del analista externo. A su vez, el comparativo entre grandes y pequeñas empresas muestra un mayor cumplimiento en las empresas de mayor tamaño. En principio, esta diferencia pareciera indicar que el tamaño es una fuente de un mayor grado de GC, o de cumplimiento del mismo, o una predisposición a mejores prácticas de gobernanza.

### **Conclusiones sobre los objetivos secundarios**

Entre los objetivos secundarios se planteó estudiar la disponibilidad de la información referida al CGS en el sitio web de la CNV. Este objetivo se relaciona con la pregunta de investigación ¿Presenta el CGS información comparable entre las distintas empresas?

El análisis realizado permite realizar conclusiones referentes a la disponibilidad, a la actualización, a la calidad y al formato de la información.

En cuanto a la disponibilidad, la información no siempre se encuentra disponible. En este punto hay diferencias entre empresas grandes y pequeñas. Mientras las diez más grandes todas han presentado desde el cierre de ejercicios 2012, de las diez más pequeñas que forma parte del panel general solo cuatro de ellas presentaron el informe de cumplimiento de CGS.

En relación a la disponibilidad y a la oportunidad de información, muestra que las empresas participantes del mercado de capitales argentino tienen una concepción Institucional del GC. Según la misma, prevalece la cuestión legal, normativa, regulatoria. El GC es más el resultado de las presiones del entorno que una concepción propia. (CEF, 2005) (La Porta et. Al, 1998). En línea con estos autores, es importante destacar también que el componente institucional por sí solo no es suficiente, debe tener un adecuado control de su cumplimiento.

Respecto a la actualización, se observa que no existe actualización de contenidos de los códigos a lo largo del tiempo, a pesar de que algunas emisoras han manifestado analizar, implementar o incluir ciertos aspectos. Nuevamente, la dimensión institucional no es suficiente, sino que requiere también control de cumplimiento.

En cuanto a la calidad de la información, no existen reglas que permitan comparar la cantidad y calidad presentada por cada emisora. La información presentada es libre, sin requisitos mínimos más allá de indicar y explicitar tal como el Criterio Cumplir o Explicar lo indica. Al no existir evaluación de la presentación, la emisora no tiene retroalimentación ni incentivo para mejorar la calidad de las explicaciones.

En lo que a formato respecta, no existe tampoco homogeneidad en cuanto a la presentación: en algunos casos se encuentra dentro de los EEFF completos, mientras que en otros en la parte del sitio de CNV correspondiente. No siempre responden a la normativa vigente: se presenta información según RG de 2007. Una homogenización de formatos permitiría realizar análisis de contenidos para poder evaluar los aspectos más destacados y enunciados por las emisoras.

Otro objetivo secundario se refiere al análisis de la autoevaluación que las empresas llevan a cabo en los distintos principios que componen el CGS y determinar cuáles son los aspectos de mayor y menor cumplimiento.

### **Conclusiones sobre las preguntas de investigación e hipótesis**

- *¿El nivel de cumplimiento auto-asignado se encuentra debidamente justificado, según los requerimientos de las Res. CNV 606/12?*
- *¿Cuáles son los principios del CGS que presentan mayor y menor cumplimiento en función de su autoevaluación?*

El nivel de cumplimiento auto-asignado no siempre se encuentra justificado: existe gran cantidad de respuestas vagas, carentes de explicaciones, donde la emisora simplemente se limita a indicar que cumple total o parcialmente sin explicar cómo.

En la mayoría de las explicaciones y detalles sobre el cumplimiento, aun en los casos que la recomendación lo solicita explícitamente, la información es incompleta, no detallando la empresa lo solicitado, reduciendo su respuesta a afirmar que posee políticas, normas, procedimientos, sin incluir mayor detalle. En otros casos, la justificación se reduce a “cumplir con los requisitos legales”. Se observa aquí también una dimensión institucional del GC, donde el cumplimiento no es resultado de una concepción conductual sino de un requisito legal. Esta concepción del GC se encuadra dentro del modelo de mercados emergentes (Briano, 2012) y del modelo Civil Law, predominante en América Latina, donde es un instrumento para regular la actividad económica con énfasis en la legislación. (La Porta et. al 1998, 2000).

En caso de incumplimiento, las justificaciones no son suficientes según lo planteado por la Res. CNV 606/12. La justificación más frecuente en casos de no cumplimiento es que no se lo considera necesario. En el caso de empresas de menor tamaño, su dimensión es la causa de la falta de necesidad de implementar recomendaciones. Pocas compañías indican si a futuro evaluarán o no la incorporación de la recomendación.

En cuanto al grado de cumplimiento por recomendación, aquellas referidas a Partes Relacionadas (Principio I) y a la función de Auditoría (Principio IV) son las de mayor cumplimiento sin distinción por tamaño. Esto tiene fundamento en el cumplimiento de disposiciones legales que llevan a cumplir también el Código. En las empresas Grandes el principio de Ética Empresaria (Principio VIII) tiene alto grado de cumplimiento.

Los principios de mayor cumplimiento corroboran la dimensión institucional del GC, así como lo que Fornero (2007) denomina noción centrada en los accionistas: el GC como una visión restringida, basada en el control por medio de mecanismos normativos: leyes, códigos de conducta, regulaciones, código de buenas prácticas.

Los principios de menor cumplimiento son los referentes al Comité de Remuneraciones y a la Política de GS y su inclusión en estatuto.

*¿La opinión de un analista externo sobre esta justificación, coincide con la auto-clasificación de la empresa en cumple total o parcialmente, o no cumple?*

Se concluye que la opinión de un analista externo no coincide con autoevaluación de las emisoras, la cual es superior a la evaluación externa. Esto indica que el analista externo realiza un análisis más exigente. Ante la falta de explicación no se otorga cumplimiento total como si lo hace la emisora. Esto podría obedecer a que la misma empresa conoce los procesos, políticas y/o motivos que sustentan su autoevaluación. No sucede lo mismo con un tercero (parte interesada, inversor, organismo de control) que analiza el informe: carece de información interna para comprender y evaluar. Estos resultados señalan la utilidad de la contratación voluntaria de un auditor externo del CGS, que pueda interactuar con la empresa y certificar la información presentada, como ocurre en la Bolsa de Lima.

*¿Cuáles son los principios del CGS que presentan mayor y menor dispersión en cuanto a su nivel de cumplimiento, comparando la autoevaluación con la opinión de un analista externo?*

En las empresas grandes, se observan congruencia entre evaluación de la empresa y evaluación externa en dos principios: VI (Mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad) y VIII (Ética empresarial) el principio con mayor dispersión respecto al cumplimiento es el principio V, referido al respeto por los derechos de los accionistas: en este aspecto la dimensión institucional se ve reflejada nuevamente. Las emisoras “cumplen” sólo por el hecho de cumplir de la normativa vigente, y no van más allá de ella. Siguiendo los componentes del GC de enunciados por Fornero (2007), se puede concluir el cumplimiento del principio V y VIII se relaciona con la adhesión de las emisoras al componente *normas* (leyes y regulaciones; contratos y acuerdos, códigos de ética), siendo escasa y dispersa la adhesión a los *mecanismos (internos)* como son los derechos de accionistas; rendición de cuentas, transparencia y revelación de información, entre otros.

En cuanto a la congruencia entre evaluaciones en empresas de menor tamaño, sólo existe en el principio VII, referido al Comité de Remuneraciones. En el resto de los principios las evaluaciones son dispares, siempre con menor grado de cumplimiento en la evaluación del analista externo que la auto-evaluación de las emisoras. El principio con mayor dispersión es el referido a política de GS y de menor dispersión es el referido a Mantener un vínculo directo y responsable con la comunidad.

Por lo tanto, el análisis de los resultados brinda evidencia a favor de las hipótesis:

*H1: El nivel de cumplimiento auto-asignado por las empresas de los distintos principios del CGS no se encuentra justificado según requiere la Res. CNV 606/12.*

*H2: La autoevaluación de la empresa difiere de los resultados de una evaluación de un analista externo*

En lo que respecta a la comparación del grado de cumplimiento del CGS entre las empresas de mayor y menor tamaño, medido en función de su capitalización bursátil, se requiere responder la pregunta

*¿Existe relación entre el tamaño de la empresa y el nivel de cumplimiento de su CGS?*

Se observa un mayor cumplimiento en las empresas de mayor tamaño. Sin embargo, para poder establecer una relación causal, es necesario realizar un estudio multivariado, con una muestra de mayor tamaño. En principio, las empresas de menor tamaño justifican ellas mismas que su tamaño es el motivo de no cumplimiento.

### **Implicancias prácticas**

Entre los aportes al CGS encontramos dos grandes grupos: los referidos al diseño del mismo y los referidos a la publicación y control.

En cuanto a su diseño, se existen varias recomendaciones que se refieren a la gestión de riesgo. Estas se encuentran en diferentes Principios, repitiendo en algunos casos a la misma pregunta. Como resultado las empresas presentan incongruencias frente a la misma pregunta en diferentes contextos. Todos los aspectos relacionados con la gestión de riesgos deberían estar dentro del mismo Principio de Gestión Integral de Riesgos, evitando la repetitividad y las respuestas incongruentes.

Otra recomendación en cuanto al diseño es no reiterar temáticas: existen recomendaciones abarcativas de otras, o íntimamente relacionadas con lo cual quien responde remite a respuestas anteriores, o deja de analizar y responder por estar incluida en otro punto.

Asimismo, se recomienda desagregar Principios con muchos aspectos a evaluar: el principio II posee 34 recomendaciones. Una alternativa es unificar las recomendaciones de Comité de Nombramientos con el Principio de Comité de Remuneraciones.

También se encuentra oportuno separar del Código aquellas cuestiones que legalmente es obligatorio que sean cumplidas.

Finalmente, a fines de brindar mayor confianza sobre la información del CGS para los inversores, cabe la posibilidad de incluir en el mercado la figura de un auditor externo de la información presentada, de contratación voluntaria por parte de la empresa, como se ha implementado en la Bolsa de Valores de Lima.

### **Limitaciones y líneas futuras de investigación**

El estudio cuenta con las siguientes limitaciones:

- Reducido número de empresas que participan del mercado de capitales.
- Evaluación realizada como analista externo con base a información pública, sin contacto con la empresa que pudiera ampliar la información.
- Se analiza solo la difusión de información sobre gobernanza, no la estructura interna del GC de la empresa.

Como líneas de investigación futuras, se puede ampliar la muestra incorporando más emisoras, contactar a las empresas para que brinden más información y feedback sobre cuestiones no explicadas; analizar información pública de la empresa que responda puntos nos indicados en el informe; contactar inversores para conocer su percepción del CGS, realizar análisis correlacional.

## IX. BIBLIOGRAFIA

- Agüero, Juan Omar (2009): *Gobierno Corporativo: una aproximación al estado del debate*. Vision de futuro, vol.11, no.1.
- Aguilera, Ruth V. and Jackson, Gregory (2003): The Cross-National diversity of Corporate Governance: dimensions and determinants. *Academy of Management Review*. 2003, Vol. 28, No. 3, 447–465.
- Aguilera, Ruth V. and Desender, Kurt A. (2012): Challenges in the measuring of comparative Corporate Governance: a review of the main indices. *Research Methodology in Strategy and Management*, Volume 8, 289–321
- Albanese, Diana y Briozzo, Anahí (2014): *Gobierno corporativo*. Universidad Nacional del Sur.
- Azar, Carolina and Grimminger, Andreas. Compiladoras (2011): *Achieving Effective Boards-A comparative study of corporate governance frameworks and board practices in Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Panama and Peru*. Global Corporate Governance Forum
- Bebczuk, Ricardo N. (2005): *Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance and Dividend Policies in Argentina*. Inter-American Development Bank - Latin American Research Network - Research Network Working paper #R-516.
- Bozec, Richard and Bozec, Yves (2012): The Use of Governance Indexes in the Governance-Performance Relationship Literature: International Evidence. *Canadian Journal of Administrative Sciences* 29: 79–98
- Briano Turrent, Guadalupe del Carmen (2012): *Factores institucionales que inciden en la transparencia del Gobierno Corporativo: un estudio en empresas cotizadas latinoamericanas*. Tesis doctoral. Universidad de Cantabria. Santander
- Briozzo, Anahí et al (2008): *Gobierno Corporativo en la Argentina*. XXVIII Jornadas de la Sociedad Argentina de Docentes de Administración Financiera
- Briozzo, Anahí et al (2015): *Relevancia del gobierno corporativo para las finanzas: Análisis de la normativa vigente*. XXXV Jornadas de la Sociedad Argentina de Docentes de Administración
- Briozzo, A., Albanese, D., y Santolíquido, D. (2017). *Gobierno corporativo, financiamiento y género: un estudio de las pymes emisoras de títulos en los mercados de valores argentinos*. *Contaduría y Administración*, 62(2), 339-357.

- Brown, Philip; Beekes, Wendy and Verhoeven. Peter (2011): *Corporate governance, accounting and finance: A review*. Accounting and Finance 51 pág. 96–172
- Cano, M. y Castro R. (2003): *El Buen Gobierno Corporativo como solución a la Crisis de Confianza*. Normaria N°12. Instituto Argentino de Auditores Internos.
- Carver, John (2010): *A case for global Governance Theory: practitioners avoid it, academics narrow it, the world needs it*. Corporate Governance: An International Review, 2010, 18(2): 149–157
- Casal, Miguel (2010): *Gobierno corporativo –Dirección, administración y control de organizaciones en forma ética y responsable*. Errepar, 1ª edición.
- Cavallaro, Pablo I. (2006): *¿Para qué sirve el Gobierno Corporativo?* Cámara Franco Argentina.
- Centro de Estabilidad Financiera (2005): *El Gobierno Corporativo en Argentina*. Nota de Política N° 5
- Centro de Estabilidad Financiera (2006): *El Gobierno Corporativo de los Bancos en Argentina*. Nota de Política N° 6
- Chisari, Omar O. y Ferro, Gustavo (2009): *Gobierno Corporativo: los problemas, estado actual de la discusión y un ejercicio de medición para Argentina*. MPRA Paper No. 16093, UADE-Conicet
- Cincotta, Juan Carlos (2003): *Corporate Governance*. Revista del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas N° 184
- Claessens, Stijn and Yurtoglu, Burcin (2012): *Corporate Governance and Development-An Update*. Global Corporate Governance Forum Publication- Focus 10
- Claessens, Stijn and Yurtoglu, Burcin (2013): *Corporate Governance in Emerging Markets: a survey*. Emerging Markets Review 15 (2013) 1–33
- CLADEA (2009): *El Gobierno Corporativo y la adopción de IFRS en Chile: la calidad en la predicción de impacto y en la revelación de información*, XLIV Asamblea Anual CLADEA 2009
- Corporación Financiera Internacional (2010): *Guía Práctica de Gobierno Corporativo - Experiencias del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana*
- Cortondo, Lorena P. (2008): *El Buen Gobierno Corporativo: marco legal y voluntario en nuestro país, análisis de un caso práctico*. Universidad Nacional del Sur
- Denis, Diane k. and McConnel, John (2003): *International Corporate Governance*. ECGI - Finance Working Paper No. 05/2003; and Tuck-JQFA Contemporary Corporate Governance Issues II Conference

- Di Benedetto, Pasquale and Grimminger, Andreas. (2013): *Raising the bar on Corporate Governance: a study of eight stock exchange indices*. The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank
- Fornero, Ricardo (2007): *El valor de parecer bueno. Perspectiva Financiera de las buenas prácticas de gobernanza empresarial*. XXVII Jornadas de Administración Financiera
- FUNDECE e IDEA (2000): *Principios de Buen Gobierno*.
- Gutiérrez, Luis H. and Pombo, Carlos (2007): *Corporate Governance and Firm Valuation in Colombia*. Inter-American Development Bank. Research Department. Working Paper #568
- Gutiérrez, Luis H. y Pombo, Carlos (2009): *Mercados de Capitales y Gobierno Corporativo en Colombia*. <http://ssrn.com/abstract=1361288>
- Heugens, Pursey P. and Otten Jordan (2005): *Beyond the Dichotomous Worlds Hypothesis: towards a plurality of corporate governance logics*. Corporate Governance Volume 15 Number 6
- Hernández Sampieri, R., Collado Fernández, C. and Baptista Lucio, P. (2010). *Metodología de la investigación*, 5.<sup>a</sup> Ed. México DF: McGraw-Hill.
- IAGO (2004): *Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las organizaciones para la República Argentina*.
- IGCLA (2012): *Gobierno corporativo en Latinoamérica 2010 – 2011*.
- IGCLA (2012): Newsletter N° 3. Red de Institutos de Gobierno Corporativo de América Latina
- Jiraporn, Pornsit; et. al: *Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS)*. International Review of Economics and Finance 22 (2012) 208–221
- Jones, Liliana (2009): Cuantificación del efecto del buen Gobierno Corporativo en el valor de la empresa para mercados emergentes. Caso: Índice de Gobierno Corporativo de la BOVESPA. Trabajo final de grado. UNS
- Kock, Carl J. et al (2012): Corporate Governance and the Environment: What Type of Governance Creates Greener Companies?. Journal of Management Studies May 2012. pág. 493- 514
- Kozak, Marcelo F (2012): *Nuevo Código de Gobierno Societario: Resolución N°606/12 de la CNV*. Foro especializado para miembros de Comités de Auditoría
- KPMG, Comisión de Mejores Prácticas del IAGO y Schuster Alberto (2003): *Código Argentino de Gobierno Corporativo*. Presentación de Schuster, Alberto
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei y Vishny Robert (1998): *The quality of government*. National Bureau of economic research. September 1998. Working

- paper 6727. Published: The journal of Law, economics and organization. V15, N1: 222-279.
- La Porta, Rafael et. Al (2000): *Investor protections and Corporate Governance*. Journal of Financial Economics 58 (1 – 2): 3-27
- Larcker, David and Tayan, Brian (2011): *Corporate Governance matters a closer look at organizational choices and their consequences*. Pearson Education, Inc.
- Leal, Ricardo P.C. and Carvalhal-da-Silva, André L. (2005): *Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)*. Inter-American Development Bank. Latin American Research Network. Research Network Working paper #R-514
- Letza, Steve; Sun, Xiuping and Kirkbride, James (2004): *Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance*. Corporate Governance. Volume 12 Number 3 July 2004
- López-de-Silanes, Florencio (2003): *Gobierno Corporativo en Argentina y el Mundo: ¿Qué funciona?*
- McNulty, Terry; Florackis, Chris and Ormrod, Phillip (2013): *Boards of Directors and Financial Risk during the Credit Crisis*. Corporate Governance: An International Review, 2013, 21(1): 58–78
- Nallim, Mariam M (2014): *El Rol del profesional de ciencias económicas en el buen Gobierno Corporativo*. Trabajo Final de Especialidad, Universidad Nacional de Córdoba, Facultad De Ciencias Económicas, Córdoba 30 de junio de 2014
- Ntim, Collins G. and Soobaroyen, Teerooven (2013): *Corporate Governance and Performance in Socially Responsible Corporations: New Empirical Insights from a Neo-Institutional Framework*. Corporate Governance: An International Review, 2013, 21(5): 468–494
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2004): *Principios de Gobierno Corporativo de la OECD* - Traducc. de “OECD Principles of Corporate Governance (2004)”.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2004): *El libro blanco sobre GC en América Latina*
- Puppis, Manuel (2010): *Media Governance as a new analytical concept*. Communication, Culture & Critique 3 (2010) 134–149.
- Santoliquido, D., Briozzo A. y Albanese, D. (2014): *Gobierno corporativo, rentabilidad y financiamiento en PYMES*. XXXIV Jornadas Nacionales de Administración Financiera
- Schuster, A. et al (2007): *Seminario: Gobierno Corporativo en la Argentina- Conceptos y Situación Actual*. IAGO (Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones)

- Seidl, David; Sanderson, Paul and Roberts, John (2012): *Applying the 'comply-or-explain' principle: discursive legitimacy tactics with regard to codes of corporate governance*. Journal of Management Gove (2013) 17:791–826
- Standard & Poor's Governance Services (2004): *Corporate Governance Scores and Evaluations Criteria, Methodology and Definitions*
- Van Caneghem, Tom and Van Campenhout, Geert (2010): *Quantity and quality of information and SME financial structure*. Small Business Economics
- Vigier, Juan I.; Briozzo, Anahí and Albanese, Diana (2016): *Creación de valor y Gobierno Corporativo en empresas del mercado de valores de Buenos Aires. XXXVI Jornadas Nacionales de Administración Financiera Septiembre 2016*
- Villegas, Marcelo (2006): *Gobierno Corporativo: Marco Legal y Normativo en la Argentina*.
- Villegas, Marcelo (2006): *Gobierno Corporativo en Argentina*. Univ. Del CEMA
- Villegas, Marcelo (2009): *Transparencia y Gobierno Corporativo: Lecciones del Caso Argentino*. RMV N°4. - La Ley.
- White, Allen (2012): *Redefining Value: The Future of Corporate Sustainability Ratings*. A Global Corporate Governance Forum Publication. Private Sector Opinion 29
- Williamson, O. E. (1975). *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*. New York: Free Press
- Williamson, O. E. (1979). *Transaction-cost economics: the governance of contractual relations*. The journal of Law and Economics, 22(2), 233-261.
- Zattoni, Alessandro and Cuomo, Francesca (2008): *Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives*. Corporate Governance: An International Review. Pages 1–15.
- Zattoni, Alessandro and Van Ees, Hans (2012): *How to Contribute to the Development of a Global Understanding of Corporate Governance?* Corporate Governance: An International Review, Volume 20 Number 1 January 2012: 106–118

## **RESOLUCIONES**

- Decreto N° 677/2001 “Régimen de Transparencia de la Oferta Pública” – PEN.
- Resolución General N° 368/01 - Normas de la Comisión Nacional de Valores.

Resolución General N° 400/02 - Reglamentación Decreto N° 677/01. Modificatoria de las Normas.

Resolución General N° 401/02 - Ofertas Públicas de Adquisición y Canje de Valores Negociables. Reglamentación Decreto N° 677/01.

Resolución General N° 402/02 - Complementaria de la Resolución General N° 400

Resolución General N° 493/06: Informe anual Directorios sociedades oferentes de acciones— Comisión Nacional de Valores.

Resolución General N° 516/2007: “Código de Gobierno Societario” – Comisión Nacional de Valores.

Resolución General N° 529/08: “Código de protección al Inversor e Informe explicativo a ser publicados por parte de entidades bajo jurisdicción de la CNV” – Comisión Nacional de Valores.

Resolución General N° 562/09: “Adopción de Normas Contables Internacionales para la Preparación de Estados Contables” – Comisión Nacional de Valores.

Resolución General N° 606/2012: “Código de Gobierno Societario” – Comisión Nacional de Valores.

Resolución General N° 542/2008 y modif.: “Código de Protección al Inversor” - Comisión Nacional de Valores.

Resolución Técnica N°7: “Normas de Auditoría” – FACPCE

#### **PAGINAS WEB**

<http://www.bvl.com.pe>

<http://www.cnv.gob.ar>

<http://www.bolsar.com.ar>

<http://www.ecgi.org/>

## **X. APENDICES**

### **APENDICE I – ANTECEDENTES LEGISTACION ARGENTINA**

**Ley N°19.550 (Ley de Sociedades Comerciales):** otorga un conjunto de derechos balanceados a los diferentes participantes de las sociedades, con deberes de información al socio que le facilitan ejercer distintos derechos de control con el objeto de mitigar conflictos de intereses y costos de agencia. En el caso de los accionistas de sociedades anónimas, contiene los principios más importantes que regulan la creación, organización y funcionamiento de las mismas; prevé acceso a información para monitoreo y participación en asambleas, derecho a aceptar o rechazar la información contable anual provista, otorga medidas protectoras frente aumentos de capital y derechos especiales en las asambleas a accionistas minoritarios. Enuncia los estándares básicos relativos a la forma en que los directores han de desempeñarse, como administradores de las sociedades, cuya función es indelegable y con responsabilidad por acciones contrarias a los intereses de la empresa. Determina que para SA el Directorio debe tener un mínimo de 3 integrantes y que la duración en el cargo de director tiene un máximo de tres ejercicios. Fija la frecuencia mínima de reuniones en una vez cada tres meses. Establece la remuneración del Directorio y consejo de vigilancia. La LSC determina el deber de informar retribución de administradores, directores, síndicos y consejo de vigilancia como un ítem en un cuadro anexo a los EEFF.

**Ley N°26831 (Ley de Mercado de Capitales) y su Decreto Reglamentario 1023/13:** deroga la Ley N°17811 (Ley del Mercado de Valores) mediante la cual se creó “Comisión Nacional de Valores” (CNV). La CNV emite normas reglamentarias del mercado de capitales que se adoptan y difunden mediante Resoluciones Generales. Las normas de la CNV fijan los criterios de independencia y rotación de directores y de auditores externos; información que debe ser remitida por las emisoras (asambleas, información necesaria para poder hacer oferta pública, contenido de los prospectos de emisión; Memoria del Directorio, EEFF finales e intermedios, acta del Directorio, informe de la comisión fiscalizadora). En lo que a transparencia se refiere, indica que se debe informar sobre: hechos relevantes, identidad de las autoridades de las emisoras, identidad de personas físicas/jurídicas que adquieran más del 5% de los derechos a voto, la nómina de entidades controladas y vinculadas y de sus miembros titulares y suplentes del órgano de administración. La ley 26831 profundiza los requerimientos de las leyes anteriores. Establece obligaciones a las sociedades con oferta pública: existencia del comité de auditoría, la independencia de sus miembros y de miembros del Directorio. Fija la

obligatoriedad de independencia del auditor externo. Establece el deber de lealtad de los directores y derechos para accionistas minoritarios, regula las operaciones y contratos entre partes relacionadas, fija normas de exposición de información y sanciones por no cumplimiento. Establece un régimen de información para administradores, agentes, directores, síndicos, personas físicas y/o jurídicas relacionadas. Deber de informar en las notas a los EEFF las acciones emitidas y autorizadas; la remuneración de directores, gerentes y la política de dividendos. Regula los contratos con partes relacionadas los cuales luego de ser aprobados por Directorio y asamblea deben ser informados a la CNV. Fija normas de protección a los accionistas minoritarios y otorga derechos para salvaguardar sus intereses.

El Decreto 1023/13 incorpora tendencias mundiales referidas a prácticas de gobierno corporativo, que ya han sido adoptadas por muchos de los mercados emergentes.

**Decreto de Transparencia 677/01:** Incorporó al derecho societario argentino las reglas de transparencia, que en cierta medida estaban determinadas en las normas de la Comisión Nacional de Valores. Establece un régimen legal específico para aquellas sociedades que acuden al mercado de valores, imponiendo a los participantes del mercado revelar información importante. Su objetivo es asegurar los derechos del art 42 de la constitución nacional, instaurando un estatuto de los derechos del consumidor financiero. Refleja algunos de los principios del código de mejores prácticas de la OCDE.

Regula los siguientes aspectos: régimen de transparencia en la oferta pública y las conductas antijurídicas típicas– insider trading, manipulación y fraude de mercado, responsabilidad por prospecto defectuoso, etc.; las ofertas públicas de adquisición (OPA´s) y recompra de acciones en el mercado.

En cuanto al Régimen de Transparencia y Ofertas Públicas de Adquisición (OPA), define los conceptos fundamentales, la organización del Mercado y el Régimen Legal de Responsabilidad por Prospecto. Especifica numerosas normas que deben cumplir las sociedades cotizantes y las obligaciones de los participantes o intervinientes en el ámbito de la oferta pública:

- Deber de informar (artículo 5 y 6)
- Deber de guardar reserva (artículo 7)
- Deber de lealtad y diligencia (artículo 8)
- Deber de información a la CNV (artículo 9)
- Sistemas de control (artículo 10)
- Sistemas de negociación (artículo 11)

Define también los regímenes de Ofertas Públicas de Adquisición:

- OPA de Control; OPA por Delisting; OPA Residual; y OPA Abreviada. Res. 401/02
- OPA de Acciones (artículo 22)
- OPA Obligatoria y participación significativa (artículo 23)
- Régimen Estatutario Optativo de Oferta Pública de Adquisición Obligatoria (artículo 24)
- Régimen de participaciones residuales (capítulo 7)
- Retiro de la oferta pública (capítulo 8)
- Conductas contrarias a la transparencia en el ámbito de la oferta pública (capítulo 9): Insider Trading; Fraude de Mercado.
- Régimen Sancionatorio y Procedimiento

En lo referente al Régimen de las Entidades Emisoras, establece los deberes y responsabilidad de los administradores, las remuneraciones de directores, el funcionamiento de órganos sociales y competencia de la Asamblea.

Por último, se refiere a los deberes de Auditores Externos y Comité de Auditoría:

- Información de sanciones de los contadores que sean auditores de empresas cotizantes (artículo 12)
- Designación de auditores independientes (artículo 13)
- Deberes de los Consejos Profesionales y facultades de la CNV de solicitar información (artículo 14)
- Atribuciones del Comité de Auditoría (artículo 15)

El decreto aumenta los derechos de los Accionistas y los deberes de información periódica de tipo financiera y no financiera, pero aún resta avanzar en otros aspectos, como son los mecanismos de resolución de conflictos y la reglamentación de los deberes de información, ya que la falta de regulación precisa por parte de la CNV de cómo debe explicarse cuestiones fundamentales lleva a que la calidad de la información suministrada sea bastante deficiente (Villegas, 2009)

**Resolución 368/01 (CNV):** se aprueban las normas de funcionamiento de la CNV y compatibilización con organismos internacionales.

**Resolución 400/02 (CNV) y complementaria 402/02 (CNV):** reglamenta al Decreto 677/01. Introduce modificaciones en cuanto a la independencia de los directores, la adquisición de acciones propias, al funcionamiento y designación el comité de auditoría, y a la independencia de los auditores externos, así como su obligación de presentar declaraciones juradas.

**Resolución 401/02 (CNV):** reglamentación de Decreto 677/01 en lo que respecta a Ofertas públicas de adquisición y canje de valores negociables.

**Resolución 493/06 (CNV):** establecía la obligatoriedad del Directorio de sociedades oferentes de acciones de presentar información anual referida; memoria, estados contables, reseña, informes de comisión fiscalizadora y de contador independiente. Esta resolución fue abrogada por Resolución General N° 516/2007.

**Resolución 529/08 y modificatoria 542/08 (CNV):** establece modificaciones a las normas de la CNV en lo que respecta al código de protección al inversor.

**Resolución 562/09 (CNV):** Adopción de Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para la preparación y presentación de estados financieros por parte de las entidades autorizadas para hacer oferta pública de sus valores negociables para los ejercicios iniciados a partir del 01 de enero de 2012.

## APENDICE II – EMPRESAS EXCLUIDAS DE LA MUESTRA

### Empresas Grandes

| Orden | Empresa                                  | Motivo de exclusión |                      |                   |
|-------|--|---------------------|----------------------|-------------------|
|       |  | Capital             | Mercado en que opera | Regulada por BCRA |
| 1     | Banco Santander S.A.                     | extranjera          | NYSE                 | X                 |
| 2     | Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras     | extranjera          | NYSE                 |                   |
| 3     | Telefonica S.A.                          | extranjera          |                      |                   |
| 4     | Repsol S.A.                              | extranjera          |                      |                   |
| 5     | Tenaris S.A.                             | extranjera          | NYSE                 |                   |
| 6     | YPF S.A.                                 |                     | NYSE                 |                   |
| 7     | Telecom Argentina S. A.                  |                     | NYSE                 |                   |
| 8     | Nortel Inversora S.A.                    |                     | NYSE                 |                   |
| 9     | Banco Macro S.A.                         |                     | NYSE                 | X                 |
| 10    | Bbva Banco Frances S. A.                 |                     | NYSE                 | X                 |
| 11    | Banco Santander Rio S.A.                 |                     | NYSE                 | X                 |
| 12    | Grupo Financiero Galicia S.A.            |                     | NASDAQ               | X                 |
| 14    | Petrobras Argentina S.A.                 |                     | NYSE                 |                   |
| 15    | Banco De Galicia y Buenos Aires S.A.     |                     | NASDAQ               | X                 |
| 17    | Grupo Clarin S.A.                        |                     | LONDON               |                   |
| 18    | Irsa Inversiones y Representaciones S.A. |                     | NYSE                 |                   |
| 20    | Alto Palermo S.A. (Apsa)                 |                     | NASDAQ               |                   |
| 21    | Banco Patagonia S.A.                     |                     | SAN PABLO            | X                 |
| 22    | Cresud S.A.                              |                     | NASDAQ               |                   |

|    |                        |  |      |   |
|----|------------------------|--|------|---|
| 24 | Edenor S.A.            |  | NYSE |   |
| 26 | Pampa Energia S.A      |  | NYSE |   |
| 27 | TGS S.A.               |  | NYSE |   |
| 28 | Banco Hipotecario S.A. |  |      | X |

### Empresas Pequeñas

| Orden | Empresa                                      | Motivo exclusión  |
|-------|--|---|
| 97    | Leyden S.A.                                  | Pyme - No está obligada a presentar   |
| 95    | Hulytego S.A.                                | Pyme - No está obligada a presentar   |
| 93    | Patricios S.A.                               | Pyme - No está obligada a presentar   |
| 92    | Central Urbana S.A.                          | Presentó según RG 516/07  |
| 91    | Compañía Argentina de Comodoro Rivadavia S.A | No presentó informe   |
| 90    | Electromac S.A.                              | Pyme - No está obligada a presentar   |
| 89    | Grafex S.A.                                  | Retirada de oferta pública (a pesar de aparecer en listado)                                     |
| 88    | Goffre Carbone y Cía. S.A.                   | Ultima Información disponible 2009. Retirada de oferta pública (a pesar de aparecer en listado) |
| 87    | Insumos Agroquimicos S.A.                    | Panel Pyme  |
| 84    | Morixe Hermanos S.A                          | Pyme - No está obligada a presentar   |
| 83    | Colorin S.A.                                 | Presentó según RG 516/07  |
| 81    | Banco Suquía S.A.                            | Regulada por BCRA   |
| 79    | Domec S.A.                                   | Pyme - No está obligada a presentar   |

### APENDICE III – CARACTERÍSTICAS DE LA MUESTRA

#### Empresas Grandes

| Empresa                       | Año de Constitución | Cierre de ejercicio | Actividad  | Tipo de actividad (clasificador IAMC) | Sector    | Capitalización 2016 | Variación capitalizac 2014 -2016 | Soc vinculadas y controladas   | Acciones      | ON             |
|-------------------------------|---------------------|---------------------|--|---------------------------------------|-----------|---------------------|----------------------------------|--|---------------|----------------|
| Siderar S.A.                  | 1962                | 31 de diciembre     | Promoción, construcción y explotación de plantas siderúrgicas. Elaboración y comercialización de productos siderúrgicos        | Ind. Metalúrgica y Siderúrgica        | Industria | 33.155.470.128      | ↓                                | Prosid Investments S.C.A.<br>Impeco S.A.<br>Arhsa<br>Finma S.A.<br>Ternium Mexico, S.A. DE C.V.  | ERAR          |                |
| Aluar Aluminio Argentino S.A. | 1970                | 30 de junio         | Explotación de una planta de aluminio primario y actividades de elaboración de dicho metal y sus aleaciones                    | Ind. Metalúrgica y Siderúrgica        | Industria | 29.260.000.000      | ↑                                | Infa SA<br>Hidroelectrica<br>Futaleufu SA<br>Trelpa SA<br>Avaluar SGR  | ALUA          |                |
| Molinos Rio de la Plata S.A.  | 1931                | 31 de diciembre     | Industrialización y comercialización de productos alimenticios. Explotación de Molinos Harineros, Fábrica de Aceites Vegetales | Alimentos y Bebidas                   | Industria | 23.041.265.588      | ↑                                | Molinos de Chile y Rio de la Plata Holding<br>Molinos International SA<br>PCA International SA<br>Molinos Do Brasil Comercial e Industrial<br>CIA. Alimenticia<br>Los Andes SA<br>Emprendimientos Joralfa S.A. | MOLI<br>MOLI5 | MPCAO<br>MPC7O |

|  |      |                 |  |                                     |              |                |   |   |                |                |
|--|------|-----------------|--|-------------------------------------|--------------|----------------|---|---|----------------|----------------|
|  |      |                 |  |                                     |              |                |   | Emulgrain S.A.<br>Los Grobo SG  |                |                |
| Importadora y Exportadora de la Patagonia S.A. |      | 30 de junio     | Comercial  | Comercio                            | Comercio     | 8.675.000.000  | ↓ | Proser SA<br>Pampa Natural S.A.<br>Patagonia Logística SA<br>Tarjetas Del Mar S.A.  | PATA,<br>PATA5 |                |
| Consultatio S.A.                               | 1981 | 31 de Diciembre | Realización, desarrollo y administración de emprendimientos inmobiliarios innovadores de gran escala | Actividades Inmobiliarias           | Comercio     | 16.396.269.160 | ↑ | Garzas Blancas S.A.<br>Consultatio Brokerage INC<br>Consultatio Real Estate INC<br>Controladas Nordelta S.A.  | CTIO           |                |
| Ledesma S.A.                                   | 1914 | 31 de Mayo      | Ingenio azucarero, destilería de alcohol, fábrica de papel y cuadernos, productor de jugos y frutas  | Manufacturas de Origen Agropecuario | Industria    | 5.192.000.000  | ↓ | Bio Ledesma SA<br>Bridgeport Investments S.A.<br>Citrusalta S.A.<br>Orange Creek S.A.<br>Calilegua S.A.<br>La Biznaga SA<br>Castinver S.A.<br>Glucovil Argentina S.A.<br>Franquicias Azucareras S.A.<br>Pamsa<br>YPF -PETROBRAS-UTE | LEDE           | LDC20<br>LDC30 |
| Gas Natural Ban S.A.                           | 1992 | 31 de Diciembre | Prestación del servicio público de distribución de gas natural                                       | Distribución de Gas                 | Distribución | 6.527.076.318  | ↓ |   | GBAN           |                |
| Central Puerto S.A.                            | 1992 | 31 de Diciembre | Generación de Energía Eléctrica  | Generación de Energía Eléctrica     | Industria    | 20.273.829.037 | ↑ | Central Vuelta De Obligado S.A.<br>Distribuidora De Gas   | CEPU           |                |

|                        |      |                 |   |                                 |                          |               |   |  |       |                                  |
|------------------------|------|-----------------|---|---------------------------------|--------------------------|---------------|---|--|-------|----------------------------------|
|                        |      |                 |   |                                 |                          |               |   | Del Centro S.A.<br>Termoeléctrica Jose de San Martin S.A.<br>Termoeléctrica Manuel Belgrano S.A.<br>Distribuidora De Gas Cuyana S.A.<br>Hidroneuquen S.A.<br>Operating S.A |       |                                  |
| Metrogas S.A.          | 1992 | 31 de Diciembre | Distribución de gas natural                                     | Distribución de Gas             | Distribución             | 5.122.539.000 | ↓ | METROENERGÍA S.A   | METR  | OMAXL<br>OMAXU<br>MTAUO<br>MTALO |
| Endesa Costanera S. A. | 1992 | 31 de Diciembre | Producción de energía eléctrica y su comercialización en bloque | Generación de Energía Eléctrica | Industria y Distribución | 3.243.186.306 | ↓ |  | CECO2 |                                  |

### Empresas Pequeñas

| Empresa        | Año de Constitución | Cierre de ejercicio | Actividad                        | Tipo de actividad (clasificador IAMC)                                 | Sector    | Capitalización 2016 | Variación capitalización 2014 -2016 | Soc vinculadas y controladas | Acciones | ON |
|----------------|---------------------|---------------------|----------------------------------|---|-----------|---------------------|-------------------------------------|------------------------------|----------|----|
| Metrovías S.A. | 1993                | 31 de Diciembre     | Transporte de Pasajeros y Peajes | Prestación de servicio público de transporte ferroviario de pasajeros | Servicios | 137.000             | →                                   | UGOFE S.A.<br>UGOMS S.A      | MVIA     |    |

|                                    |      |                 |                        |  |              |               |  |  |            |  |
|------------------------------------|------|-----------------|------------------------|--|--------------|---------------|--|--|------------|--|
| Compañía Industrial Cervecera S.A. |      |                 | Fabricación de bebidas |  | Industria    | 838.730       |   |  |            |  |
| Pertrak S. A.                      | 1949 | 30 de Junio     | Industria Automotriz   | Fabricación y comercialización de repuestos y auto-partes  | Industria    | 27.822.356    |   |  | PERK PERK5 |  |
| Garcia Reguera S.A.                | 1954 | 31 de Agosto    | Comercio               | Tienda en General. Importadores, Mayoristas y Minoristas con Sucursales Múltiples  | Comercio     | 15.000.000    |   |  | REGE       |  |
| Polledo S.A.                       | 1934 | 31 de Diciembre | Construcción           | Construcción de Obras  | Construcción | 48.152.955,00 |   | POLLEDO DO BRASIL CONCESSOES E INVESTIMENTOS LTDA CATASTROS Y RELEVAMIENTOS S.A. | POLL       |  |
| Garovaglio y Zorraquin S. A.       | 1926 | 30 de Junio     | Holding                | Consignaciones, Operaciones Comerciales, Inmobiliarias y financieras, Explotación Agropecuaria, Constructora y Participación en Otras Empresas | Comercio     | 343.200.000   |  | FINPAK S.A. RHEEM S.A.   | GARO GARO5 |  |

|  |      |                 |                                   |   |           |             |   |           |             |  |
|--|------|-----------------|-----------------------------------|---|-----------|-------------|---|-----------|-------------|--|
| Empresa Distribuidor a Eléctrica Regional S.A. – Emdersa | 1997 | 31 de Diciembre | Distribución de energía eléctrica | Inversora (Sociedad Holding)  | Servicios | 90.244.370  |    | EDELAR SA | EMDE        |  |
| Agrometal S.A.   | 1958 | 31 de Diciembre | Manufacturas de origen industrial | Fábrica de Implementos Agrícolas  | Industria | 398.400.000 |    |           | AGRO        |  |
| Petrolera Del Conosur S.A.                               | 1999 | 31 de Diciembre | Industria del petróleo y gas      | Explotación industrial y comercial de todos los productos y subproductos del petróleo y cualquiera de las sustancias combustibles y realización de toda clase de operaciones en los ramos de importac | Industria | 143.527.602 |    |           | PSUR        |  |
| Fiplasto S.A.  | 1946 | 30-junio        | Manufacturas de origen industrial | Fabricación y Venta de Tableros, Planchas, Bloques y demás Productos Originados en la Madera  | Industria | 241.612.500 |  | FV SA     | FIPL5, FIPL |  |

## APENDICE IV

### Análisis del informe sobre el grado de cumplimiento del CGS para la empresa Ledesma S.A.

#### PRINCIPIO I. TRANSPARENTAR LA RELACION ENTRE LA EMISORA, EL GRUPO ECONÓMICO QUE ENCABEZA Y/O INTEGRA Y SUS PARTES RELACIONADAS

| Recomendación  | Evaluación Empresa | Evaluación Analista Ext | Comentarios - inconsistencias   |
|--|--------------------|-------------------------|---|
| I.1: Garantizar la divulgación por parte del Órgano de Administración de políticas aplicables a la relación de la Emisora con el grupo económico que encabeza y/o integra y con sus partes relacionadas. | Parcial            | Parcial                 | No existe una norma o política interna propia para analizar, evaluar y autorizar las operaciones con partes relacionadas, empleados, directivos, etc. El código de ética puede contener lineamientos generales, pero no específicos ni contemplar todas las situaciones   |
| I.2: Asegurar la existencia de mecanismos preventivos de conflictos de interés   | Total              | Total                   | Recomendación debidamente cumplida y explicada: Los conflictos de interés están expresamente contemplados en el Código de Ética, el cual define los conflictos de interés, alcances, resoluciones, partes intervinientes.   |
| I.3: Prevenir el uso indebido de información Privilegiada  | Total              | Total                   | La Emisora cuenta con políticas y mecanismos que previenen el uso indebido de información privilegiada por parte de los diferentes miembros.<br>El Código de Ética es la norma que establece una política específica para el manejo de dicha información, reflejada en tres artículos:<br><i>Artículo 9°. Seguridad de la información;</i><br><i>Artículo 10°. Confidencialidad de la información.</i><br><i>Artículo 11° Información privilegiada.</i> |
| <b>CUMPLIMIENTO PRINCIPIO I</b>  | <b>83.33%</b>      | <b>83.33%</b>           | <b>Existe congruencia en la evaluación del principio 1</b>  |

#### PRINCIPIO II. SENTAR LAS BASES PARA UNA SÓLIDA ADMINISTRACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LA EMISORA

| Recomendación   | Evaluación Empresa | Evaluación Analista Ext | Comentarios - inconsistencias  |
|---|--------------------|-------------------------|--|
| II.1: Garantizar que el Órgano de Administración asuma la administración y supervisión de la Emisora y su orientación estratégica |                    |                         |  |
| II.1.1.1 el plan estratégico o de negocio, objetivos de gestión y presupuestos anuales  | Total              | Total                   | El Directorio es el responsable de aprobar las proyecciones y presupuestos                 |
| II.1.1.2 política de inversiones (en activos financieros y bienes de capital), y de financiación                                  | Total              | Total                   | Previsto en el Estatuto que la aprobación de las inversiones es atribución del Directorio. |

|  |       |                |   |
|--|-------|----------------|---|
| II.1.1.3 la política de gobierno societario (cumplimiento Código de Gobierno Societario)   | Total | Parcial        | No cuenta con una política de Gobierno. Sólo aplica las recomendaciones y presenta el informe que es aprobado por el Directorio   |
| II.1.1.4 la política de selección, evaluación y remuneración de los gerentes de primera línea  | Total | Total          | La empresa tiene un Comité de Talento y Liderazgo formado por miembros del directorio que definen las políticas de selección. No indica expresamente si el Directorio aprueba la política o solo la evaluación y selección de candidatos realizada en cada caso. Sin embargo, dada la existencia del comité se considera que el Directorio aprueba. |
| II.1.1.5 la política de asignación de responsabilidades a los gerentes de primera línea  | Total | Parcial        | El directorio supervisa tarea, pero no indican si existe política expresa ni aprobación del Directorio. No detalla ni explica.  |
| II.1.1.6 la supervisión de los planes de sucesión de los gerentes de primera línea   | Total | Total          | Se considera que se cumple dado lo expresado previamente al referirse a las funciones del Comité de Talentos: el análisis de posibles reemplazantes de los Gerentes de Primera Línea.   |
| II.1.1.7 la política de responsabilidad social empresaria  | Total | Parcial        | Se otorga cumplimiento parcial porque no explicita la política de Responsabilidad Social Empresaria (RSE) y si es aprobada o no por el directorio.  |
| II.1.1.8 las políticas de gestión integral de riesgos y de control interno, y de prevención de fraudes   | Total | Incumplimiento | No explicita la política y si es aprobada o no por el directorio. Indica que posee un Comité de Auditoría. Pero este es exigido por ley, por lo que puede considerarse que cumple solo con la legislación vigente.  |
| II.1.1.9 la política de capacitación y entrenamiento continuo para miembros del Órgano de Administración y de los gerentes de primera línea  | Total | Parcial        | La empresa tiene programas y planes para directores, pero no dice que el directorio lo apruebe como política permanente. En cuanto a los gerentes, no existen planes.   |
| II.1.2 De considerar relevante, agregar otras políticas aplicadas por el Órgano de Administración que no han sido mencionadas y detallar los puntos significativos                                     | Total | Incumplimiento | No indican políticas complementarias  |
| II.1.3 política tendiente a garantizar la disponibilidad de información relevante por igual y con una antelación suficiente, que permita el adecuado análisis de su contenido. Explicitar              | Total | Parcial        | No hay política, pero dado el funcionamiento de la empresa, la existencia de Comités dependientes del Directorio y la participación activa del mismo, la el acceso a la información es amplio.  |
| II.1.4. Los temas sometidos a consideración del Órgano de Administración son acompañados por un análisis de riesgos asociados teniendo en cuenta el nivel de riesgo empresarial aceptable. Explicitar. | Total | Parcial        | El cumplimiento es parcial porque si bien dice que existe análisis de riesgo pero no explicita ni amplia información  |
| <b>II.2: Asegurar un efectivo Control de la Gestión Empresaria.</b> El Órgano de Administración verifica   |       |                |   |

|   |                |                |   |
|---|----------------|----------------|---|
| <i>II.2.1</i> el cumplimiento del presupuesto anual y del plan de negocios,   | Total          | Total          | El presupuesto y planes de inversión y financiero son controlados periódicamente con el informe mensual recibido de las Gerencias. Dada la frecuencia, se considera cumplimiento total  |
| <i>II.2.2</i> desempeño de los gerentes de primera línea y su cumplimiento de objetivos. Hacer una descripción de los aspectos relevantes de la política de Control de Gestión, detallar técnicas empleadas y frecuencia de monitoreo   | Total          | Parcial        | Cumplimiento parcial debido a que, si bien indican que se realiza análisis de cumplimiento de objetivos, no explica la política de Control de gestión ni las técnicas utilizadas  |
| <b>II.3: Dar a conocer el proceso de evaluación del desempeño del Órgano de Administración y su impacto.</b>  |                |                |   |
| <i>II.3.1</i> Cada miembro del Órgano de Administración cumple con el Estatuto Social y, en su caso, con el Reglamento del funcionamiento del Órgano de Administración. Detallar las principales directrices del Reglamento. Indicar el grado de cumplimiento del Estatuto.                 | Total          | Parcial        | El cumplimiento parcial se debe a que el Directorio no tiene reglamento interno, sólo cumplen el estatuto   |
| <i>II.3.2</i> El Órgano de Administración expone los resultados de su gestión para que accionistas puedan evaluar el grado de cumplimiento. Adicionalmente, el Órgano de Administración presenta un diagnóstico acerca del grado de cumplimiento de las políticas II, ítems II.1.1.y II.1.2 | Total          | Parcial        | Se presenta la memoria con los resultados tal como la ley le establece, pero no se presenta un informe separado de la gestión del Directorio.   |
| <i>II.4.1</i> La proporción de miembros ejecutivos, externos e independientes del Órgano de Administración guarda relación con la estructura de capital de la Emisora. Explicitar   | Total          | Total          | Cumple totalmente el principio dado que el 16% del directorio son miembros independientes, guardando relación con la a estructura de capital que tiene un 10% de dispersión accionaria  |
| <i>II.4.2</i> los accionistas acordaron a través de una Asamblea General una política dirigida a mantener una proporción de al menos 20% de miembros independientes sobre el número total de miembros del Órgano de Administración  | Incumplimiento | Incumplimiento | La proporción de independientes es menor al 20% y no hay política para asegurarlo   |
| <b>II.5: Comprometer a que existan normas y procedimientos inherentes a la selección y propuesta de miembros del Órgano de Administración y gerentes de primera línea.</b>  |                |                |   |
| <i>II. 5.1.</i> La Emisora cuenta con un Comité de Nombramientos  | Incumplimiento | Total          | No posee Comité de Nombramientos. Sin embargo, se considera cumplido porque posee un Comité de Talento y Liderazgo en el que participan 7 Directores, el Gerente Corporativo de Recursos Humanos y un asesor externo con expertise en recursos humanos, que analizan y desarrollan políticas para la selección de los gerentes. |

|   |              |                |   |
|---|--------------|----------------|---|
|   |              |                | Esta tarea es ejecutada con la colaboración de la Gerencia General  |
| <b>II.6: Evaluar la conveniencia de que miembros del Órgano de Administración y/o síndicos y/o consejeros de vigilancia desempeñen funciones en diversas Emisoras.</b>  | Total        | Incumplimiento | Si bien indica que cumple la recomendación, la explicación indica que no hay límite alguno para que los integrantes del Directorio o de la Comisión Fiscalizadora integren órganos de administración o fiscalización de otras sociedades. |
| <b>II.7: Asegurar la Capacitación y Desarrollo de miembros del Órgano de Administración y gerentes de primera línea</b>   |              |                |   |
| II.7.1. Programas de Capacitación continua para los miembros del Órgano de Administración y gerentes de primera línea, que incluyen temas acerca de su rol y responsabilidades, la gestión integral de riesgos, conocimientos específicos del negocio y sus regulaciones, la dinámica de la gobernanza de empresas y temas de RSE.<br>Describir los programas | Parcial      | Parcial        | Cumplimiento parcial porque si bien dice que existe capacitación continua a cargo de la sociedad, no indica si tienen programas ni su grado de cumplimiento.  |
| II.7.2 La Emisora incentiva, por otros medios no mencionadas en II.7.1, a los miembros de Órgano de Administración y gerentes de primera línea mantener una capacitación. Indicar el modo   | Total        | Total          | Dentro de la evaluación de desempeño se incluye la capacitación.  |
| <b>Cumplimiento Principio II</b>  | <b>89.1%</b> | <b>58.0%</b>   | <b>Existen diferencias en la evaluación del principio 2</b>   |

**PRINCIPIO III. AVALAR UNA EFECTIVA POLÍTICA DE IDENTIFICACIÓN, MEDICIÓN, ADMINISTRACIÓN Y DIVULGACIÓN DEL RIESGO EMPRESARIAL**

| <b>Recomendación</b>  | <b>Evaluación Empresa</b> | <b>Evaluación Analista Ext</b> | <b>Comentarios - inconsistencias</b>  |
|---|---------------------------|--------------------------------|---|
| <b>III: El Órgano de Administración debe contar con una política de gestión integral del riesgo empresarial y monitorear su adecuada implementación.</b>  |                           |                                |   |
| <i>III.1</i> La Emisora cuenta con políticas de gestión integral de riesgos empresariales (de cumplimiento de los objetivos estratégicos, operativos, financieros, de reporte contable, de leyes y regulaciones, otros). Hacer una descripción de los aspectos más relevantes | Parcial                   | Parcial                        | Cumplimiento parcial, porque si bien no tiene políticas, realizan acciones para mitigar riesgos               |
| <i>III.2</i> Existe un Comité de Gestión de Riesgos. Informar sobre la existencia de manuales de procedimientos y detallar los principales factores de riesgos y  | Parcial                   | Incumplimiento                 | No tienen comité de gestión de riesgos. La descripción del comité de auditoría no hace mención a los riesgos. |

|  |                |                |  |
|--|----------------|----------------|--|
| acciones de mitigación. De no contar con Comité, describir el papel de supervisión desempeñado por el Comité de Auditoría en referencia a la gestión de riesgos  |                |                |  |
| <i>III.3</i> Hay una función independiente dentro de la Gerencia General de la Emisora que implementa las políticas de gestión integral de riesgos (función de Oficial de Gestión de Riesgo o equivalente). Especificar. | Parcial        | Incumplimiento | No existe Oficial ni función de riesgo. Es una tarea más del Comité de Auditoría |
| <i>III.4</i> Las políticas de gestión integral de riesgos son actualizadas permanentemente conforme a las recomendaciones y metodologías reconocidas en la materia. Indicar cuáles                                       | Incumplimiento | Incumplimiento | No hay políticas ni metodología de análisis de riesgos                           |
| <i>III.5</i> El Órgano de Administración comunica sobre los resultados de la supervisión de la gestión de riesgos en los estados financieros y en la Memoria anual.  | Incumplimiento | Incumplimiento | No responde. No hay gestión de riesgos ni informe                                |
| <b>Cumplimiento Principio III</b>  | <b>30%</b>     | <b>10%</b>     | <b>Existen diferencias en la evaluación del principio 3</b>                      |

**PRINCIPIO IV. SALVAGUARDAR LA INTEGRIDAD DE LA INFORMACION FINANCIERA CON AUDITORÍAS INDEPENDIENTES**

| <b>Recomendación</b>   | <b>Evaluación Empresa</b> | <b>Evaluación Analista Ext</b> | <b>Comentarios - inconsistencias</b>   |
|--|---------------------------|--------------------------------|--|
| <b>IV: Garantizar la independencia y transparencia de las funciones que le son encomendadas al Comité de Auditoría y al Auditor Externo.</b>   |                           |                                |  |
| <i>IV.1</i> El Órgano de Administración al elegir a los integrantes del Comité de Auditoría teniendo en cuenta que la mayoría debe revestir el carácter de independiente, evalúa la conveniencia de que sea presidido por un miembro independiente | Incumplimiento            | Incumplimiento                 | No indica las proporciones de miembros independientes, si son mayoría o no. No tiene normativa que sugiera presidencia independiente |
| <i>IV.2</i> Existe una función de auditoría interna que reporta al Comité de Auditoría y que es responsable de la evaluación del sistema de control interno.   | Total                     | Total                          | Existe una Gerencia de Auditoría que depende del directorio. Es independiente de otras áreas y de accionistas controlantes.          |
| <i>IV.3.</i> Los integrantes del Comité de Auditoría hacen una evaluación anual de la idoneidad, independencia y desempeño de los Auditores Externos, designados por la Asamblea.  | Total                     | Total                          | El Comité de Auditoría periódicamente dictamina acerca de la idoneidad e independencia de los auditores externos.                    |

|  |            |                |   |
|--|------------|----------------|---|
| IV.4 La Emisora cuenta con una política referida a la rotación de los miembros de la Comisión Fiscalizadora y/o del Auditor Externo. | Total      | Incumplimiento | No hay una política, cumple ley en cuanto a rotación. No consideran apropiado ni necesario rotar la firma auditora<br>El Directorio no considera que la rotación de los Síndicos y/o Auditores Externos sea una política conveniente, debido a la complejidad y confidencialidad. |
| <b>Cumplimiento Principio IV</b>   | <b>75%</b> | <b>50%</b>     | <b>Existen diferencias en la evaluación del principio 3</b>   |

## PRINCIPIO V. RESPETAR LOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

| Recomendación  | Evaluación Empresa | Evaluación Analista Ext | Comentarios - inconsistencias  |
|--|--------------------|-------------------------|--|
| <b>V.1: Asegurar que los accionistas tengan acceso a la información de la Emisora.</b>   |                    |                         |  |
| V.1.1 El Órgano de Administración promueve reuniones informativas periódicas con accionistas coincidiendo con estados financieros intermedios. Indicar cantidad y frecuencia.                                      | Total              | Parcial                 | No promueve, sólo a pedido de accionistas mayoritarios. Con el resto según normas vigentes |
| V.1.2 La Emisora cuenta con mecanismos de información a inversores y con un área especializada para la atención de sus consultas. Adicionalmente cuenta con un sitio web.  | Total              | Total                   | Posee sitio web y un área especializada: Gerencia Corporativa de Asuntos Legales           |
| <b>V.2: Promover la participación activa de todos los accionistas.</b>   |                    |                         |  |
| V.2.1 El Órgano de Administración adopta medidas para promover la participación de todos los accionistas en las Asambleas. Explicitar, diferenciando las medidas exigidas por ley de las ofrecidas voluntariamente | Total              | Incumplimiento          | No adopta medidas diferenciales, sólo cumple con lo exigido por ley                        |
| V.2.2 La Asamblea General de Accionistas cuenta con un Reglamento para su funcionamiento   | Parcial            | Incumplimiento          | No hay un reglamento   |
| V.2.3 Resultan aplicables los mecanismos a fin que los accionistas minoritarios propongan asuntos para debatir en la Asamblea. Explicitar los resultados.  | Parcial            | Parcial                 | No hay mecanismos específicos. Solo cumplimiento de la normativa. No detallan resultados   |
| V.2.4. La Emisora cuenta con políticas de estímulo a la participación de accionistas de mayor relevancia, tales como los inversores institucionales. Especificar.  | Parcial            | Incumplimiento          | No hay políticas ni programas para estimular participación. no detalla                     |

|   |                |                |  |
|---|----------------|----------------|--|
| V.2.5 En las Asambleas de Accionistas donde se proponen se dan a conocer, previo a la votación la postura de cada candidatos sobre la adopción de un CGS                                  | Incumplimiento | Incumplimiento | En las asambleas no se dan a conocer las posturas de los candidatos.   |
| V.3: Garantizar el principio de igualdad entre acción y voto.   | Total          | Total          | Un único tipo de acciones con la consiguiente igualdad   |
| V.4: Establecer mecanismos de protección de todos los accionistas frente a las tomas de control.  | Total          | Total          | Cumplimiento total porque si bien no adhiera a oferta publica manifiesta que debe cambiarlo según normas vigentes  |
| V.5: Incrementar el porcentaje de acciones en circulación sobre el capital  | Incumplimiento | Incumplimiento | La dispersión accionaria es menor al 20% y no hay política para modificarlo  |
| <b>V.6: Asegurar que haya una política de dividendos transparente</b>   |                |                |  |
| V.6.1 Cuenta con política de distribución de dividendos prevista en el Estatuto Social y aprobada por la Asamblea de Accionistas. De existir, indicar criterios, frecuencia y condiciones | Parcial        | Parcial        | No hay una política de distribución establecida por Estatuto, pero si en el mismo se establecen las prioridades de destino. El cumplimiento parcial obedece a que el estatuto establece las pautas |
| V.6.2 Cuenta con procesos documentados para la elaboración de la propuesta de destino de resultados acumulados. Explicitar dichos procesos.   | Total          | Incumplimiento | No hay procedimiento establecido. Se cumple con la normativa en cuanto al destino de resultados  |
| <b>Cumplimiento Principio V</b>   | <b>66.6%</b>   | <b>37.50%</b>  | <b>Existen grandes diferencias en la evaluación del principio V</b>  |

**PRINCIPIO VI. MANTENER UN VÍNCULO DIRECTO Y RESPONSABLE CON LA COMUNIDAD**

| <b>Recomendación</b>   | <b>Evaluación Empresa</b> | <b>Evaluación Analista Ext</b> | <b>Comentarios - inconsistencias</b>   |
|--|---------------------------|--------------------------------|--|
| <b>VI: Suministrar a la comunidad la revelación de las cuestiones relativas a la Emisora y un canal de comunicación directo con la Empresa.</b>                                |                           |                                |  |
| VI.1 Cuenta con un sitio web de acceso público, actualizado que suministre información relevante y recoja inquietudes de usuarios en general.                                  | Total                     | Total                          | La empresa posee un sitio web institucional, con incluye información actualizada sobre su desempeño económico, ambiental y social y en el cual se encuentran EEFF con memorias, informes de sostenibilidad y gacetillas de prensa. Cuenta, con contactos por sectores. Posee fuerte presencia en redes sociales. |
| VI.2 La Emisora emite Balance de Responsabilidad Social y Ambiental con frecuencia anual. Especificar que normas o iniciativas adoptadas para llevar a cabo su política de RSE | Total                     | Parcial                        | Emite un informe anual de Sostenibilidad según Iniciativa GRI, pero sin Auditoria.   |

|                                  |             |            |  |
|----------------------------------|-------------|------------|--|
| <b>Cumplimiento Principio VI</b> | <b>100%</b> | <b>75%</b> | <b>Existe dispersion en la evaluación del principio VI</b> |
|----------------------------------|-------------|------------|--|

### PRINCIPIO VII. REMUNERAR DE FORMA JUSTA Y RESPONSABLE

| <b>Recomendación</b>  | <b>Evaluación Empresa</b> | <b>Evaluación Analista Ext</b> | <b>Comentarios - inconsistencias</b>                             |
|---|---------------------------|--------------------------------|--|
| VII: Establecer claras políticas de remuneración de los miembros del Órgano de Administración y gerentes de primera línea, con especial atención a la consagración de limitaciones convencionales o estatutarias en función de la existencia o inexistencia de ganancias. |                           |                                |  |
| VII.1 La Emisora cuenta con un Comité de Remuneraciones   | Incumplimiento            | Incumplimiento                 | La Sociedad no cuenta con un comité de Remuneraciones.           |
| <b>Cumplimiento Principio VII</b>   | <b>0%</b>                 | <b>0%</b>                      | <b>No existen diferencias en la evaluación del principio VII</b> |

### PRINCIPIO VIII. FOMENTAR LA ÉTICA EMPRESARIAL

| <b>Recomendación</b>   | <b>Evaluación Empresa</b> | <b>Evaluación Analista Ext</b> | <b>Comentarios - inconsistencias</b>  |
|--|---------------------------|--------------------------------|---|
| <b>VIII: Garantizar comportamientos éticos en la Emisora.</b>  |                           |                                |   |
| VIII.1 La Emisora cuenta con un Código de Conducta Empresarial. Indicar principales lineamientos y si es de conocimiento para todo público.  | Total                     | Total                          | La empresa posee un código de ética de público conocimiento, publicado en la Intranet, que cubre varios aspectos: pautas de conducta y estándares de integridad y transparencia aplicables a todos los empleados y terceros.<br>Se enumeran los aspectos más importantes  |
| VIII.2 La Emisora cuenta con mecanismos para recibir denuncias de toda conducta ilícita garantizando confidencialidad e integridad. Indicar si el servicio de recepción y evaluación es prestado por personal de la Emisora o externos | Total                     | Total                          | Existen mecanismos para denunciar, establecidos en el Código de Ética   |
| VIII.3 La Emisora cuenta con políticas, procesos y sistemas para la gestión y resolución de las denuncias. Hacer una descripción de los aspectos más relevantes  | Total                     | Parcial                        | No responden a cuáles son las políticas y procesos si es que existen. Se refiere las funciones que cumple el comité de ética, pero no amplía sobre la gestión y resolución de denuncias.<br><br>Si bien posee un Comité de Ética encargado de recepcionar denuncias, no amplía sobre la gestión y resolución de denuncias. No responden a cuáles son las políticas y procesos si es que existen, solo manifiesta que se eleva a la gerencia general para que evalúe acciones a seguir |

|                                    |             |            |  |
|------------------------------------|-------------|------------|--|
| <b>Cumplimiento Principio VIII</b> | <b>100%</b> | <b>83%</b> | <b>Existe dispersion en la evaluación del principio VIII</b> |
|------------------------------------|-------------|------------|--|

**PRINCIPIO IX. PROFUNDIZAR EL ALCANCE DEL CÓDIGO**

| <b>Recomendación</b>  | <b>Evaluación Empresa</b> | <b>Evaluación Analista Ext</b> | <b>Comentarios - inconsistencias</b>   |
|---|---------------------------|--------------------------------|--|
| IX: Fomentar la inclusión de las previsiones que hacen a las buenas prácticas de buen gobierno en el Estatuto Social. | Parcial                   | Incumplimiento                 | Dado que solo se incluyen temas obligatorios legales y la empresa no considera necesario que deban reflejarse otros aspectos en el Estatuto Social, el principio no se cumple. |
| <b>Cumplimiento Principio IX</b>  | <b>50%</b>                | <b>0%</b>                      | <b>No existe congruencia en la evaluación del principio IX</b>   |

|                           |            |              |  |
|---------------------------|------------|--------------|--|
| <b>CUMPLIMIENTO TOTAL</b> | <b>66%</b> | <b>44.1%</b> |  |
|---------------------------|------------|--------------|--|

## APENDICE V – ANALISIS DE CGS DE LA MUESTRA.

| Empresa                             | Principio 1  |  |  | Cumplimiento Principio 1 | Principio 2   |  |  |  |  |   |   |  |   | Principio 2                          |  |                                      | evaluación del directorio                                      |   |  |   |
|-------------------------------------|--|--|--|--------------------------|---|--|--|--|--|---|---|--|---|--------------------------------------|--|--------------------------------------|--|---|--|---|
|                                     | 1.1 Divulgación de políticas sobre autorización de transacciones con partes relacionadas | 1.2. Tiene normativa sobre conflictos de intereses | 1.3 Existe norma o política interna para prevenir uso de info privilegiada |                          | 2.1.1.1. Directorio aprueba plan estratégico, y objetivos, y presupuestos | 2.1.1.2. Directorio aprueba política de inversiones y fciato | 2.1.1.3. Directorio aprueba política de GS | 2.1.1.4. Directorio aprueba política de selección de gtes de 1 línea | 2.1.1.5. Directorio aprueba política de asignación de responsabilidades de | 2.1.1.6. Directorio aprueba política de sucesión de gtes de 1 línea | 2.1.1.7. Directorio aprueba política de RSE | 2.1.1.8. Directorio aprueba política de gestión de riesgos | 2.1.1.9. Directorio aprueba política de capacitación continua para directores y | 2.1.2. Existen políticas adicionales | 2.1.3. Existe política para asegurar acceso de información al Directorio | 2.1.4. Existe un análisis de riesgos | 2.2.1. El directorio verifica el cumplimiento anual del presup | 2.2.2. El directorio verifica el desempeño de gtes de 1 línea | 2.3.1. Cada miembro del directorio cumple con el reglamento, detallar reglamento del | 2.3.2. El directorio presenta información de su gestión y de las políticas del punto II |
| <b>GRANDES</b>                      |  |  |  |                          |   |  |  |  |  |   |   |  |   |                                      |  |                                      |  |   |  |   |
| SIDERAR S.A.                        | 1  | 1  | 1  | 100%                     | 1   | 1  | 0.5  | 0.5  | 0  | 0   | 0.5   | 0.5  | 0   | 1                                    | 0  | 0.5                                  | 1  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| ALUAR ALUMINIO ARGENTINO S.A.       | 0.5  | 1  | 1  | 83%                      | 1   | 1  | 0.5  | 0  | 0  | 0.5   | 0   | 0  | 0   | 0.5                                  | 0.5  | 1                                    | 0.5  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| MOLINOS RIO DE LA PLATA S.A.        | 1  | 1  | 1  | 100%                     | 0.5   | 0.5  | 0  | 0.5  | 0  | 0.5   | 0   | 0.5  | 0   | 0                                    | 0.5  | 0.5                                  | 1  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| IMPORTADORA Y EXPORTADORA DE LA PAT | 0.5  | 0.5  | 1  | 67%                      | 1   | 1  | 0.5  | 0.5  | 0.5  | 0   | 0   | 0.5  | 0   | 0                                    | 0  | 0.5                                  | 1  | 1   | 0.5  | 0.5   |
| CONSULTATIO S.A.                    | 1  | 1  | 1  | 100%                     | 1   | 1  | 0.5  | 0  | 0  | 0   | 0   | 0.5  | 0   | 0                                    | 1  | 0.5                                  | 1  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| LEDESMA S.A.                        | 0.5  | 1  | 1  | 83%                      | 1   | 1  | 0.5  | 1  | 0.5  | 1   | 0.5   | 0  | 0.5   | 0                                    | 0.5  | 0.5                                  | 1  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| GAS NATURAL BAN S.A.                | 0.5  | 1  | 1  | 83%                      | 1   | 1  | 1  | 0.5  | 0.5  | 1   | 1   | 1  | 0   | 1                                    | 1  | 0.5                                  | 1  | 1   | 0.5  | 0.5   |
| CENTRAL PUERTO S.A.                 | 0.5  | 1  | 0  | 50%                      | 1   | 1  | 0.5  | 0  | 0  | 0   | 1   | 0  | 0   | 0                                    | 0.5  | 1                                    | 0.5  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| METROGAS S.A.                       | 0.5  | 0.5  | 0.5  | 50%                      | 1   | 0.5  | 0.5  | 0.5  | 0.5  | 0.5   | 0.5   | 0.5  | 0   | 0                                    | 0.5  | 1                                    | 1  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| ENDESA COSTANERA S. A.              | 0.5  | 1  | 1  | 83%                      | 1   | 1  | 1  | 0  | 0  | 0   | 1   | 1  | 0.5   | 0                                    | 0.5  | 1                                    | 1  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| <b>PROMEDIO</b>                     | <b>0.65</b>  | <b>0.9</b>   | <b>0.85</b>  | <b>80.00%</b>            | <b>0.95</b>   | <b>0.9</b>   | <b>0.55</b>                                | <b>0.35</b>  | <b>0.2</b>   | <b>0.3</b>  | <b>0.5</b>                                  | <b>0.45</b>  | <b>0.15</b>   | <b>0.2</b>                           | <b>0.35</b>  | <b>0.5</b>                           | <b>1</b>   | <b>0.7</b>  | <b>0.5</b>   | <b>0.5</b>  |
| <b>PROMEDIO EMPRESA</b>             | <b>0.95</b>  | <b>1</b>   | <b>1</b>   | <b>98.33%</b>            | <b>0.85</b>   | <b>0.8</b>   | <b>0.85</b>                                | <b>0.55</b>  | <b>0.65</b>  | <b>0.5</b>  | <b>0.75</b>                                 | <b>0.85</b>  | <b>0.55</b>   | <b>0.4</b>                           | <b>0.9</b>   | <b>0.9</b>                           | <b>0.9</b>   | <b>0.9</b>  | <b>1</b>   | <b>0.95</b>   |
| <b>PEQUEÑAS</b>                     |  |  |  |                          |   |  |  |  |  |   |   |  |   |                                      |  |                                      |  |   |  |   |
| FIPLASTO S.A.                       | 1  | 1  | 1  | 100%                     | 1   | 1  | 0.5  | 1  | 0.5  | 0.5   | 1   | 0.5  | 0.5   | no hay                               | 0.5  | 0.5                                  | 1  | 1   | 0.5  | 0.5   |
| PETROLERA DEL CONOSUR S.A.          | 0.5  | 0  | 0.5  | 33%                      | 1   | 0  | 0.5  | 0.5  | 1  | 1   | 0   | 1  | 0   | 0                                    | 0  | 0.5                                  | 1  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| AGROMETAL S.A.                      | 0.5  | 0  | 0  | 17%                      | 1   | 1  | 0.5  | 0.5  | 0.5  | 0.5   | 0   | 0.5  | 0   | 0.5                                  | 0.5  | 1                                    | 0  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| EMDERSA                             | 0.5  | 1  | 1  | 83%                      | 1   | 1  | 0.5  | 0  | 0  | 0   | 0   | 0  | 0   | 0                                    | 0.5  | 1                                    | 0.5  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| GAROVAGLIO Y ZORRAQUIN S. A.        | 0.5  | 0.5  | 1  | 67%                      | 1   | 1  | 0.5  | 0.5  | 1  | 0.5   | 0   | 1  | 0   | 0                                    | 0.5  | 1                                    | 1  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| POLLEDO S.A.                        | 0.5  | 0.5  | 0  | 33%                      | 1   | 1  | 0.5  | 0  | 0  | 0   | 0   | 0.5  | 0   | 0                                    | 0  | 0.5                                  | 1  | 0   | 0.5  | 0.5   |
| GARCIA REGUERA S.A.                 | 1  | 1  | 1  | 100%                     | 1   | 1  | 1  | 0.5  | 0.5  | 1   | 1   | 0  | 0.5   | 0                                    | 0.5  | 1                                    | 0.5  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| PERTRAK S. A.                       | 0.5  | 0  | 0  | 17%                      | 1   | 1  | 0.5  | 1  | 0  | 0.5   | 1   | 0.5  | 0   | 0                                    | 0.5  | 1                                    | 0.5  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| COMPañIA INDUSTRIAL CERVECERA S.A.  | 0.5  | 0  | 0  | 17%                      | 1   | 1  | 0.5  | 1  | 0.5  | 0.5   | 1   | 0.5  | 0   | 0                                    | 0.5  | 1                                    | 0.5  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| METROVIAS S.A.                      | 1  | 0.5  | 0.5  | 67%                      | 1   | 1  | 1  | 0.5  | 0.5  | 0.5   | 1   | 1  | 0.5   | 0                                    | 0.5  | 1                                    | 0  | 0.5   | 0.5  | 0.5   |
| <b>PROMEDIO</b>                     | <b>0.65</b>  | <b>0.45</b>  | <b>0.5</b>   | <b>53.33%</b>            | <b>1</b>  | <b>0.9</b>   | <b>0.6</b>                                 | <b>0.55</b>  | <b>0.45</b>  | <b>0.5</b>  | <b>0.5</b>                                  | <b>0.55</b>  | <b>0.15</b>   | <b>0</b>                             | <b>0.1</b>   | <b>0.45</b>                          | <b>0.95</b>  | <b>0.5</b>  | <b>0.5</b>   | <b>0.5</b>  |
| <b>PROMEDIO EMPRESA</b>             | <b>0.9</b>   | <b>0.8</b>   | <b>0.8</b>   | <b>83.33%</b>            | <b>1</b>  | <b>1</b>   | <b>1</b>                                   | <b>0.8</b>   | <b>0.85</b>  | <b>0.8</b>  | <b>0.85</b>                                 | <b>0.9</b>   | <b>0.7</b>  | <b>0.25</b>                          | <b>0.9</b>   | <b>1</b>                             | <b>0.95</b>  | <b>0.9</b>  | <b>0.85</b>  | <b>0.9</b>  |

| Empresa                              | Principio 2   | estructura  | 2.4.2.bis   | parcial   | designacion   | 2.5.1.1. CN                                    | 2.5.1.2. CN                                     | 2.5.1.3. CN                             | 2.5.1.4. CN                                      | 2.5.1.5. deci                      | 2.5.2.1. CN  | 2.5.2.2. CN                                    | 2.5.2.3. CN                               | 2.5.2.4. CN  | 2.5.2.5. CN   | 2.5.2.6. CN  | 2.5.2.7. CN  | 2.6. Existe limite   | capacitacion   | 2.7.2. Se   | Cumplimiento  |               |
|--------------------------------------|---|---|---|---|---|--|---|---|--|------------------------------------|--|--|---|--|---|--|--|--|--|-------------|---------------|---------------|
|                                      | 2.4.1. Número de miembros externos e independientes s guarda relacion con estructura de capital | 2.4.2. Asamblea aprobo politica de al menos 20% directores independie | Hubo cuestionam ientos a la independencia de los directores | 2.5.1. Cumpl imiento del Comité de Nombres (CN) | 2.5.1.1. CN formado por 3 min 3 directores, mayoría independie ntes | 2.5.1.2. CN formado por director independiente | 2.5.1.3. CN con miembros con experiencia en RRH | 2.5.1.4. CN se reúne min 2 veces al año | 2.5.1.5. deci CN son consultivas, no vinculantes | 2.5.2.1. CN verifica su reglamento | 2.5.2.2. CN propone para eelgir directores y alta gerencia | 2.5.2.3. CN identifica candidatos a directores | 2.5.2.4. CN sugiere para integrar comites | 2.5.2.5. CN recomienda que presidente del directorio no sea el CEO | 2.5.2.6. CN asegura publicacion de cvs de directores y alta gerencia en pag web | 2.5.2.7. CN constante plan de sucesion del directorio y gerencia | 2.6. Existe limite para que directores, sindicos y miembros del consejo de vigilancia desempeñen funciones en otras entidades que ni son | 2.7.1. Emisora tiene programas de capacitacion para directores y gerentes de primera linea, detallar los del año | 2.7.2. Se incentiva los directores y gtes de primera liea a capacitarse más alla del punto |             | Principio 2   |               |
| <b>GRANDES</b>                       |   |   |   |   |   |  |   |   |  |                                    |  |  |   |  |   |  |  |  |  |             |               |               |
| SIDERAR S.A.                         | 1   | 0.5   | 1   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0.5         | 0             | 48%           |
| ALLUAR ALUMINIO ARGENTINO S.A.       | 0.5   | 0.5   | 1   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0           | 0             | 37%           |
| MOLINOS RIO DE LA PLATA S.A.         | 1   | 0.5   | 1   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 1           | 1             | 48%           |
| IMPORTADORA Y EXPORTADORA DE LA PAT. | 1   | 0.5   | 1   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0           | 0             | 43%           |
| CONSULTATIO S.A.                     | 1   | 0.5   | 1   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0.5         | 1             | 48%           |
| LEDESMA S.A.                         | 1   | 0   | 1   | 33.3%   | 1   | 0  | 1   | 0                                       | 1  | 0                                  | 1  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0.5         | 1             | 58%           |
| GAS NATURAL BAN S.A.                 | 1   | 0.5   | 1   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0.5         | 0             | 67%           |
| CENTRAL PUERTO S.A.                  | 1   | 0.5   | 1   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0           | 0             | 39%           |
| METROGAS S.A.                        | 0.5   | 0.5   | 1   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 1           | 0.5           | 52%           |
| ENDESA COSTANERA S. A.               | 1   | 0.5   | 1   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 1           | 1             | 59%           |
| <b>PROMEDIO</b>                      | <b>0.9</b>  | <b>0.45</b>   | <b>1</b>  | <b>3.3%</b>                                     | <b>0.1</b>  | <b>0</b>                                       | <b>0.1</b>                                      | <b>0</b>                                | <b>0.1</b>                                       | <b>0</b>                           | <b>0.1</b>   | <b>0</b>                                       | <b>0</b>                                  | <b>0</b>   | <b>0</b>  | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0.05</b>  | <b>0.5</b>   | <b>0.45</b> | <b>49.93%</b> |               |
| <b>PROMEDIO EMPRESA</b>              | <b>1</b>  | <b>0.75</b>   | <b>1</b>  | <b>0</b>  | <b>0</b>  | <b>0</b>                                       | <b>0</b>  | <b>0</b>                                | <b>0</b>   | <b>0</b>                           | <b>0</b>   | <b>0</b>                                       | <b>0</b>                                  | <b>0</b>   | <b>0</b>  | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0.8</b>   | <b>0.7</b>   | <b>0.65</b> | <b>74.78%</b> |               |
| <b>PEQUEÑAS</b>                      |   |   |   |   |   |  |   |   |  |                                    |  |  |   |  |   |  |  |  |  |             |               |               |
| FIPLASTO S.A.                        | 0   | 0.5   | 0   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0.5         | 0.5           | 52%           |
| PETROLERA DEL CONOSUR S.A.           | 1   | 1   | 0   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0.5         | 1             | 48%           |
| AGROMETAL S.A.                       | 0.5   | 0.5   | 0   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0           | 0             | 37%           |
| EMIDERSA                             | 1   | 0.5   | 0   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0           | 0.5           | 33%           |
| GAROVAGLIO Y ZORRAQUIN S. A.         | 0.5   | 0.5   | 0   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0.5         | 0             | 46%           |
| POLLEDO S.A.                         | 1   | 0.5   | 0   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0           | 1             | 35%           |
| GARCIA REGUERA S.A.                  | 1   | 0   | 0   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0           | 0             | 46%           |
| PERTRAK S. A.                        | 0   | 0   | 1   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0.5         | 1             | 48%           |
| COMPAÑIA INDUSTRIAL CERVECERA S.A.   | 0.5   | 0   | 1   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0.5         | 0             | 48%           |
| METROVIAS S.A.                       | 1   | 0.5   | 1   | 0.0%  | 0   | 0  | 0   | 0                                       | 0  | 0                                  | 0  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0  | 0  | 0  | 0  | 0.5         | 1             | 59%           |
| <b>PROMEDIO</b>                      | <b>0.65</b>   | <b>0.4</b>  | <b>0.3</b>  | <b>0.0%</b>                                     | <b>0</b>  | <b>0</b>                                       | <b>0</b>  | <b>0</b>                                | <b>0</b>   | <b>0</b>                           | <b>0</b>   | <b>0</b>                                       | <b>0</b>                                  | <b>0</b>   | <b>0</b>  | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0.3</b>  | <b>0.5</b>    | <b>45.00%</b> |
| <b>PROMEDIO EMPRESA</b>              | <b>0.9</b>  | <b>0.75</b>   | <b>0.57142857</b>   | <b>0</b>  | <b>0</b>  | <b>0</b>                                       | <b>0</b>  | <b>0</b>                                | <b>0</b>   | <b>0</b>                           | <b>0</b>   | <b>0</b>                                       | <b>0</b>                                  | <b>0</b>   | <b>0</b>  | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0.5</b>   | <b>0.65</b>  | <b>0.65</b> | <b>76.83%</b> |               |

| Empresa  | Principio 3                                |   |                                   |   |                                   |  | Cumplimiento principio 3 | Principio 4  |  |  |  | Cumplimiento principio 4 |
|--|--|---|-----------------------------------|---|-----------------------------------|--|--------------------------|--|--|--|--|--------------------------|
|  | 3.1. Emisora tiene políticas de gestión de | 3,2, Existe Comité de Gestión de Riesgos en | 3.3. Hay funcion independiente de | 3.4. Política de gestión de riesgo actualizada, | 3.4.bis Indicar cual política usa | 3.5. Se comunica resultados de la gestión de |                          | 4.1. Comité de Auditoria con mayoría de directores | 4.2. Funcion de auditoria interna que reporta al Comité de | 4.3 Comité de Auditoria evalua anualmente aa | 4.4. Existe politica referida a rotacion de auditores externos y o |                          |
| <b>GRANDES</b>                                       |  |   |                                   |   |                                   |  |                          |  |  |  |  |                          |
| SIDERAR S.A.   | 1  | 1   | 1                                 | 0.5   |                                   | 0.5  | 80%                      | 0.5  | 1  | 0.5  | 0  | 50%                      |
| ALUAR ALUMINIO ARGENTINO S.A.                        | 1  | 0   | 0                                 | 1   | AS/NZS 4360                       | 1  | 60%                      | 0.5  | 1  | 0.5  | 0  | 50%                      |
| MOLINOS RIO DE LA PLATA S.A.                         | 0.5  | 0   | 0                                 | 0   |                                   | 0  | 10%                      | 1  | 1  | 1  | 0  | 75%                      |
| IMPORTADORA Y EXPORTADORA DE LA PAT CONSULTATIO S.A. | 0.5  | 0   | 0                                 | 0   |                                   | 0.5  | 20%                      | 1  | 0  | 1  | 0  | 50%                      |
| LEDESMA S.A.   | 1  | 1   | 0                                 | 0   |                                   | 0.5  | 50%                      | 0.5  | 0  | 0.5  | 0  | 25%                      |
| GAS NATURAL BAN S.A.                                 | 0.5  | 0   | 0                                 | 0   |                                   | 0  | 10%                      | 0  | 1  | 1  | 0  | 50%                      |
| CENTRAL PUERTO S.A.                                  | 1  | 0   | 0                                 | 1   | COSO                              | 0.5  | 50%                      | 0.5  | 1  | 1  | 0  | 63%                      |
| METROGAS S.A.  | 1  | 0.5   | 0.5                               | 0.5   |                                   | 0  | 50%                      | 1  | 1  | 1  | 0  | 75%                      |
| ENDESA COSTANERA S. A.                               | 1  | 1   | 1                                 | 1   |                                   | 1  | 90%                      | 0.5  | 1  | 1  | 0  | 63%                      |
| ENDESA COSTANERA S. A.                               | 0.5  | 0   | 0                                 | 0.5   |                                   | 0  | 20%                      | 1  | 1  | 1  | 0  | 75%                      |
| <b>PROMEDIO</b>                                      | <b>0.8</b>                                 | <b>0.35</b>                                 | <b>0.25</b>                       | <b>0.45</b>                                     |                                   | <b>0.35</b>                                  | <b>44.00%</b>            | <b>0.65</b>  | <b>0.8</b>   | <b>0.85</b>                                  | <b>0</b>   | <b>57.50%</b>            |
| <b>PROMEDIO EMPRESA</b>                              | <b>0.9</b>                                 | <b>0.6</b>                                  | <b>0.5</b>                        | <b>0.55</b>                                     |                                   | <b>0.55</b>                                  | <b>62.00%</b>            | <b>0.8</b>   | <b>0.75</b>  | <b>1</b>                                     | <b>0.5</b>   | <b>76.25%</b>            |
| <b>PEQUEÑAS</b>                                      |  |   |                                   |   |                                   |  |                          |  |  |  |  |                          |
| FIPLASTO S.A.  | 0.5  | 0   | 0                                 | 0.5   |                                   | 0.5  | 30%                      | 0.5  | 1  | 0.5  | 0  | 50%                      |
| PETROLERA DEL CONOSUR S.A.                           | 1  | 0   | 0                                 | 0.5   |                                   | 0.5  | 40%                      | 1  | 1  | 0.5  | 0  | 63%                      |
| AGROMETAL S.A.                                       | 0.5  | 0   | 0                                 | 0   |                                   | 0.5  | 20%                      | 0.5  | 0  | 1  | 0  | 38%                      |
| EMDERSA  | 0  | 0   | 0                                 | 0   |                                   | 0.5  | 10%                      | 0  | 0  | 0.5  | 0.5  | 25%                      |
| GAROVAGLIO Y ZORRAQUIN S. A.                         | 0.5  | 0   | 0                                 | 0   |                                   | 0.5  | 20%                      | 1  | 0  | 1  | 0  | 50%                      |
| POLLEDO S.A.   | 1  | 0   | 0                                 | 0   |                                   | 0.5  | 30%                      | 1  | 0  | 1  | 0  | 50%                      |
| GARCIA REGUERA S.A.                                  | 0  | 0   | 0                                 | 0   |                                   | 0  | 0%                       | 0  | 0  | 0  | 0  | 0%                       |
| PERTRAK S. A.  | 0.5  | 0   | 0                                 | 0   | 0                                 | 0  | 10%                      | 0  | 0  | 0  | 0  | 0%                       |
| COMPAÑIA INDUSTRIAL CERVECERA S.A.                   | 0  | 0   | 0                                 | 0   |                                   | 0  | 0%                       | 1  | 0.5  | 1  | 0  | 63%                      |
| METROVIAS S.A.                                       | 1  | 0   | 0                                 | 0   | 0                                 | 0.5  | 30%                      | 1  | 0  | 1  | 0.5  | 63%                      |
| <b>PROMEDIO</b>                                      | <b>0.5</b>                                 | <b>0</b>                                    | <b>0</b>                          | <b>0.1</b>                                      | <b>0</b>                          | <b>0.35</b>                                  | <b>19.00%</b>            | <b>0.6</b>   | <b>0.25</b>  | <b>0.65</b>                                  | <b>0.1</b>   | <b>40.00%</b>            |
| <b>PROMEDIO EMPRESA</b>                              | <b>0.8</b>                                 | <b>0.25</b>                                 | <b>0.15</b>                       | <b>0.4</b>                                      | <b>0</b>                          | <b>0.85</b>                                  | <b>49.00%</b>            | <b>0.8</b>   | <b>0.65</b>  | <b>0.9</b>                                   | <b>0.75</b>  | <b>77.50%</b>            |

| Empresa                             | Principio 5  |   |  |   |   |  |  |                                  |                               |   |  |   | Cumplimiento principio 5 |
|-------------------------------------|--|---|--|---|---|--|--|----------------------------------|-------------------------------|---|--|---|--------------------------|
|                                     | 5.1.1. El directorio promueve reuniones informativas con accionistas junto con | 5.1.2. Emisora tiene area especializa para consultas de | 5.2.1. El directorio promueve participacion de todos los accionistas en las asambleas, | 5.2.2. Reglamento de la Asamblea asegura acceso | 5.2.3. Mecanismos para participacion de accionistas | 5.2.4. Hay politicas de estimulo de participacion de | 5.2.5. Previa designacion de directores se da a conocer su | 5.3. Se garantiza igualdad entre | 5.4. Mecanismos de proteccion | 5.5. Existe dispersion accionaria de al menos 20%, o existe politica para ello. | 5.6.1. Politica de dividendos prevista en Estatuto y | 5.6.2. Existen procesos documentados para la propuesta de destino de resultados |                          |
| <b>GRANDES</b>                      |  |   |  |   |   |  |  |                                  |                               |   |  |   |                          |
| SIDERAR S.A.                        | 0  | 1   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 1                                | 1                             | 1   | 0  | 0   | 38%                      |
| ALUAR ALUMINIO ARGENTINO S.A.       | 0  | 0.5   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 1                                | 0                             | 1   | 0  | 0   | 25%                      |
| MOLINOS RIO DE LA PLATA S.A.        | 0  | 1   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 1  | 0                                | 0                             | 1   | 0  | 0   | 29%                      |
| IMPORTADORA Y EXPORTADORA DE LA PAT | 0  | 1   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 0                                | 0                             | 1   | 0.5  | 0   | 25%                      |
| CONSULTATIO S.A.                    | 0  | 1   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 1                                | 1                             | 1   | 0  | 0   | 38%                      |
| LEDESMA S.A.                        | 0.5  | 1   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 1                                | 1                             | 0   | 0.5  | 0   | 38%                      |
| GAS NATURAL BAN S.A.                | 1  | 1   | 1  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 1                                | 1                             | 0   | 1  | 0   | 54%                      |
| CENTRAL PUERTO S.A.                 | 0  | 0.5   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 1                                | 1                             | 0   | 0  | 0   | 25%                      |
| METROGAS S.A.                       | 0.5  | 1   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 1                                | 1                             | 1   | 0  | 0   | 42%                      |
| ENDESA COSTANERA S. A.              | 0  | 1   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 1                                | 0                             | 1   | 0  | 0   | 29%                      |
| <b>PROMEDIO</b>                     | <b>0.2</b>   | <b>0.9</b>  | <b>0.1</b>   | <b>0</b>  | <b>0.5</b>  | <b>0</b>   | <b>0.1</b>   | <b>0.8</b>                       | <b>0.6</b>                    | <b>0.7</b>  | <b>0.2</b>   | <b>0</b>  | <b>34.17%</b>            |
| <b>PROMEDIO EMPRESA</b>             | <b>0.5</b>   | <b>0.95</b>   | <b>0.95</b>  | <b>0.35</b>                                     | <b>0.75</b>   | <b>0.05</b>  | <b>0.2</b>   | <b>0.95</b>                      | <b>0.5</b>                    | <b>0.9</b>  | <b>0.5</b>   | <b>0.7</b>  | <b>60.83%</b>            |
| <b>PEQUEÑAS</b>                     |  |   |  |   |   |  |  |                                  |                               |   |  |   |                          |
| FIPLASTO S.A.                       | 0  | 0.5   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 0                                | 0                             | 1   | 0.5  | 1   | 29%                      |
| PETROLERA DEL CONOSUR S.A.          | 0  | 1   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 1                                | 0                             | 0   | 0  | 0   | 21%                      |
| AGROMETAL S.A.                      | 0  | 0.5   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 1                                | 1                             | 1   | 0  | 0   | 33%                      |
| EMDESA                              | 0  | 0   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 1                                | 1                             | 0   | 0.5  | 0   | 25%                      |
| GAROVAGLIO Y ZORRAQUIN S. A.        | 0  | 0   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 0                                | 1                             | 1   | 0  | 0   | 21%                      |
| POLLEDO S.A.                        | 0  | 0.5   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 1                                | 0                             | 1   | 0.5  | 0   | 29%                      |
| GARCIA REGUERA S.A.                 | 0  | 0.5   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 1                                | 1                             | 0   | 0  | 0   | 25%                      |
| PERTRAK S. A.                       | 0  | 0.5   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 0                                | 0                             | 0   | 0  | 0   | 8%                       |
| COMPAÑIA INDUSTRIAL CERVECERA S.A.  | 0  | 0   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 0                                | 0                             | 0   | 0  | 0   | 4%                       |
| METROVIAS S.A.                      | 0  | 1   | 0  | 0   | 0.5   | 0  | 0  | 0                                | 0                             | 0   | 0.5  | 1   | 25%                      |
| <b>PROMEDIO</b>                     | <b>0</b>   | <b>0.45</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>  | <b>0.5</b>  | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0.5</b>                       | <b>0.4</b>                    | <b>0.4</b>  | <b>0.2</b>   | <b>0.2</b>  | <b>22.08%</b>            |
| <b>PROMEDIO EMPRESA</b>             | <b>0.5</b>   | <b>0.65</b>   | <b>0.8</b>   | <b>0.3</b>                                      | <b>0.9</b>  | <b>0.55</b>  | <b>0.1</b>   | <b>0.8</b>                       | <b>0.35</b>                   | <b>0.3</b>  | <b>0.55</b>  | <b>0.55</b>   | <b>52.92%</b>            |



| Empresa                             | Principio 8  |  |   | Cumplimiento principio 8 | 9 CGS incluido total o parcialmente en Estatuto | Cumplimiento Principio 9 |
|-------------------------------------|--|--|---|--------------------------|---|--------------------------|
|                                     | 8.1. Existe Codigo de conducta empresarial, es publico y es firmado por directorio y alta gerencia | 8.2. Existen mecanismos para recibir denuncias de conductas ilicitas y antieticas, indicar si es evaluado por personal interno o externo | 8.3. Existen mecanismos para resoluciones para denunciam detallar |                          |   |                          |
| <b>GRANDES</b>                      |  |  |   |                          |   |                          |
| SIDERAR S.A.                        | 1  | 1  | 1   | 100%                     | 0.5   | 50%                      |
| ALUAR ALUMINIO ARGENTINO S.A.       | 0  | 0  | 0   | 0%                       | 0   | 0%                       |
| MOLINOS RIO DE LA PLATA S.A.        | 1  | 1  | 1   | 100%                     | 0   | 0%                       |
| IMPORTADORA Y EXPORTADORA DE LA PAT | 0  | 0.5  | 0   | 17%                      | 0   | 0%                       |
| CONSULTATIO S.A.                    | 1  | 0.5  | 0   | 50%                      | 0   | 0%                       |
| LEDESMA S.A.                        | 1  | 1  | 0.5   | 83%                      | 0   | 0%                       |
| GAS NATURAL BAN S.A.                | 1  | 0.5  | 0.5   | 67%                      | 0.5   | 50%                      |
| CENTRAL PUERTO S.A.                 | 1  | 0.5  | 0.5   | 67%                      | 0   | 0%                       |
| METROGAS S.A.                       | 1  | 1  | 0.5   | 83%                      | 0   | 0%                       |
| ENDESA COSTANERA S. A.              | 1  | 1  | 1   | 100%                     | 0   | 0%                       |
| <b>PROMEDIO</b>                     | <b>0.8</b>   | <b>0.7</b>   | <b>0.5</b>  | <b>66.67%</b>            | <b>0.1</b>                                      | <b>10.00%</b>            |
| <b>PROMEDIO EMPRESA</b>             | <b>0.8</b>   | <b>0.85</b>  | <b>0.7</b>  | <b>78.33%</b>            | <b>0.25</b>                                     | <b>25.00%</b>            |
| <b>PEQUEÑAS</b>                     |  |  |   |                          |   |                          |
| FIPLASTO S.A.                       | 1  | 0.5  | 0.5   | 67%                      | 0   | 0%                       |
| PETROLERA DEL CONOSUR S.A.          | 0  | 0  | 0   | 0%                       | 0   | 0%                       |
| AGROMETAL S.A.                      | 0  | 0  | 0   | 0%                       | 0.5   | 50%                      |
| EMDERSA                             | 1  | 1  | 1   | 100%                     | 0   | 0%                       |
| GAROVAGLIO Y ZORRAQUIN S. A.        | 0  | 0  | 0   | 0%                       | 0   | 0%                       |
| POLLEDO S.A.                        | 0  | 0  | 0   | 0%                       | 0   | 0%                       |
| GARCIA REGUERA S.A.                 | 0  | 0  | 0   | 0%                       | 0   | 0%                       |
| PERTRAK S. A.                       | 0  | 0  | 0   | 0%                       | 0   | 0%                       |
| COMPAÑIA INDUSTRIAL CERVECERA S.A.  | 0  | 0  | 0   | 0%                       | 0   | 0%                       |
| METROVIAS S.A.                      | 0  | 0  | 0.5   | 17%                      | 0   | 0%                       |
| <b>PROMEDIO</b>                     | <b>0.2</b>   | <b>0.15</b>  | <b>0.2</b>  | <b>18.33%</b>            | <b>0.05</b>                                     | <b>5.00%</b>             |
| <b>PROMEDIO EMPRESA</b>             | <b>0.4</b>   | <b>0.5</b>   | <b>0.6</b>  | <b>50.00%</b>            | <b>0.25</b>                                     | <b>25.00%</b>            |

## **XI. GLOSARIO**

CEO: Chief Executive Officer (Director Ejecutivo),

CFO: Chief Financial Officer (Director Financiero).

CGS: Código de Gobierno Societario

CNV: Comisión Nacional de Valores

GC: Gobierno Corporativo

IFRS: International Financial Reporting Standards

NIIF: Normas Internacionales de Información Financiera

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

SEC: Security and Exchange Commission