



HAL
open science

Una contribución a la evaluación de las reformas al Gobierno Corporativo de las empresas: aplicación a la Argentina

Omar O. Chisari, Gustavo Ferro

► **To cite this version:**

Omar O. Chisari, Gustavo Ferro. Una contribución a la evaluación de las reformas al Gobierno Corporativo de las empresas: aplicación a la Argentina. 2012. hal-00694556

HAL Id: hal-00694556

<https://hal.science/hal-00694556>

Preprint submitted on 4 May 2012

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Una contribución a la evaluación de las reformas al Gobierno Corporativo de las empresas: aplicación a la Argentina

Omar Chisari y Gustavo Ferro
Buenos Aires, Abril de 2012

Abstract

In this work we do two things: 1) an assessment of the current academic opinions and of the present situation around the world, 2) a reconsideration of the quantitative evaluation of corporate governance reforms from the perspective of general equilibrium.

Corporate governance could be defined as the institutions or mechanisms, which induce incentives in listed firms, in order to recognize benefits between all the stakeholders, and to restrict the discretion over that distribution, in presence of asymmetric information and incomplete contracts. Those institutions and mechanisms are structured to solve interest conflicts; if they succeed in doing that, it is expected a fall in the cost of capital. The concept could be applied to non-listed firms and even to state owned enterprises and NGOs.

There is a normative theory, which emphasizes good practices of corporate governance. A partial definition of those good practices involves the ones, which reduce capital costs for firms. But such definition does not entail that for that reductions other sectors or agents of there will be gains too; not even it is able to capture gains for the whole economy.

There could be positive pecuniary externalities when the cost of capital is reduced for the whole economy but there could also be increasing costs, when new practices are intensive in scarce factors and the society as a whole could loss welfare. Therefore, it is necessary to distinguish between good practices at the level of shareholders (or even stakeholders) from social welfare enhancing practices. Therefore, this is a complementary study of the traditional firm level and qualitative analysis.

Here good practices are intended to improve welfare in a general equilibrium context, yielding benefits for both lenders and debtors of the economy.

Some practices of corporate governance, applied in the international context, and more precisely in the United States, had been promoted as methods to be replicated in less developed countries to improve their access to international finance. Current evidence is presented in cross-country econometric studies. Do those recommendations pass the test of social welfare evaluation?

Here we apply a computed dynamic general equilibrium model to try to evaluate the cost-benefit of the corporate governance reform in a developing country of medium size and level of development and low capitalization.

We discuss the problems, present a survey on the literature on theory and practice of corporate governance, we discuss the problem in the local perspective of Argentina (which is the case of study), and the international arena following the OECD literature. Finally, an empirical literature is made to study the potential gains in a computed dynamic general equilibrium model.

Palabras claves: gobierno corporativo, modelos de equilibrio general computado
Key Words: corporate governance, computable general equilibrium models

Códigos JEL: G30, D58
JEL Codes: G30, D58

Contenido

I - Introducción.....	4
II Gobierno corporativo: los problemas.....	6
II-1 Definiciones.....	6
II-2 Modelos de Gobierno Corporativo	6
II-3 Dispersión versus concentración y problemas de agencia	8
II-4 Capturas (“Take Overs”)	11
II-5 Delegación y concentración del poder en el directorio.....	12
II-6 Origen legal y gobierno corporativo	13
II-7 Algunos elementos para la comparación entre modelos	14
III Un examen a la literatura sobre gobierno corporativo	15
III-1 Instituciones y problemas de agencia	15
III- 2 Contratos y remuneración	20
III-3 Estructura y control.....	23
III- 4 Sistema legal.....	25
III-5 Quiebras	26
III-6 Gobierno Corporativo de Bancos	27
III – 7 Influencia de la regulación	28
III – 8 Estructura de capital.....	29
III – 9 Opacidad.....	30
III – 10 Seguro de depósitos y prestamista de última instancia	31
IV Evolución reciente del tratamiento del gobierno corporativo en el mundo y en Argentina.....	33
IV-1 Tendencias regulatorias internacionales	33
IV-2 Ley Sarbanes – Oxley de 2002.....	37
IV-3 Los costos de implementación	39
IV-4 Impacto de la Ley Sarbanes – Oxley sobre las prácticas reales de gobierno corporativo	42
IV-5 Gobierno Corporativo en Argentina	43
IV-5 Legislación en Argentina	44
IV-6 Normas del decreto 677/2001 con relación a los auditores	46
IV-7 El comité de auditoría y los directores independientes.	47
IV-8 Responsabilidad de los Directores	48
IV-9 Oferta pública de adquisición (OPA)	49
IV-10 Procedimiento arbitral.....	49
IV-11 Facultades de la CNV	50
IV-12 El rol de los inversores institucionales	50
IV-13 Protección a accionistas minoritarios	51
IV-14 Gobierno Corporativo en Argentina respecto de sugerencias de la OECD.....	51
IV – 15 Código de Mejores Prácticas para el Gobierno de las Organizaciones (IAGO 2004)	54

IV – 15 Gobierno Corporativo en Argentina: recientes sugerencias de Aguirre y de las Carreras (2011).....	56
V - “Principios de Buen Gobierno Corporativo” de la OECD	59
V-1 Principio 1: Marco del Gobierno Corporativo	60
V-2 Principio 2: Los derechos de los accionistas y funciones claves de propiedad.....	60
V-3 Principio 3: Trato equitativo entre los accionistas.....	61
V-4 Principio 4: El rol de los Interesados en el Gobierno Corporativo.....	62
V-5 Principio 5: Diseminación de información y Transparencia.....	62
V-6 Principio 6: Responsabilidad del directorio	63
V-7 Una Revisión de los Principios (2004)	65
VI-1 Políticas y buenas prácticas para incentivar un involucramiento más activo de los inversionistas institucionales (IIs) en promocionar un mejor gobierno corporativo.	66
VI-2 Distinguiendo las empresas con mejor gobierno corporativo para propósitos de inversión.....	67
VI-3 Formalizando y divulgando las políticas de los inversionistas institucionales en relación al gobierno corporativo de las empresas en las que invierten.....	68
VI-4 Ejerciendo los derechos de propiedad en las compañías en cartera	69
VI-5 Votando en las Juntas Generales de Accionistas	70
VI-6 Incentivando la comunicación entre los IIs y las empresas en las que invierten	72
VI-7 Incentivando la comunicación entre distintos IIs.....	73
VI-8 Mejorando el funcionamiento de los Directorios	74
VI-9 Fortaleciendo la responsabilidad de la gerencia.....	76
VI-10 Abordando los temas internos de gobierno corporativo de los inversionistas institucionales.....	76
VI-11 Enajenando la inversión como última opción	79
VII – Una aplicación para Argentina utilizando un modelo de equilibrio general computado dinámico (sección desarrollada con Javier Maquieyra).	81
VII – 1 Estado de la situación mundial y en Argentina	81
VII – 2 Modelo de equilibrio general computado (CGE) y simulaciones	82
VII – 3 El Modelo.....	83
VIII Conclusiones	92
IX - Bibliografía.....	95

I - Introducción

La noción de gobierno corporativo parece haber sido usado por primera vez en 1960 para denotar “la estructura y funcionamiento de la política corporativa”. El término deriva de una analogía entre el gobierno de ciudades, naciones o estados, y el de compañías (Becht, Bolton y Roell, 2002). El gobierno corporativo puede definirse como el sistema de instituciones o mecanismos que inducen incentivos en firmas privadas con oferta pública de su capital, para el reparto de los beneficios entre todos los interesados, y restringen la discreción sobre tal distribución, en presencia de información asimétrica y contratos incompletos. Tales instituciones y mecanismos se estructuran para resolver conflictos de intereses y si son exitosos en hacerlo, bajan el riesgo para los inversores y acreedores de la firma. El concepto se aplica fundamentalmente a empresas en oferta pública de su capital, aunque las buenas prácticas serían extensivas a empresas privadas de capital cerrado, de gestión estatal y hasta organizaciones sin fines de lucro.

Debe destacarse que del conjunto de prácticas de gobierno corporativo pueden seleccionarse un subconjunto de “buenas prácticas”. Definir “buenas prácticas” no es tarea fácil: Una visión de equilibrio parcial o intraempresa designaría como tales a las que reducen el riesgo para los accionistas y acreedores de las firmas y por ende su costo del capital, pero tal definición no tendría en cuenta que dicha baja en el costo del capital podría estar compensada por subas de otros costos a las mismas empresas (de controles, auditorias, etcétera), así como costos que se impongan a otros sectores productivos o a los consumidores. Tampoco sería capaz de capturar las externalidades pecuniarias de las normativas –por ejemplo si producen una baja de costo de capital generalizada al resto de la economía o al sector público. En este trabajo, nos proponemos no sólo reseñar y comenar lo disponible sino también proponer una visión de equilibrio general, que acotará las “buenas prácticas” de gobierno corporativo al subconjunto de las que mejoran el bienestar de toda la economía, entendido a partir de una función de bienestar social que tiene como argumentos las utilidades de los agentes en la economía, quienes a su vez, en tanto acreedores y accionistas, tienen derechos sobre las empresas.

Las prácticas de gobierno corporativo aplicadas en el ámbito internacional y en particular en Estados Unidos han sido difundidas como métodos de ampliar el mercado de capitales y conseguir el acceso de los países menos desarrollados a la oferta de ahorro mundial. El punto de vista más común a perspectiva es que ese acceso aumentará el bienestar, en particular a través de tasas de crecimiento más altas. La evidencia que se presenta habitualmente para sostener esta aseveración está basada sobre estudios econométricos de países. Aquí la intención es poner en consideración la relevancia de examinar con más cuidado la recomendación de política en el contexto de un modelo dinámico de equilibrio general. Se trata de un enfoque complementario del habitual. La evaluación cuantitativa consistente es uno de los pilares del análisis, junto con su estudio cualitativo y conceptual.

Este trabajo discute ese tema de interés para las empresas y las economías, recurriendo a un modelo de equilibrio general computado dinámico para hacer un análisis de costo-beneficio. Los costos de las acciones o de las políticas se transmiten en la economía a través de un entramado de relaciones económicas que puede representarse mediante la matriz de transacciones intersectoriales y que son soportados según las elasticidades de sustitución y la movilidad de los factores y de los consumidores. ¿Por qué no pensar lo mismo de los mayores costos de gobierno cor-

porativo? Si los mayores costos del gobierno corporativo se piensan como un servicio adicional de auditoria, la elasticidad de oferta de factores que pueden proveerlo, los coeficientes de insumo-producto, las elasticidades de demanda de bienes y servicios juegan un rol importante en la distribución del ingreso factorial y personal de los mayores costos. Las mejoras del gobierno corporativo no se agotan ahí, muchas son intangibles y cualitativas, por ende difícil de medir. También los beneficios pueden seguir caminos dictados por las relaciones intersectoriales. En parte por eso, hemos enfatizado más los costos que los beneficios; pero hemos evaluado en equilibrio general, qué reducción del costo de capital de la economía justifica pagar los costos.

En este trabajo, utilizamos un modelo dinámico de equilibrio general computado, para examinar una reforma en la Argentina consistente en la introducción de mejores pero más costosas prácticas de gobierno corporativo.

Este trabajo se organizó en siete capítulos tras esta introducción. En el Capítulo II, se exponen y discuten los problemas de gobierno corporativo. En el Capítulo III realizamos un examen a la literatura sobre gobierno corporativo. En el Capítulo IV, la atención se dedica a la evolución reciente del tratamiento del gobierno corporativo en el mundo y en Argentina. Seguidamente, el Capítulo V refiere a los “Principios de Buen Gobierno Corporativo de la OECD. El Capítulo VI efectúa recomendaciones para fortalecer las políticas de buen gobierno y las buenas prácticas. En el Capítulo VII realizamos una aplicación para Argentina, utilizando un modelo dinámico de equilibrio general computado. Finalmente, el Capítulo VIII es el de conclusiones del estudio.

II Gobierno corporativo: los problemas

El capítulo se compone de siete secciones, que tratan respectivamente de definiciones, modelos de gobierno corporativo, dispersión versus concentración y problemas de agencia, capturas (“take overs”), delegación y concentración del poder en el directorio, origen legal y gobierno corporativo, cerrando con algunos elementos para la comparación entre modelos.

II-1 Definiciones

Nuestra definición de gobierno corporativo procura sintetizar los diversos enfoques en la literatura (Shleifer y Vishny, 1996, Bergloff y Capaul (2002), Bergloff y Van Thadden, 1999, entre otros): *“El gobierno corporativo es un sistema de instituciones o mecanismos que inducen incentivos en firmas privadas que hacen oferta pública de su capital para el reparto de los beneficios entre todos los interesados y restringen la discreción sobre tal distribución, en un contexto de información asimétrica y de contratos incompletos”*. Dichas instituciones y mecanismos se estructuran para resolver conflictos de intereses y si dicho proceso es exitoso, el riesgo que enfrentan los accionistas y acreedores de la firma se verá reducido. Por “Buen gobierno corporativo” se entenderá en lo sucesivo el subconjunto de las prácticas anteriormente descritas que aumentan el bienestar en la economía.

El derecho de control formal se reparte entre los accionistas y los acreedores. Una vez pagadas las deudas, el control sobre el beneficio residual recae en los accionistas. De no poder pagarse a los acreedores, por el sistema judicial, pasa el control a aquéllos y se renegocian los contratos o se liquida la empresa. El control real o efectivo de los que financian la firma es fuerte ex ante, al efectuarse el aporte de capital o prestarle a la empresa, pero disminuye ex post. Los trabajadores y proveedores ganan control a medida que pasa el tiempo y hay que limitarlos. Ello se hace remunerando sus derechos de control reales a través de un pago fijo o en función de variables fácilmente observables. Los accionistas tienen derechos residuales, cobrando al final, por lo que son los más interesados en tomar decisiones que maximicen dicho beneficio residual. Informalmente, se puede aseverar que en una firma, el único absolutamente interesado en la maximización del beneficio es el dueño.

Así como se estructuran pagos fijos a proveedores y trabajadores, para que los accionistas y acreedores puedan hacer valer sus derechos de control formales, se establecen una serie de instituciones. Pero también aquí aparecen problemas si los financiadores (accionistas y acreedores) utilizan sus derechos para aumentar su participación en los beneficios residuales a costa de otros interesados legítimos (“stakeholders”).

II-2 Modelos de Gobierno Corporativo

En la literatura de economía de la información y los contratos se conoce como problemas de agencia, de principal/agente o de delegación a los contratos en que una parte (principal) contrata a otra (agente) para realizar una actividad a cambio de una remuneración. El agente tiene la ventaja informativa sobre el principal que conoce el esfuerzo que le demanda (costos en que incurre para) el cumplimiento del contrato. El principal debe diseñar una remuneración que induzca al agente a participar en la relación y que haga sus incentivos compatibles con los propios (que al agente le convenga actuar en la dirección que el principal espera).

La literatura considera principalmente dos formas de conflictos de interés en las compañías: por un lado, los que surgen en firmas de capital disperso, entre la gerencia y los accionistas y por otro, los que aparecen en firmas de capital concentrado, entre los intereses de accionistas mayoritarios (grupo de control), por un lado, y los minoritarios por otro.

En ambos casos, el conflicto se relaciona con la presencia de un diferencial de información entre quienes controlan o manejan la empresa y aquellos interesados que no participan directamente en las decisiones de la misma. En el conflicto entre los gerentes y los accionistas, los problemas de agencia se presentan por las dificultades que los propietarios (“principales”) enfrentan para monitorear el esfuerzo y controlar la asignación de recursos realizada por los gerentes (“agentes”). Una posible solución a este problema de agencia es la concentración de la propiedad en manos de pocos accionistas y el control por ellos de la gerencia. Sin embargo, la concentración de la propiedad mitiga el primero, pero puede derivar en el segundo problema de agencia mencionado: aquél que surge entre los accionistas mayoritarios (controlantes) y los accionistas minoritarios. En este caso, los primeros pueden utilizar el control para desviar fondos o asignar recursos en su favor y en su desmedro de las minorías.

La concentración de la propiedad genera fuertes incentivos a la supervisión y el control de la toma de decisiones. Cada financiador individual (por ejemplo, una familia o banco propietario y posiblemente también acreedor, por ejemplo) es poderoso y está incentivado, por la importancia de su participación (o exposición) en la firma. Pero aparece otro problema: la posibilidad que los grandes financiadores utilicen su poder para expropiar a los agentes más vulnerables. Con financiación dispersa, ningún financiador tiene incentivos poderosos para supervisar individualmente, pero individualmente pueden desprenderse de sus tenencias sin afectar demasiado los precios, pasando entonces los mercados de capitales a controlar no coordinadamente a los gerentes. Una empresa no satisfactoriamente gerenciada a juicio de sus accionistas puede ser, en el límite, si la mayoría de su capital cotiza en mercados de valores, ser objeto de captura (take over).

Nestor y Thompson (2001), y Shleifer y Vishny (1996), analizan los modelos divergentes de gobierno corporativo en el mundo y los caracterizan como “Modelo de Outsiders” y “Modelo de Insiders”. El Modelo de “Outsiders” con capital disperso (o atomizado) y control por el mercado, es predominante en Estados Unidos y el Reino Unido, donde el problema de agencia básico está en la relación entre accionistas y la gerencia. Por su parte, el Modelo de “Insiders” con capital concentrado y control por relaciones, predomina en el resto del mundo. Allí el problema potencial más importante es la divergencia de intereses entre accionistas controladores y minoritarios, que puede llevar a la expropiación de los derechos de los segundos.

Como se ha anticipado, en las empresas pueden aparecer conflictos de interés entre la gerencia y los accionistas: la gerencia puede seguir su propia agenda en desmedro de los propietarios. También pueden surgir conflictos de interés entre la mayoría controlante y la minoría controlada: este problema está presente en mercados donde la propiedad pertenece a familias u otros grupos concentrados. La mayoría puede expropiar a la minoría accionaria. Es esperable también que en estos contextos la gerencia esté alineada con la voluntad de los accionistas mayoritarios, resolviéndose así el problema de separación de propiedad y control. A la vez, en el contexto de control atomizado es menos probable el problema de expropiación por parte del grupo de control, porque no hay tal o porque el mercado puede regularlo mediante caídas de cotización por ventas de acciones en el mercado, o bien por capturas de parte de un nuevo grupo de control.

Las mencionadas cuestiones de agencia pueden ser contrabalanceadas mediante el cumplimiento de estándares adecuados de gobierno corporativo y la elevación de la calidad del ambiente legal. Muchas reformas son de carácter cualitativo y por ende de difícil cuantificación,

otras tienen un correlato directo en erogaciones corrientes. El rédito debe cotejarse contra dichos costos. Parte será apropiable privadamente en forma de menor costo del capital, otra parte será una externalidad para la economía como un todo, que puede reportar mejoras en el crecimiento de largo plazo.

La Tabla 1, brinda alguna información adicional sobre la familia de tradiciones legales implícita en cada sistema.

Tabla 1. Comparación de Modelos de Gobierno Corporativo

	Modelo Disperso (Atomizado, Outsiders o de Mercado)	Modelo Concentrado (Insiders o de Relaciones)
Nivel de concentración de propiedad	Relativamente bajo	Relativamente alto
Relación capital y votos	Correspondencia entre capital y derechos de votos	Por participaciones cruzadas, pirámides ¹ , acciones de voto múltiple, etcétera, una minoría accionaria puede ostentar mayoría de votos
Mercado de Capitales	Líquido y profundo	Relativamente menos desarrollado
Mercado de Control (capturas)	Fluido y activo	Raramente en el mercado de valores
Ley de Mercado de Valores	Estricta	Relativamente menos estricta
Familia Legal	Anglosajona	Continental
Protección del Inversor	Relativamente importante	Relativamente menos importante
Objetivo de la firma	Crear valor para los accionistas	Interés de la firma
Activismo de los inversores institucionales	Relativamente de alta intensidad (igual son relativamente pasivos respecto de accionistas personales)	Relativamente de baja intensidad
Problemas de agencia entre gerencia y accionistas.	Presente	Raro, hay superposición
Problemas de propiedad (controlantes y minoritarios).	Raro por atomización de la sociedad	Presente

Fuente: Berndt (2000), citado en CEF (2005).

II-3 Dispersión versus concentración y problemas de agencia

En la práctica, la contratación de factores no se hace en todo momento sobre base spot (juego simultáneo), sino que quienes hundieron recursos en un período quieren asegurar sus retornos en los posteriores (juego secuencial). La perspectiva de Shleifer y Vishny (1996) es en esencia de agencia, proveniente del problema es la separación de propiedad y control. El problema de agencia en este contexto se refiere a las dificultades que los accionistas (y acreedores) tie-

¹ Se posee el 51% de una empresa que a su vez tiene el 51% de otra menor, etcétera. Con poco capital se tiene gran control.

nen en asegurar que sus fondos no sean expropiados o gastados en proyectos no atractivos, en contextos de contratos incompletos. El gerente podría terminar con derechos de control residual importantes y discreción para asignar fondos a su arbitrio. Si bien se le pueden fijar límites a su discrecionalidad, en la práctica conservan un margen:

- 1) En el límite, pueden expropiar a los inversores.
- 2) Pueden asignarse fondos para beneficios personales.
- 3) Financiar metas de expansión, de modo que los logros apuntalen sus carreras gerenciales.
- 4) Si son incompetentes o no calificados pueden usar recursos de la firma para resistir su reemplazo.

El potencial oportunismo de los gerentes reduce la cantidad de recursos que los inversores están dispuestos a colocar para financiar la firma. Aún con restricciones a los desvíos discrecionales posteriores de recursos (de modo de mejorar la financiación ex ante), el resultado es en general menos eficiente que si el gerente financiara la firma con sus propios fondos.

Una solución a la incompletitud de los contratos es garantizarle a los gerentes un contrato de incentivos altamente contingente ex ante, para alinear sus intereses con los de los inversores. Para hacer esos contratos factibles, alguna medida de desempeño altamente correlacionada con la calidad de la decisión gerencial debe ser hecha verificable. En algunos casos, la credibilidad de una amenaza (por ejemplo, pérdida del empleo o de los privilegios ligados a él) o promesa de accionar a partir de una señal observable, como resultados de balance (aún cuando sea no verificable el esfuerzo realizado) puede bastar.

La evidencia sin embargo, no respalda que los contratos de incentivos resuelvan completamente los problemas de agencia (Shleifer y Vishny, 1996). La experiencia de los años recientes, con el mecanismo de “Stock-Options” como incentivo a la gerencia, degeneró en fraudes contables a veces en connivencia con firmas auditoras de renombre. El problema parece ser que tal medida de desempeño es manipulable por la gerencia. Encontrar un incentivo no manipulable y que a la vez no genere otros resultados indeseados es un desafío importante para la profesión.

La construcción de una reputación es una explicación muy común de por qué la agentes racionales cumplen con sus contratos, aún sin estar forzados a ello. En el contexto financiero, los gerentes pagan a los que financian las empresas porque desean volver a obtener dinero de los mercados. Una teoría alternativa de por qué los inversores dan su dinero a las compañías sin recibir derechos de control a cambio, es un excesivo optimismo inversor. Aún sin juegos Ponzi, si los inversores son suficientemente optimistas acerca de ganancias de capital de corto plazo, pondrán dinero sin demasiadas prevenciones.

Dentro de los que financian las empresas, tienen diferentes contratos e incentivos los acreedores que los accionistas. Los accionistas proveen financiamiento externo a las firmas a cambio de derechos de control. El derecho legal más importante es el de voto. Pero puede ser caro ejercerlo y difícil de hacer cumplir las decisiones. En las empresas hay una suerte de gobierno representativo, donde la asamblea de accionistas designa al directorio (y este a su vez contrata a la gerencia que son en definitiva los ejecutores de las decisiones). Los directores no necesariamente actuarán en interés de los accionistas, ni los gerentes ejecutarán fielmente el mandato del directorio. Por muchas razones puede hacer pasividad de los accionistas o de los directores. La evidencia empírica es variada. Por ejemplo, en Estados Unidos, los directorios, especialmente aquellos dominados por directores externos, a veces remueven a la alta gerencia por mal desempeño. En Japón y Alemania, la evidencia indica pasividad salvo en circunstancias extremas.

En algunos países, los derechos de voto de los accionistas se suplen con deber de lealtad de los gerentes hacia los accionistas. Lo anterior incluye restricciones legales para subcontratarse

con fondos de la empresa compra de bienes y servicios a sí mismos, o a empresas satélites, o a parientes o amigos, límites a compensaciones excesivas, etcétera. Hay prohibiciones sobre ciertos actos de los gerentes, se establecen obligaciones de consulta con directores, y se estatuyen los derechos de las minorías accionarias.

Los acreedores también tienen protección legal diferente entre países. Pueden tener el derecho a embargar garantías, a pedir la bancarrota de una firma que no pague sus deudas, a remover gerentes en caso de quiebra y a votar en una reorganización de la compañía. Su protección legal a veces es más efectiva que la de los accionistas, dado que el default es fácilmente verificable por un tribunal. Tal protección, no obstante, es costosa de ejercer en la práctica y muchas veces tiene un diseño ineficiente. Se han propuesto, por ejemplo, nuevos procedimientos de quiebra, que tratan de evitar negociaciones complicadas convirtiendo, primero todas las deudas en acciones, y dejando luego a los accionistas decidir qué hacer con la compañía.

Centrando la atención en las virtudes relativas de los sistemas más dispersos versus los más concentrados en lo que hace a la propiedad, observan Becht, Bolton y Roell (2002), que la propiedad dispersa implica conflictos de interés entre los distintos interesados, y que crea un “problema de acción colectiva” entre inversores (la “solución cooperativa” es difícil de implementar).

Cinco mecanismos alternativos pueden mitigar los conflictos de interés, siguiendo a Becht, Bolton y Roell (2002):

- 1) Concentración parcial de la propiedad y el control en manos de pocos grandes inversores.
- 2) Capturas hostiles y alianzas entre los votantes que concentren la propiedad y/o el poder de voto en forma temporal.
- 3) Delegación y concentración del control en el directorio.
- 4) Alineación de los intereses de la gerencia con los inversores a través de contratos de compensación a los ejecutivos.
- 5) Deberes fiduciarios claramente definidos para los CEOs, junto con cláusulas de protección contra acciones que dañen los intereses de los inversores.

Becht, Bolton y Roell (2002) revisan la literatura teórica y empírica sobre esos cinco mecanismos y discuten las principales instituciones legales y regulatorias de gobierno corporativo en distintos países.

El mecanismo que pareciera mejor resuelve los problemas de acción colectiva entre accionistas y gerentes parecen ser la concentración parcial de la propiedad y la concentración del control en manos de pocos grandes accionistas. Sus inconvenientes son la potencial colusión de grandes accionistas con la gerencia contra los pequeños inversores y la reducida liquidez de los mercados secundarios, perdiéndose así su rol de contralor. Para evitar esto, algunos países le dan más poder a los directorios. Pero estos suelen ser inefectivos. Si se protege más a los accionistas minoritarios, es a costa de una mayor discreción de los gerentes. La cuestión parece ser cómo regular a accionistas grandes o activos, de modo de obtener un correcto balance entre la discreción de los gerentes y la protección a los pequeños inversionistas.

Cuando los derechos de control están concentrados en un pequeño número de inversores grandes, su acción concertada se facilita. Un accionista importante tiene el incentivo a recolectar información y monitorear la gerencia, evitando el tradicional problema del “free riding”.

En cambio, a los accionistas individuales no se promete recibir una corriente de ingresos. No pueden reclamar activos específicos de la firma ni ejecutar garantías. Tampoco tienen una fecha terminal para recuperar los activos. El principal derecho que tienen es el de voto para el directorio, pero estos derechos tienen escaso valor a menos que estén concentrados. Pequeños

accionistas tienen escaso incentivo a informarse para votar; los inversores institucionales tienen muchas veces restricciones legales por su objeto, para ejercer un voto activo en las asambleas. Cuando los votos están concentrados, se tornan extremadamente valiosos, dado que la parte controlante puede tomar casi todas las decisiones corporativas. En este sentido, la concentración de acciones es más poderosa que la concentración de deuda. El grupo de control puede extraer por ejemplo, dividendos de la gerencia. La concentración o amenaza de concentración será importante entonces para lograr que las compañías paguen dividendos. La emisión de acciones es la forma más simple de financiamiento cuando los contratos de deuda son difíciles de ejecutar. Firmas nuevas o con muchos activos intangibles deben financiarse por acciones porque sus activos tienen escaso o nulo valor de liquidación como para estructurar créditos sobre ellos. En países de muy rápido crecimiento, las tasas de retorno sobre las inversiones pueden exceder las tasas de apropiación de los grupos de control. Una línea de pensamiento argumenta que los accionistas están peor protegidos que otros interesados. Tienen un contrato sin fecha de finalización y sin una protección específica. Un contrato de deuda limita la discreción de la gerencia, al minimizar los flujos de caja libres (no afectados).

El costo más visible de los propietarios concentrados es que no están diversificados y afrontan por lo tanto excesivo riesgo. Pero lo extendida que está la concentración en el mundo, hace pensar que los beneficios de control pueden compensar en parte tal pérdida de diversificación. El hecho de que acciones con derecho de voto múltiple se negocien con prima, evidencia la posible existencia de beneficios privados de control que pueden venir a expensas de accionistas minoritarios. Pero hay un límite a lo anterior: cuando los blancos de expropiación de los grandes inversores son otros inversores, el efecto adverso sobre los incentivos de dicha expropiación es la declinación del financiamiento externo. Puede llevar a mercados de acciones relativamente pequeños.

II-4 Capturas (“Take Overs”)

Como alternativa al activismo de los accionistas, se suele esgrimir que las capturas hostiles son una forma efectiva de disciplinar a la gerencia². En una captura típica, un postor efectúa una oferta a los accionistas dispersos y si ellos aceptan adquiere control de la firma, pudiendo así reemplazar o al menos controlar la gerencia. Típicamente, aumenta el valor combinado de la firma compradora y la vendedora, indicando que se espera un aumento en los beneficios a partir de allí. Se ha argumentado que en Estados Unidos es el mecanismo por excelencia de control de la gerencia. Pero, como el procedimiento es caro y traumático, sólo grandes fallas de gerencia parecen justificarlo. Muchas adquisiciones pueden profundizar los problemas de agencia cuando los postores pagan demasiado para obtener los beneficios privados de control.

En una captura, el “raider” (invasor o atacante) efectúa una oferta de comprar todo o parte de las restantes acciones a un precio de oferta establecido. La captura es exitosa si el “raider” gana más del 50% de los votos y obtiene el control efectivo de la compañía. Las capturas disminuyen el monopolio informativo del gerente en ejercicio acerca del estado de la firma y pueden permitir el reemplazo de los gerentes ineficientes. Pero aún así, si la firma puede comprometerse a un contrato óptimo ex ante, ese contrato es generalmente ineficiente. Estará preparado para inducir demasiado pocas capturas hostiles en promedio.

² Una categoría particular son las compras apalancadas o “leveraged buyouts” (LBOs). En estas transacciones, los accionistas de una firma en oferta pública son comprados por un nuevo grupo de inversores que usualmente incluye a viejos gerentes, una firma especializada en el proceso, bancos y tenedores públicos de deuda.

Existe literatura sobre la eficiencia ex post de las capturas hostiles. En principio para inducir la participación, el “raider” puede verse obligado a pagar toda la futura apreciación en la oferta de compra. Los mecanismos para mejorar la eficiencia de la captura pasan por generar alguna dilución de los derechos de los accionistas minoritarios (modelos de Grossman y Hart). Con tenencias no atomizadas o información asimétrica, los resultados no se mantienen. En contraste, los estudios empíricos hallan que, en promedio, todas las ganancias de las capturas hostiles van a los accionistas meta.

Más allá de la importancia que se les ha asignado, las capturas hostiles son relativamente escasas en número y raras en frecuencia y limitadas a Estados Unidos y el Reino Unido. Si fueran una herramienta eficaz para disciplinar a la gerencia, deberían afectar predominantemente a las firmas de baja performance. Pero la evidencia empírica no es concluyente sobre ese punto. En Estados Unidos la actividad de capturas hostiles declinó después de 1989. Desde 1926 a 1986 las nuevas emisiones en el NYSE debían ser de acciones de una única clase de voto. Esta regulación parece eficiente: se maximiza el riesgo de captura y la regla de mayoría simple amenaza simultáneamente a la gerencia en ejercicio y al “raider”. Desviaciones de la regla “una acción, un voto” permitirán a los accionistas extraerle al “raider” mayor porción de la ganancia de eficiencia. La desviación de la regla también habilitará mayores emisiones de acciones de firmas familiares que desean mantener el control y evitar la posibilidad de capturas hostiles.

II-5 Delegación y concentración del poder en el directorio

Una alternativa a la dispersión de la propiedad es tener ésta semiconcentrada en al menos un gran accionista que tenga interés en monitorear a la gerencia y el poder de cambiarla. Esta forma predomina en Europa Continental y en otros países de la OECD, y es casi excluyente fuera de estos países. Se plantea un “trade off” entre diversificación óptima del riesgo bajo propiedad dispersa, y óptimos incentivos al monitoreo, lo cual requiere propiedad concentrada. Mercados muy líquidos erosionan los incentivos que tiene para monitorear la gerencia un gran accionista.

Un argumento a favor de una participación grande es que el monitoreo se hace en tiempo real. Con propiedad dispersa, los accionistas sólo ejercen control e intervención en caso de crisis, si se genera una captura hostil. Los beneficios de la dispersión son las ganancias en liquidez en los mercados secundarios. Dependiendo del valor del monitoreo, la necesidad de intervención y la demanda de liquidez, cada sistema puede dominar al otro. La comparación entre los dos sistemas también depende de la estructura regulatoria. Si ésta aumenta los costos de tenencias concentradas, entonces un sistema disperso donde puedan existir capturas será mejor. En tanto, si las regulaciones aumentan los costos de las capturas, pero no restringen los derechos de los bloques mayoritarios, surgirá como más eficiente la concentración de la propiedad.

Se discute en la literatura la importancia del activismo de los inversores institucionales en las compañías donde tienen participación. Aún cuando pudieran ejercer dicho activismo, los gerentes de inversores institucionales no tienen participación en las compañías donde invierten y de ese modo no tienen incentivos directos o adecuados para monitorear. El estudio del rol monitor de los intermediarios financieros ha empezado en la banca. Un monitoreo directo por un banco evita la duplicación del monitoreo por muchos accionistas pequeños. En resumen, el monitoreo bancario ofrece una forma eficiente de resolver problemas de acción colectiva entre múltiples inversores, pero la efectividad del monitoreo depende de los incentivos para controlar de quienes dirigen los bancos.

Los inversores institucionales tienden a operar con el principio de la diversificación de las carteras. Estos tienen un objetivo básico, que es el de maximizar la rentabilidad a sus inversores.

Típicamente, no tienen interés en manejar la empresa, no teniendo otra relación con la compañía excepto por sus inversiones financieras.

Sea el capital disperso o concentrado, formalmente el directorio ejerce un poder significativo. En firmas con propiedad dispersa, el directorio es más un sello de goma que un verdadero “poder legislativo independiente” controlando el poder del CEO. Este, a su vez, tiene influencia en la conformación del directorio. También tiene superior información. Aún con directores independientes, estos pueden preferir un rol de menor confrontación, o por ser ajenos a la firma pueden no tener el conocimiento e información para un monitoreo efectivo.

En términos formales, los directorios pueden tener uno o dos tramos. Los de un tramo están usualmente compuestos por directores ejecutivos y no ejecutivos. En teoría los primeros gerencian y los segundos controlan, aunque en la práctica estos también pueden ser cercanos a la gerencia. Informalmente, ambos tipos de directorio pueden ser más o menos capturados por la gerencia o dominados por los dueños de los bloques de acciones. Para evitar ese riesgo, se han sugerido directores independientes.

Los paquetes genéricos de compensación a ejecutivos en firmas en oferta pública, durante la década de los noventa, incluían un componente salarial fijo, un bonus relacionado con el desempeño en el corto plazo, y un plan de participación en el capital (opciones sobre acciones, “stock options”). Las opciones sobre acciones para compensar a los ejecutivos crean conflictos de interés. Son ineficientes si no se basan en alguna medida relativa de desempeño, como el exceso de desempeño de la acción respecto de un índice de mercado, caso contrario, si se premia por desempeño absoluto, se los puede estar recompensando porque el mercado en su conjunto crece. La experiencia mostró que crean nuevos problemas de incentivos al inducir la manipulación contable para mejorar el precio de las acciones. También pueden crear otro conflicto de intereses adicional cuando los ejecutivos toman prestado de la firma para comprar su opción. Los paquetes incluyen otros beneficios, como planes de pensión y pagos por despido (“golden parachutes”). Hay incentivos implícitos a los gerentes, como los anteriores, o servicios al directorio posteriores al retiro. En Estados Unidos el consenso es hacer recaer en una comisión del directorio la determinación de la compensación del CEO (Comité de Remuneraciones), desde las últimas reformas legislativas detonadas por los fraudes contables.

II-6 Origen legal y gobierno corporativo

Mucha literatura reciente sobre gobierno corporativo se basa en la premisa que el principal problema del gobierno corporativo es una gerencia con intereses propios y accionistas débiles dispersos. Fuera de Estados Unidos y el Reino Unido, la mayoría de las empresas en el mundo, aún de firmas en oferta pública, tienen un dueño dominante, muy frecuentemente involucrado en la gerencia, ya sea un banco, una familia o el Estado jugando ese rol.

En López De Silanes et al (1998), el origen legal³ le da forma al derecho empresarial, en particular, difiere la medida en que se protege a los inversores externos. La ley empresarial influye la elección de diseños financieros en firmas particulares. Los autores sostienen que la ley empresarial puede ser reducida a un conjunto de medidas, muchas veces binaria, que capturan el grado de protección al inversor. Ofrecen indicadores de protección al accionista y a los acreedores.

³ Anglosajón, Europeo Continental, Germánico o Escandinavo son las cuatro grandes tradiciones jurídicas. Por colonización se han extendido los dos primeros, y por copia se ha difundido el tercero en algunos países asiáticos.

A juicio de Bergloff y Van Thadden (1999), una interpretación optimista de las implicaciones de política, hecha por López de Silanes, et al (1998), es que deben mejorarse las normas legales de protección a los accionistas minoritarios. Una opinión más pesimista es que las posibilidades de reforma legislativa son muy limitadas, porque habría que rediseñar todo el sistema legal. Para formular recomendaciones de política es necesario definir el problema de gobierno corporativo en un país particular, en relación con las instituciones prevalecientes. En muchos países no hay justicia civil y criminal efectiva.

Muchos abogados han criticado la clasificación de los países por origen legal. También se critican las medidas cualitativas usadas de calidad de la ley empresarial utilizada. Asimismo, se cuestiona la causalidad que proponen: si la ley empresarial guía las finanzas empresariales o lo contrario es cierto. Por ejemplo, países con una tradición de fuerte papel de los bancos en el gobierno corporativo han encontrado formas de acomodar esa tradición en la práctica legal (Ejemplo, Japón y Suecia).

Los objetivos de la ley se tornan más complejos en el caso de protección a los acreedores que en los de protección a los accionistas. Las leyes que fijan derechos deudor/acreedor pueden ser excesivamente duras o muy blandas sobre la gerencia o el grupo de control, pero la ley puede también favorecer liquidación ineficiente (cuando la continuación sería óptima) o continuación ineficiente (cuando la liquidación sería óptima). También aparecen conflictos entre tipos de acreedores (subordinados o no, por ejemplo) en caso de quiebra.

II-7 Algunos elementos para la comparación entre modelos

¿Hay algún indicador objetivo que permita concluir bondades relativas de los modelos? La calidad del gobierno corporativo tiene una relación directa con el costo del capital y el costo del crédito. Tal relación ha sido estudiada en el ámbito teórico y validada en el ámbito empírico. En mercados emergentes, la importancia de estos temas se refuerza, por la necesidad de financiar el crecimiento. Los costos del financiamiento en las economías emergentes son altos e impiden que se utilicen fluidamente instrumentos de deuda. Los relativamente escasos derechos que tienen los acreedores y las leyes de quiebra, reflejan la diferencia entre un mercado emergente y uno maduro. El tiempo que tarda el proceso de quiebra, también agrega costos a la deuda. Los especialistas concuerdan que la falta de transparencia, escasa protección hacia los accionistas, y estructuras de control concentradas, son obstáculos para el financiamiento.

Existen dos temas informativos fundamentales relacionados al buen gobierno corporativo. El primero se basa en la calidad de la información respecto de estándares internacionales en los estados financieros. El segundo se refiere a que se disemine la información, financiera y de estructura, en tiempo y forma. Muchos países tienen sus propias normas de contabilidad, pero muchos aceptaron el uso de los International Financial Reporting Standards (IFRS). Aunque se resuelvan los problemas de contabilidad, todavía existen los problemas de gobierno. Existe un “trade off” entre aumentar los mecanismos de protección hacia los inversionistas y el costo de estos nuevos mecanismos, sobre todo en las empresas chicas.

Un obstáculo para el acceso al capital en los países emergentes es la concentración del control por grupos, cuyos derechos de control exceden su participación accionaria en la empresa. Esto se logra mediante estructuras piramidales o mediante grupos (generalmente una familia), que poseen acciones con mayores derechos de voto.

III Un examen a la literatura sobre gobierno corporativo

El capítulo se compone de seis secciones, que tratan respectivamente de instituciones y problemas de agencia, contratos y remuneración, estructura y control, sistema legal y quiebras, y gobierno corporativo de bancos⁴.

III-1 Instituciones y problemas de agencia

Claessens (2003), observa que se ha investigado la relación entre la ley y la economía, y la importancia del gobierno corporativo, mediante el análisis de la influencia de los derechos de propiedad sobre el desarrollo financiero y el crecimiento. Un mejor gobierno corporativo beneficia a las firmas a través de un mayor acceso al financiamiento, menor costo de capital, un mejor desenvolvimiento de la firma, y un tratamiento más favorable a los interesados. La importancia general del gobierno corporativo ha sido establecida, pero el conocimiento en cuestiones o canales específicos es todavía débil en un número de áreas: el rol de los bancos en el gobierno corporativo, el rol de inversores institucionales, el “enforcement”, las firmas de propiedad estatal, firmas de propiedad familiar, y los aspectos dinámicos del cambio institucional.

En 1932 Adolph Berle y Gardiner Means en su trabajo seminal referido al problema de divergencia entre propiedad y control, sobre la corporación moderna y la propiedad privada, investigaron la alta dispersión de capital entre pequeños accionistas y el control concentrado en manos de los gerentes en firmas estadounidenses. Este libro dejó la imagen de corporaciones modernas gestionadas por profesionales, no responsables para con los accionistas. La Porta et al (1998) sugieren que no sólo en muchos países las grandes corporaciones tienen grandes accionistas, sino también que éstos tienen un rol activo en el gobierno corporativo. La investigación fue realizada en las veinte firmas más grandes que cotizan, de 27 países desarrollados, donde se observaron sus estructuras de propiedad. El estudio identifica a los propietarios finales del capital y los derechos de votación en las firmas. Los datos, permiten responder a preguntas como: cuán comunes son las firmas con propiedad dispersa en diferentes países respecto de firmas que tienen propietarios con derechos de votación importantes; quiénes son los propietarios (familias, gobierno, instituciones financieras) en firmas con propiedad dispersa; cómo ejercen su poder éstos propietarios; y qué explica los diferentes patrones de propiedad entre países. El riesgo de expropiación a las minorías por el grupo de control es el gran desafío del gobierno corporativo en la mayoría de los países. Algunas de las consecuencias de la divergencia de intereses entre los accionistas de control y los minoritarios, es que en países con una fuerte protección de los accionistas, los inversores pagan un precio mayor por sus acciones, y por ello, los accionistas con control desean reducir su cantidad de acciones, o hasta renunciar a su poder, dándose así una propiedad menos concentrada, en contraste con países con una pobre protección a accionistas donde existen firmas con propiedad mas concentrada, y con mercados bursátiles más pequeños.

Los escándalos de Enron, WorldCom, Tyco, Adelphia, Global Crossing y otros han sido los motivadores para un cambio legislativo, como lo fue la Ley Sarbanes-Oxley de 2002, y para un cambio regulatorio, que incluyen nuevas pautas del NYSE y del NASDAQ. Holmstrom y Kaplan (2002) se preguntan sobre el funcionamiento del sistema estadounidense. La economía estadounidense se ha desenvuelto muy bien, tanto en términos absolutos como relativos. Las ganancias en productividad en la década pasada ha sido excepcionales, y sus mercados bursátiles han superado otros índices mundiales. Por lo que la evidencia no es consistente con una falla en

⁴ Se agradece la colaboración de Daniela Scalise y Ezequiel Pérez Vázquez en este tramo del trabajo.

el sistema americano. También se preguntan si los cambios legales condujeron a una mejora en el gobierno corporativo de ese país. Los mayores cambios en el gobierno corporativo en los últimos veinte años, como el crecimiento dramático del pago con acciones y la institucionalización de los accionistas estadounidenses. Estos cambios fueron centrales en la reestructuración productiva de las corporaciones estadounidenses. Pero, la difusión de los pagos con acciones y el aumento de los precios de las acciones a fin de los 1990s crearon incentivos para comportamientos ilegales. Holmstrom y Kaplan (2003) sostienen que los costos asociados con esos incentivos han sido superados por los beneficios. Mientras que el sistema de gobierno corporativo estadounidense falló bajo ciertas circunstancias, el sistema en su conjunto, reaccionó rápidamente para tratar el problema.

Mohanram y Shyam (2004) analizan los balances realizados antes y después de los cambios regulatorios en Estados Unidos. La nueva regulación requiere que toda la información sea comunicada a los inversores al mismo tiempo. Frente a este cambio (prohibir información privada) existen dos posturas, la de la Securities Industry Association (SIA), que sostiene que los análisis se van a ver afectados por la reducción en la calidad de la información brindada por las empresas, y la de la SEC, que considera que al prohibir la información privada los analistas van a ser más independientes de las empresas, ya que no necesitarán cultivar sus nexos para conseguir la información. Según los resultados que presentaron Mohanram y Shyam (2004), la nueva regulación no tiene impacto sobre la exactitud de las predicciones y su dispersión. Encontraron que la certeza de los pronósticos no varió demasiado. Luego de la reforma, la información pública sufrió una caída en la calidad, es por ello que en la actualidad los analistas están invirtiendo más esfuerzos en conseguir información idiosincrásica. Al aumentar el esfuerzo para conseguir información es necesario disminuir la cantidad de empresas estudiadas, debido a la existencia de una restricción presupuestaria. Frente a este problema, luego de la reforma, los analistas se concentraron en aquellas empresas que no estaban bien cubiertas. Este proceso produjo la duplicación de la cantidad de empresas analizadas. Además, los observadores pueden cambiar su análisis para especializarse en las empresas menos analizadas, en vez de las más analizadas, como medio para diferenciarse del resto. Esto produce un efecto de independencia. Una vez realizada la reforma, los analistas relacionados con ciertas empresas que tenían ventaja en los pronósticos sobre dichas empresas, perdieron la ventaja comparativa y como resultado hubo un mayor equilibrio en los informes y predicciones. Los resultados soportan la teoría de la SEC. Al haber un mayor esfuerzo por parte de los analistas para buscar la información, se incrementó su independencia de las gerencias, que antes de la reforma podían amenazar con no darles la información, dejándolos fuera del mercado.

Oster y O'Regan (2002), investigan si los inversores externos a la firma subvalúan las acciones cuando saben que existen conflictos de gobierno corporativo. Estudios anteriores mostraron que si hay estructuras que permiten grandes beneficios privados a los controladores, y si existe baja protección a los accionistas, la firma va a tener un valor menor. Utilizaron una muestra de 4424 firmas de 29 países, con diferentes niveles de gobierno. Bajo los supuestos anteriores se debería encontrar que los inversores pagan menos por las empresas mal gobernadas; en caso de no poder modificar el precio, los inversores tenderían a poseer menos cantidad de estos activos en su portafolio. Implícitamente supusieron que la capacidad de expropiar a inversores externos es mayor cuando el gerente controlador no puede ser removido internamente. Consistente con lo que se quería demostrar, los resultados hicieron notar que los inversores castigan a las empresas que poseen mal gobierno corporativo, tanto en el ámbito de firma como de país cuando la protección en este es menor.

La investigación reciente ha documentado diferencias grandes entre los países en la concentración de la propiedad de las firmas, el tamaño de los mercados de capitales, las políticas de dividendos, y en el acceso de las firmas al financiamiento externo. La Porta et al (1999b), sugieren que hay un elemento común para explicar estas diferencias. La ley, que protege a los inversionistas (tanto los accionistas como los acreedores) de los administradores y los accionistas controladores. Describen las diferencias en leyes y la eficacia de su aplicación en los países, discuten los orígenes posibles de estas diferencias, resumen sus consecuencias, y determinan estrategias potenciales de la reforma del gobierno corporativo. La protección a los inversionistas externos es crucial, a juicio de La Porta et al (1999b), porque muchas veces sus retornos pueden no materializarse nunca ya que los administradores y los accionistas controladores se pueden quedar con ellos. Esta apropiación puede tomar muchas formas. En algunos países una fuerte protección a los inversores externos puede ser una manifestación importante de la seguridad de la propiedad privada contra la interferencia política. Empíricamente una buena protección a los inversores está asociada con un efectivo gobierno corporativo. Un importante corolario de La Porta et al (1999b) es que dejar a los mercados financieros solos no es una buena forma de alentar su crecimiento. La protección a los inversores se puede lograr optando por regímenes legales más intervencionistas, así como introduciendo cambios radicales en la estructura legal.

La Porta et al (1999a), presentan un modelo de los efectos de la protección legal sobre los accionistas minoritarios y de la propiedad del flujo de efectivo por un accionista que controla la valuación de las firmas. Para testear este modelo se utilizó una muestra de 371 grandes firmas de 27 países desarrollados. Consistente con el modelo, encontraron evidencia de una superior valuación de firmas en países con mejor protección a los accionistas minoritarios. Hallan que en gran medida la protección legal a los inversores externos como a los acreedores, es un determinante importante del desarrollo de los mercados financieros.

Claessens y Leaven (2003), encontraron evidencia que en los países donde los derechos de propiedad están mejor garantizados, las empresas pueden crecer más. Para el estudio utilizaron una base de datos del valor agregado sectorial, y como base un trabajo previo de Rajan y Zingales. Al modelo básico le agregaron una variable que representa un índice de cumplimiento de los derechos de propiedad, y otra variable que representa el ratio entre activos intangibles y fijos. Cuantitativamente el efecto en el crecimiento es tan grande como la mejora del financiamiento. El efecto del respeto por la propiedad es más importante en las empresas nuevas. Una firma siempre tiene el riesgo de no poder conseguir retornos de sus activos. Asumiendo que no hay expropiación del gobierno quedan como fuentes posibles de expropiación de los activos de la firma, los competidores y los propios empleados. Es sencillo para los empleados y competidores hacerse de los bienes intangibles, como patentes, mediante copias por ejemplo, si no existen derechos de propiedad. Es más importante el derecho de propiedad para los bienes intangibles que para los tangibles, ya que es más difícil robar una máquina que una patente.

Claessens y Fan (2002) realizan una recopilación de la literatura que discute temas sobre la crisis asiática y sobre las lecciones que esta dejó. La literatura da cuenta de la falta de protección a los accionistas minoritarios, que permitió la expropiación por parte de los mayoritarios. Los problemas de agencia se vieron acrecentados por la poca transparencia corporativa, excesiva toma de riesgo por los intermediarios financieros, y extensivas estructuras de grupo. Los accionistas controladores afrontaron los costos de agencia a través de descuentos en el precio de las acciones y gastos en monitoreo. Si bien las firmas utilizaron mecanismos para mitigar estos costos, como contratar a auditores con buena reputación, los efectos fueron limitados. La crisis muestra que los mecanismos convencionales y alternativos de gobierno corporativo, tienen poca

efectividad en países con instituciones pobres y derechos de propiedad poco respetados. Asia se caracteriza por empresas en manos de familias y transacciones basadas en relaciones.

Goergen et al (2004), mostrando las especificidades del gobierno corporativo alemán, destacan que ese régimen está caracterizado por la existencia de un mercado para el control corporativo parcial, grandes accionistas, monitoreo de bancos acreedores y accionistas del exterior, directorios con dos jerarquías (gerentes y supervisores), y regulaciones de gobierno corporativo en gran medida basadas en las directivas de la UE. Las características clave de los negocios alemanes es su enfoque orientado al consenso. Su criterio de eficiencia de gobierno corporativo, se centra en la maximización del valor de los interesados, en lugar de la maximización del valor de los accionistas. La relación entre la propiedad o la concentración del control y la rentabilidad han cambiado en el tiempo. Durante los 1970s y 1980s la relación entre control y performance era positiva, pero desde los 1990s se ha transformado en negativa. Por otro lado, los CEOs en Alemania tienen aparentemente la mayor remuneración monetaria, y la remuneración no monetaria más pequeña en toda Europa. Existe una correlación positiva entre el pago por gestión y la performance. Este pago por desempeño está a su vez relacionado con la influencia de grandes accionistas en el control. Se han fortalecido las reglas en lo referente a negocios entre internos, anti-trust, y restricciones sobre la votación.

Hauser y Lauterbach (2004) estudiaron 84 unificaciones israelíes de clases duales de acciones. Una unificación es esencialmente venta de derechos de voto de una clase de inversores a otra. Se realiza mediante la transformación de todo los tipos de acciones comunes en acciones de un solo voto. Analizando el precio de las transacciones se puede tener una idea del valor del voto. Los resultados del estudio fueron que el precio del voto depende de la posición y perspectivas de los accionistas mayoritarios. La compensación por la pérdida de poder de voto sólo se ofrece cuando los accionistas mayoritarios tienen el control de la firma. Los inversores institucionales hacen que la compensación para los accionistas mayoritarios sea menor. Y en promedio, el valor del voto en las unificaciones es similar al precio del voto implícito en la primas de las acciones con mayores votos. Sin embargo, el precio depende de varios factores. El precio marginal del voto aumenta cuando la pérdida de votos por parte de los accionistas mayoritarios es mayor. El precio del voto es menor cuando hay inversores institucionales que poseen títulos, esto sugiere que este tipo de inversores defienden el interés público en la firma. Las empresas controladas por familias venden los votos a un precio mayor, esto hace pensar que el beneficio privado es mayor en este tipo de firmas. Por último, el estudio demuestra que el voto tiene un valor marginal aún para una persona que posee más del 50%, esto puede ser debido a que van a poseer control de la firma durante más tiempo, y de ese modo pueden aumentar el valor presente de los beneficios privados.

Fusiones entre países proveen un mecanismo alternativo para la transferencia contractual de gobierno corporativo. En estas fusiones transfronterizas, la absorbida usualmente adopta los estándares contables, prácticas de diseminación de la información y estructuras de gobierno de la adquirente. Para aislar el efecto puro de gobierno corporativo de la fusión, respecto de sus efectos precio, Bris y Cobolis (2002), se centran en la Q de Tobin de la industria cuando la fusión tiene lugar, en referencia a las propias firmas. También construyen indicadores de gobierno corporativo en el ámbito de la industria que igualan a la media ponderada de los índices de la protección al inversor en La Porta et al (1998). Asimismo, calculan el efecto de las adquisiciones transfronterizas de y por firmas en cada industria sobre los indicadores promedio de gobierno corporativo. Los cálculos se hicieron sobre un panel de 9200 observaciones usando cuatro indicadores de protección: al inversor, a los acreedores, estándares contables y corrupción. El punto de partida son los índices de derechos de los accionistas, derechos de los acreedores, eficiencia del sistema le-

gal, corrupción y estándares contables de La Porta et al (1998). Los dos primeros surgen de multiplicar respectivamente derechos de los accionistas y derechos de los acreedores por el índice de eficiencia del sistema judicial. Cada adquisición de la muestra está caracterizada por 8 índices: protección a los accionistas, protección a los acreedores, corrupción y estándares contables para el país de la adquirente y de la adquirida. La diferencia entre los índices de ambos países arroja la “transferencia de calidad de gobierno corporativo de la fusión”. Las prácticas de protección a los accionistas pueden ser transferidas vía una fusión transfronteriza. No es transmisible la protección a los acreedores. Tanto los estándares contables como el nivel de corrupción son inherentes al país donde la firma opera. La muestra abarca quince años, países desarrollados y emergentes, y de las cuatro tradiciones legales. Independientemente de las características de ambas firmas, la hipótesis de gobierno corporativo predice que la industria de la adquirente exhibirá una pérdida en valor al fusionarse con una firma en un ambiente menos protectorio. A la inversa, la industria de la destinataria se beneficiará de la adquisición, y esos beneficios serán mayores cuanto mejor sea el gobierno corporativo del adquirente. Para responder si las fusiones transfronterizas pueden tener efectos positivos o negativos en el valor de la industria, hacen la regresión en panel de la Q de Tobin de la industria correspondiente como variable endógena. Controlan por país/año y disponen efectos fijos por industria. Las variables explicativas clave en las regresiones son los diferentes indicadores de gobierno corporativo que elaboran. Encuentran que cuando las adquisiciones provienen de países que protegen mejor a sus accionistas, hay aumento significativo en el valor de dicha industria medido por el Q. También confirman que la calidad de protección a los acreedores provista por el adquirente es irrelevante. Hallan que importar buenos estándares contables vía adquisiciones no crea valor. También que las firmas absorbidas son dañadas por adquisiciones transfronterizas con prácticas más corruptas que las propias. Ese resultado es, sin embargo, insignificante una vez que se controla por el origen legal de las partes. Cuando se considera el origen legal, las pérdidas mayores de valor se dan en las adquisiciones en empresas con origen legal inglés por otras con origen legal francés. Lo contrario es también verdadero. Las fusiones más rentables son las de adquirentes de origen legal inglés y empresas adquiridas de origen legal escandinavo. Examinando los cambios en la Q de Tobin antes y después de las fusiones, no hay un patrón consistente en su relación con gobierno corporativo. Adquisiciones de firmas en países con más débil protección a los accionistas por firmas en régimen más protectivos, aumenta la Q de Tobin significativamente en la industria de destino. Tal resultado es robusto a características de país, año e industria. Pero no se observa que firmas que son adquiridas por otras en un ambiente con peor gobierno corporativo pierdan valor.

Bebczuk (2005), se impone dos objetivos: primero, calcular medidas cuantitativas de la calidad del gobierno corporativo en Argentina⁵, replicando una metodología existente, y examinar la estructura de propiedad para 65 empresas listadas durante 2003-2004. Luego, testear predicciones sobre el efecto esperado de dichas medidas sobre el desempeño de las compañías en 2000-2003, contra el ROA (medida histórica) y la Q de Tobin (medida prospectiva). Bebczuk procura calcular un índice en uso internacionalmente, de Transparencia y Disseminación de Información (TDI) confeccionado con información pública. El TDI procura determinar cuán transparente es la información corporativa y cuán protegidos están los inversores externos al grupo de control. Se compone de 32 ítems binarios (1 si la información está presente, 0 caso contrario), dividiéndose en tres subíndices: Directorio, Disseminación de Información y Accionistas. El pri-

⁵ Argentina exhibe un mercado con escasa colocación primaria, bajo valor transado en mercados de capitales, pequeño nivel de capitalización bursátil respecto de la economía, bajo número de empresas listadas y muchas empresas que se han retirado de la oferta pública.

mero mide la estructura, procedimientos y compensación del directorio y la alta gerencia. El segundo, el grado en que la empresa informa externamente hechos relevantes, y el tercero mide la calidad de la información a los accionistas minoritarios. Los subíndices están muy correlacionados con el TDI. El trabajo presenta los resultados para cada ítem del TDI, y una estadística descriptiva de los mismos. Los tres subíndices promedian bajos valores, de 28,4%, 49,35% y 40,26%. En la muestra hay un 46% de empresas cuyo propietario último es una familia (vía tenencias directas o estructuras piramidales) y un 54% pertenecientes a transnacionales. La propiedad está muy concentrada, en promedio el accionista último poseyendo un 63,1% de los votos y 56,9% de los derechos a los flujos de caja. El desempeño se mide vía el ROA (histórico) y la Q de Tobin (prospectivo). La muestra de 2000-2003 se particiona en dos subperíodos, 2000-2001 y 2002-2003. ROA versus Q exhiben correlación positiva pero no significativa (pasado versus expectativas). Coteja TDI contra las medidas de desempeño, bajo la hipótesis que empresas mejor gobernadas tendrían mejor retorno sobre activos y mejor prospección de valor de mercado de los activos respecto del valor de reposición. También coteja contra las dos medidas de desempeño, los derechos sobre flujos de caja y los derechos de control de la mayoría, así como el cociente entre los dos últimos. Se incluyeron algunas variables de control: edad de las compañías, tamaño, razón deuda/activos, crecimiento de las ventas y emisión de ADR. También se clasificaron las firmas en cuatro sectores: industria, servicios públicos, otros servicios y producción primaria. TDI tiene efecto positivo y significativo sobre ROA y sobre Q, conservando los coeficientes estabilidad entre especificaciones y períodos.

III- 2 Contratos y remuneración

Una corriente de la literatura ha sido motivada por la noción de que incentivos financieros para los gerentes pueden ayudar a la alineación de los intereses entre propietarios y aquellos, reduciendo los problemas de agencia y, por ello, mejorando la valuación del mercado. Otra corriente de la literatura ha estudiado el impacto del cambio de gerentes sobre la performance corporativa.

La historia moderna de la investigación sobre la compensación a ejecutivos comenzó en 1980, paralelamente con el surgimiento y la aceptación de la teoría de agencia. La compensación a ejecutivos ofrece las oportunidades para analizar varios conceptos centrales para la economía laboral, incluyendo incentivos, productividad marginal, contratos, promociones, separaciones, y carreras. Murphy (1998), provee una descripción actualizada de las prácticas de pago para los CEOs. Se incluyen la estructura y el nivel de los paquetes de compensaciones, las diferencias en el ámbito internacional, la relación entre el pago y el desempeño de la firma, y las políticas de remuneración. Murphy (1998) hace notar que:

- 1) Los niveles de compensación son mayores, y la sensibilidad pago-desempeño es menor en grandes firmas;
- 2) Los niveles de pago y la sensibilidad mencionada son menores en empresas de servicios públicos regulados, que en firmas industriales;
- 3) Los niveles de pago y la sensibilidad pago-desempeño son mayores en los Estados Unidos que en otros países.

Jensen y Murphy (2004) analizan lo que ha sucedido en las últimas décadas con relación a la remuneración ejecutiva. Un buen diseño de incentivos retributivos es un arma poderosa para enfrentar los problemas de agencia. La compensación a la vez puede ser una fuente de conflicto si no está bien manejada. Los autores realizan un listado de 38 recomendaciones, que incluyen los siguientes puntos:

- 1) El comité de remuneración tiene que reflejan en el diseño de los contratos el objetivo, la visión y la estrategia de la empresa.
- 2) Los contratos a los CEO y la alta gerencia no deben incluir una compensación en caso de despido por incompetencia o motivo fundado.
- 3) Fijar los estímulos en cantidad de acciones. Si aumenta la cotización, aumenta el premio.
- 4) La compensación basada en capital requiere mayor monitoreo por parte del directorio, porque se generan incentivos en los gerentes a manipular los balances.
- 5) El comité de remuneración debe tomar control completo del proceso de remuneración, así como de sus políticas y prácticas.
- 6) El presidente del directorio no debe ser el CEO, ni alguien que lo haya sido o tiene la posibilidad de serlo.
- 7) Se debe limitar el número de CEOs externos. Si bien traen beneficios, pueden darle mucho poder al CEO.
- 8) El CEO debe ser el único miembro de la gerencia dentro del directorio.
- 9) Se le debe requerir a los gerentes que se involucren comprando acciones u opciones de la firma. De esta forma se revelarán sus creencias sobre la valuación futura de la empresa.
- 10) Los contratos con parte de remuneración en acciones, deben tener cuando sea posible un ajuste por precio de ejercicio o por pago de dividendos. De esta manera se reduce el incentivo de los gerentes a que retengan dividendos.
- 11) Los bonus deben incluir un componente subjetivo. De esta manera se reduce el ruido de las medidas objetivas y se tiene una herramienta de discrecionalidad para combatir shocks no anticipados.

La manera en que las firmas están organizadas y proveen incentivos a sus empleados varía a través del tiempo y de los diferentes países. Acemoglu y Newman (2002) construyeron un modelo donde dadas las diferentes condiciones en el mercado laboral, las firmas toman diferentes estructuras. La forma de la organización no sólo responde a las condiciones macro sino que también depende del rendimiento esperado. Por este motivo es que las empresas destinan recursos al monitoreo. El modelo se basa en un agente que luego de firmar el contrato realiza un esfuerzo que no es observable, pero la empresa puede detectarlo con una probabilidad que depende de la cantidad de recursos que destina al monitoreo. La remuneración del empleado va a depender de si no se lo detectó haraganeando. Para tomar la decisión del esfuerzo el agente va a mirar tres factores: el salario, la indemnización si es despedido, y la probabilidad de que lo detecten sin trabajar. El factor de mercado al que se presta más atención es la oportunidad de conseguir un nuevo trabajo. Un aumento de la demanda de trabajo genera tres efectos: 1) El efecto de la utilidad ex – ante: si el mercado laboral es rígido el salario será mayor ya que las empresas van a querer atraer a los trabajadores. Un mejor salario hace que el incentivo a trabajar aumente. 2) El efecto de utilidad de reserva ex – post. Si los empleados saben que de ser despedidos van a conseguir trabajo rápido, entonces la amenaza no sirve como incentivo. 3) El efecto del costo del monitoreo. Cuando hay mucha demanda de trabajo, el costo de monitoreo se hace mayor.

Controlar a quienes gestionan una firma es costoso. En el sistema de gobierno basado en el mercado existen varios mecanismos para reducir los problemas de agencia o para evitar los problemas inherentes al equilibrio del poder. La ausencia del monitoreo por accionistas debería ser compensada por un activo mercado de capturas hostiles. Por otro lado, los esquemas de remuneración pueden estar diseñados para alinear los intereses de los gerentes con los de los accionistas. Crespi-Cladera y Renneboog (2003), investigan el rol de monitoreo de las coaliciones de votación de accionistas en Gran Bretaña, mediante una muestra aleatoria de firmas británicas. Se calcula en el trabajo, dada la estructura de capital, el poder relativo de votación de los grandes

accionistas y de las potenciales coaliciones de accionistas y diferentes medidas de concentración accionaria. Tratan de responder si las coaliciones de votación están formadas por accionistas con el propósito de disciplinar al gerente incumbente de baja performance. Existe evidencia de una resistencia exitosa del director ejecutivo a las reestructuraciones del directorio si pueden aliarse a un bloque de votación poderoso. Existe poca evidencia que con mayor independencia de los directores no ejecutivos se llegue a una mayor remoción de altos gerentes.

Las investigaciones empíricas sobre la compensación a ejecutivos se han centrado en dos cuestiones: la estructura, los componentes, y el nivel apropiado de compensación. Dittmann y Maug (2003), investigan la primera de estas cuestiones, en particular el balance óptimo entre la base salarial y el pago en acciones a los CEOs. Para ello se estima un modelo para una muestra de 598 CEOs norteamericanos. El modelo predice que la compensación óptima no incluye acciones.

Renneboog y Trajanowski (2003), con evidencia sobre 250 firmas cotizando en la Bolsa de Londres muestran que las remuneraciones a la gerencia y la terminación de los contratos laborales tienen un rol importante en mitigar problemas de agencia entre gerentes y accionistas. Se acepta el rol disciplinario de los despidos de gerentes. Hay consenso en que tanto resultados contables como precios de las acciones tienen deficiencias para medir desempeños. Las medidas contables porque capturan desempeños pasados y pueden ser manipuladas. Y los precios de las acciones condensan expectativas a futuro, y pueden incluir los efectos de un cambio esperado de CEO. Renneboog y Trajanowski (2003) usan ambas. El período de análisis (1988-93) es previo a la publicación del Informe Cadbury para un buen gobierno corporativo. Los principales resultados del análisis de despidos del CEO indican:

- 1) El reemplazo de un CEO tiene fuerte impacto en el desempeño.
- 2) Ni la concentración total de la propiedad, ni la presencia de grandes accionistas se relaciona a alta rotación de CEOs por mal desempeño.
- 3) CEOs con fuerte poder de veto impiden su reemplazo, lo anterior se potencia cuando además son presidentes del directorio.
- 4) Directorios con alta proporción de directores no ejecutivos, y con personas separadas en las funciones de CEO y Presidente de Directorio, reemplazan los CEOs más frecuentemente.
- 5) Hay escasa evidencia consistente que grandes tenencias concentradas de acciones influyen la rotación de los CEOs.

Respecto de las compensaciones de los CEOs

- 6) La compensación monetaria a los CEOs está positivamente relacionada al desempeño corporativo, y aumenta con el tamaño de la firma y el riesgo de la actividad.
- 7) Son más sensibles al desempeño del precio de las acciones, en sociedades más abiertas.
- 8) Cuando bajan los precios de las acciones, los CEOs tienden a compensar desempeños malos, aumentándose el efectivo que perciben en los paquetes de compensación.

El proceso de privatización checo provee una oportunidad para rever la relación entre la performance corporativa por un lado, y los cambios de gerentes e incentivos, por otro (Claessens y Djankov, 1998). El trabajo utiliza 4 parámetros de performance empresarial para 706 firmas checas durante el período 1993-1997. Se estudiaron los efectos de introducir nuevos gerentes e incentivos sobre la rentabilidad, la productividad laboral, la propensión a realizar esfuerzos comerciales, y la Q de Tobin. Se encontró que las cuatro medidas de desempeño empresarial están positivamente relacionadas con la entrada de nuevos gerentes, particularmente si estos gerentes fueron seleccionados por propietarios privados. La conclusión más importante, es que para la

reestructuración de empresas luego de su privatización en economías en transición, se requieren cambios en el capital humano, que solo puede conseguirse a través de cambios de gerentes.

Basados en la experiencia corporativa japonesa, Hirota y Kawamura (2002), revisan los mecanismos internos para disciplinar a los gerentes. Concluyen que existen mecanismos tanto internos como externos que determinan la eficacia en la gerencia. Los internos son empleo a largo plazo, intercambio de información entre empleados y gerentes, y dificultad de monitoreo. Los mecanismos externos son rigidez laboral y competencia del mercado. Se observó que si estos mecanismos funcionan correctamente el accionista no tendrá necesidad de intervenir en las decisiones del gerente, ya que éste tendrá incentivos a tomar la mejor decisión para la empresa.

III-3 Estructura y control

Los mecanismos internos más estudiados en gobierno corporativo han sido la composición del directorio y la estructura de propiedad de la firma, mientras que los mecanismos externos que han recibido más atención incluyen el mercado de adquisiciones y el marco legal/regulatorio. Denis y Macconnell (2003) agrupan los modelos en primera y segunda generación. La primera generación de modelos estudia individualmente los diferentes mecanismos de gobierno, en particular, la composición del directorio y la propiedad del capital en cada país. Los resultados de estos estudios determinan que solamente en Estados Unidos y el Reino Unido hay capital atomizado, en el resto del mundo se ve concentración de control no solo de propiedad, sino también de otros derechos. El problema común de Estados Unidos entre la gerencia y los accionistas atomizados no parece ser el mismo que en el resto del mundo, donde el conflicto es entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios. Por otro lado, en los modelos de segunda generación, se analiza el impacto de los diferentes sistemas legales (cómo son protegidos los derechos de propiedad) en la estructura y efectividad del gobierno corporativo, y se comparan los sistemas en los diferentes países. Un sistema legal fuerte parece ser la condición necesaria para que se difunda la inversión en capital. En Estados Unidos, por ejemplo, la falta de relación entre estructura de propiedad y el valor de la firma puede ser una señal de que el sistema legal es fuerte. En los países donde el sistema legal funciona mal, sólo la concentración de propiedad puede solucionar la falta de protección.

Hermalin y Weisbach (2001), relevan la literatura económica sobre los directorios. El CEO tiene incentivos para capturar al directorio, para asegurarse que no lo despidan y aumentar los beneficios correspondientes a su cargo. En cambio, los directores tienen incentivos a mantener su independencia para monitorear al CEO y reemplazarlo en caso de que su rendimiento baje. La literatura empírica ha mostrado que la relación directores relacionados/no relacionados no está correlacionada con el rendimiento de la firma. Sin embargo, el número de directores está negativamente relacionado con el rendimiento. Esto se debe a que directorios con mayor cantidad de directores “externos” y de menor tamaño toman mejores decisiones en lo relacionado con adquisiciones, “píldoras venenosas”⁶, compensación de los ejecutivos y reemplazo del CEO. Los directorios cambian a través del tiempo dependiendo de su poder de negociación con respecto al CEO. Estos estudios empíricos tienen el problema de que la mayoría de las variables son endógenas, arrojando resultados que son difíciles de interpretar. Este punto es importante cuando se quieren utilizar estos estudios como base de política. Hermalin y Weisbach (2001) sugieren que la investigación futura se tiene que centrar en modelar las funciones del directorio, testear las

⁶ Mecanismos incorporados en los contratos de altos ejecutivos para dificultar y encarecer su remoción.

implicaciones de los modelos en particular, en lugar de centrarse en si el director externo es mejor que el interno y estudiar los directorios en empresas que tienen capital abierto.

Mucha de la literatura sobre la firma moderna está basada en el supuesto de que la propiedad es dispersa. Pero en la actualidad, hay una línea que sostiene que la concentración de propiedad existe hasta en grandes firmas norteamericanas. Se ha llegado a sostener que se puede separar la propiedad y el control (derecho de voto) beneficiándose así los grandes tenedores de acciones. Claessens et al (2000) abordan este último punto y para ello realizan un estudio de la separación de propiedad y control en 2980 empresas en nueve países del Este de Asia. En todos ellos, los derechos de voto son mayores que los derechos de flujo de caja dado que existen estructuras piramidales. La separación entre el control y la propiedad es más visible en las empresas familiares y empresas chicas, esto se debe a que los gerentes suelen ser parientes o allegados a los grupos mayoritarios. Estos descubrimientos son relevantes ya que muestran el potencial que poseen los accionistas mayoritarios para expropiar a los minoritarios. Las firmas viejas por lo general están controladas por grupos familiares, esto va en contra de la creencia de que a medida que el tiempo transcurre el capital se atomiza.

Claessens et al (1999) analizan la relación entre la concentración de los derechos de flujo de caja, control y el tipo de estructura de propiedad con el rendimiento de la firma. Para eso se utilizó una base de datos de 2658 firmas asiáticas durante 1996 (el año anterior a la crisis). Se encontró que grandes derechos de flujo en manos de los grupos de control (familias, Estado, instituciones financieras y corporaciones de capital atomizado) están asociados con alto valor de mercado, mientras que grandes derechos de control concentrados están asociados con valor de mercado bajo. Esto sugiere que cuando aumenta el control crece la probabilidad de expropiar a los accionistas minoritarios. El control familiar es un factor importante en la correlación negativa, y en la mayoría de las grandes empresas asiáticas relevadas se verifican. No se encontró expropiación en las empresas controladas por el Estado y en aquellas que tienen el control disperso. Concluye el estudio que el riesgo de expropiación es el mayor problema de principal agente en las empresas con capital abierto pero concentrado.

Los efectos de la estructura de propiedad han sido muy analizados, con especial énfasis en el rol de los grandes inversores. Los inversores que tienen una porción mayor del capital de una empresa tienen más incentivos a maximizar el valor de esta. Para eso recolectan información y controlan a los gerentes, lo que ayuda a que el problema de Principal-Agente sea menor. Grandes accionistas tienen mayores incentivos para presionar a los gerentes, pero sus propios intereses no necesariamente son los mismos que los de inversores restantes (minoritarios). Claessens et al (2002) estudiaron la valuación de 1301 empresas con capital abierto en nueve países del Este de Asia. Estos países poseen más de dos tercios de las firmas controladas por un gran accionista, los flujos de caja divergen de los de control debido a las estructuras piramidales, y los gerentes están relacionados con los accionistas de control. Encontraron que el valor de la firma aumenta cuando la propiedad de los flujos está en manos de grandes accionistas.

La crisis financiera en el Sudeste Asiático en 1997-1998 produjo problemas financieros a firmas con diversas estructuras financieras y de propiedad, y afectó a países con diversas instituciones. Claessens et al (2003), estudian este acontecimiento permite la identificación de los factores que determinan el uso de la bancarrota como medio de resolución de problemas financieros corporativos. De una muestra de 1472 en cinco países asiáticos del este, identificaron 644 firmas con dificultades financieras por la crisis. De éstas, 83 cayeron en bancarrota durante 1997-1998. Encontraron, controlando algunas características de las firmas, que la probabilidad de que llegaran a la quiebra era más baja para las firmas poseídas por un banco o que fueran parte de un grupo. Además, hallaron que más derechos para los acreedores y un mejor sistema judicial en el país

aumenta la probabilidad de la bancarrota. Tanto la firma como las características del país inciden en cómo los problemas financieros son resueltos. Las firmas difieren en su capital y en su estructura, mientras que los países difieren en sus leyes y los sistemas de regulación. Hay otras alternativas a la bancarrota, como los arreglos informales con los acreedores y otros tenedores de acciones. Se estudiaron los casos de Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia. El porcentaje de firmas poseídas por bancos es mayor en Malasia, Filipinas y Tailandia y relativamente pequeño en Indonesia y Corea. Y la afiliación a un grupo (que puede proveer financiamiento en situaciones difíciles), es más común en Indonesia y Tailandia y menos importante en Filipinas. Los cinco países también tienen diferencias a la hora de resolver sus problemas financieros, a partir de distintos sistemas judiciales. Una particular diferencia, es en la importancia de los derechos de los acreedores. Los acreedores tienen más incentivos a forzar la bancarrota cuando los costos judiciales son relativamente bajos y cuando el sistema judicial es más eficiente.

En muchos países, los bancos prestan a sus firmas controladas. La Porta et al. (2002), examinaron las ventajas del préstamo relacionado, usando una base de datos para México. En dicha base el préstamo relacionado es frecuente (el 20% de préstamos comerciales) y ocurre en términos mejores que los préstamos a empresas no relacionadas. Tienen mejores términos para el prestatario que un préstamo a un desconocido y una mayor tasa de default. De hecho en la mayoría de los casos, el peor rendimiento lo dieron los préstamos que recibieron los relacionados con los bancos. La Porta et al. (2002), concluyen que la mejor forma de reducir la fragilidad del sistema financiero es reducir la cantidad de los préstamos relacionados, esto se puede favorecer con una mejor regulación para esta clase de préstamos, pidiendo mayores requerimientos y efectuando una supervisión más estricta.

Shah y Sunder (1999) diseñaron un modelo para tratar de abstraer dos formas de designar al directorio: una a través del CEO, y otra a través de una mayor participación accionaria. Analizan los efectos de los incentivos en los miembros del directorio sobre las ganancias de los accionistas. La hipótesis era que un director que sea un gran accionista, a diferencia de uno elegido por el CEO, propiciará un mayor vínculo entre el pago y el desempeño. Se encontró que la sensibilidad del vínculo pago-desempeño crece con la fracción de capital en propiedad de los directores.

Hart y Moore (1999), desarrollan un modelo de jerarquías basado en la asignación de la autoridad. Los propietarios de la firma, que cuentan con la máxima autoridad sobre las decisiones, no tienen el suficiente tiempo o capacidad para ejercer sus funciones. Por ello, van a delegar su autoridad a subordinados, y estos, a su vez, continúan delegando. Se desarrolla un modelo para analizar la cadena óptima de mando dado que los diferentes agentes van a tener diferentes tareas: algunos están comprometidos con la coordinación, y otros con la especialización. Se trata el grado de descentralización óptima dentro de la firma, y las fronteras de aquel.

III- 4 Sistema legal

La Porta et al (1988), estudian las políticas de dividendos en el mundo. El trabajo se centra en por qué las firmas pagan dividendos. Para eso, los autores utilizan dos modelos de dividendos. El primero, denominado “outcome”, concibe a los dividendos como el resultado de la presión de los accionistas minoritarios para extraerle renta a los Insiders, dada la protección legal que tienen los accionistas. Bajo este modelo, a mayor poder de los accionistas minoritarios, mayores serán los dividendos. En el otro modelo denominado “substitute”, los Insiders, accionistas grandes, eligen efectuar un pago de dividendos para establecer una reputación de cómo serán tratados los accionistas minoritarios y, de esta manera, poder aumentar el financiamiento con

capital de terceros en el futuro. En este modelo, a mayores derechos de los accionistas minoritarios, menor el pago de dividendos, ya que se reduce la necesidad de establecer reputación. Además, la protección legal de los accionistas va a ser un sustituto de los dividendos. Testearon estos modelos con una muestra de 4000 compañías en 33 países alrededor del mundo, como diferente nivel de protección a accionistas. Los resultados son consistentes con el modelo de “outcome”. En los países donde el nivel de protección de los accionistas es mayor, se pagan más dividendos. Aún más, las firmas que crecen más rápido pagan menos dividendos que las que crecen menos rápido. Esto se debe a que los accionistas, que están protegidos, prefieren resignar dividendos cuando las oportunidades de inversión son buenas. Por otro lado, en los países donde la protección legal es mala, los accionistas se conforman con lo que pueden conseguir, más allá de la oportunidad de inversión. Esta mala utilización de recursos, es el costo de agencia que surge por la deficiente protección de los accionistas.

López de Silanes (2003) examina la literatura correspondiente a la ley de valores, y su aplicación por reguladores y juzgados. Si bien algunos autores consideran que este tipo de leyes no son necesarias, dado que las transacciones son realizadas por emisores y compradores sofisticados, la literatura reciente considera que sí es importante. La postura que no toma en cuenta la importancia de las leyes, sostiene que las firmas deseando colocar sus bonos van a brindar toda la información que el inversor necesita y, de esta manera, le darán seguridad. Por otro lado, el inversor demanda toda la información para no ser engañado. La teoría alternativa sostiene que el beneficio a corto plazo de engañar es mayor que el ser honesto de largo plazo. De esta manera, es necesario un sistema legal que no permita dichas prácticas. La aplicación de estas leyes va a depender de las características y capacidades del regulador y de la eficiencia de los juzgados. La efectividad del regulador va a depender de la independencia con respecto al poder político. Un regulador independiente puede resistir la presión política, a la vez, si el regulador está concentrado en una sola tarea no se distrae en la implementación de ésta. El poder de investigación y sanción del regulador también es importante. Sobre el origen del sistema legal y el desarrollo de eficiencia existen tres visiones. La primera, teoría del desarrollo, sostiene que los juzgados tienen costos fijos y, por lo tanto, no desarrollan eficiencia hasta que se llega a un nivel adecuado de desarrollo. La segunda, la teoría del incentivo, sostiene que el sistema funcionará mal si los agentes tienen incentivos a alargar los litigios o recurrir a la justicia por temas menores. Sin embargo, funcionará bien si los agentes afrontan el costo del litigio, lo que generará que procuren que se resuelva rápido. La última es la teoría del procedimiento formal, que discute la relación entre el formalismo legal y el mercado financiero. Sostiene que la ley importa, porque reduce los costos de contrato y litigios, ya que permite la aplicación privada de los contratos.

III-5 Quiebras

Los mecanismos de quiebra han sido investigados en varios campos, como las finanzas, la teoría de la firma y en el estudio de los derechos de propiedad y el gobierno corporativo. Como resultado se han encontrado dos mecanismos de resolución de insolvencia (Santella, 2002).

- 1) Permitir que acreedores tomen control de los bienes del deudor, los vendan e inviertan ese dinero en otros proyectos. El rol principal de la ley de bancarrota es el de poder permitir a los acreedores rescatar capital de empresas insolventes para llevarlo a empresas más rentables.
- 2) Control de los gerentes por parte de los acreedores mientras la empresa sigue en marcha. En este caso la ley es la principal herramienta que tiene los acreedores para poder monitorear a las empresas endeudadas.

Desde un punto de vista económico la ley de quiebra debe ser tanto un instrumento de sanción por parte de los acreedores, como para poder desinvertir en caso de que haya incumplimiento de pago y que les confiera el derecho a monitorear la gerencia durante la relación crediticia. La eficiencia de estos instrumentos es de interés para los deudores, ya que si funcionan bien tanto el costo del capital accionario como el del crédito se reducen. Varias propuestas se han realizado para poder distribuir los activos sin pérdida de recursos. Estas propuestas tienen diferencias, pero se concentran en la distribución automática de los activos a los acreedores. Una manera es la venta en subasta y otra es convertir a los acreedores en accionistas. La primera disuelve a la empresa y la segunda le da el control directo a los acreedores haciendo que la negociación por el cobro sea directa. Otros autores plantean que se puede llegar a una coordinación de intereses mediante el uso de contratos. Más allá de los puntos de vista, queda clara la necesidad de reconocer el poder directo de los acreedores en el proceso de quiebra y que la justicia debe supervisar pero no dirigir.

Las características específicas de los derechos de los acreedores están plasmados en los regímenes de insolvencia de los países, como también los mecanismos para hacerlos cumplir. Un régimen de insolvencia trata de balancear varios objetivos incluyendo la protección de los derechos de los acreedores y otros interesados, y evitar la liquidación de firmas viables. También debería impedir a gerentes y accionistas tomar préstamos imprudentes, tanto como a los oferentes de capital dar préstamos con una alta probabilidad de incobrabilidad, y también proporcionar un cierto grado de desarrollo de emprendedores en la economía. Claessens y Klapper (2002) exploran la importancia relativa de esas características y los efectos de diferentes tipos de derechos de acreedores que pueden ayudar a explicar el uso relativo de la quiebra. Para ello, se documenta cuán frecuentemente son utilizados los sistemas de insolvencia formales en una muestra de 35 países. Luego se investiga la relación entre características específicas del diseño de los sistemas de insolvencia, y el uso de la quiebra, tomando en consideración los sistemas judiciales de los países. Este trabajo documenta el uso actual de las quiebras, e identifica empíricamente los factores que afectan su uso entre los países. Se encontró que las quiebras eran mayores en países de sistema legal anglosajón y en sistemas financieros orientados al mercado, sugiriendo existencia de sistemas judiciales más eficientes o tomadores de más riesgo en países con common law. Una mayor eficiencia judicial está asociada con un mayor uso de bancarrotas, pero la combinación entre mayores derechos para los acreedores y una mayor eficiencia judicial, lleva a un menor uso de la bancarrota. Esto sugiere que el fortalecimiento de los derechos de los acreedores y una mayor eficiencia judicial son sustitutos. Estos hallazgos indican que existen importantes incentivos ex ante de los sistemas de insolvencia, incluyendo desalentar comportamientos riesgosos, y generar más acuerdos informales.

III-6 Gobierno Corporativo de Bancos

Como un resumen ajustado de todo lo que se ha visto en secciones referidas al gobierno corporativo de empresas (no financieras), se pueden destacar los tres puntos siguientes:

- 1) En la literatura de gobierno corporativo, se argumenta que el control accionario disperso provee a la gerencia de significativa discreción para el control de los activos corporativos. En un mundo de tenencias concentradas, por el contrario, los grandes inversores tienen los incentivos para adquirir información y monitorear a la gerencia. Pero, la concentración de la propiedad genera nuevos problemas de gobierno corporativo: los grandes accionistas maximizan los beneficios privados del control a expensas de los pequeños inversores.

2) Cuando son dispersos los tenedores de deuda, el ejercicio efectivo del control corporativo depende de la eficiencia de los sistemas legal y de bancarrota. Si los tenedores de deuda están concentrados, ello puede compensar en parte los problemas de información y cumplimiento contractual. Esto porque los grandes acreedores frecuentemente ejercen un control sustancial de derechos de control y tienen poder sobre los flujos de caja de las corporaciones.

3) La competencia en los mercados fuerza a las firmas a minimizar costos, incluyendo la adopción de mecanismos de control corporativo que minimicen el costo de obtener financiamiento externo. Una segunda forma de competencia puede también resolver problemas de gobierno corporativo: las capturas. Un mercado fluido de capturas puede crear incentivos para la gerencia de modo de actuar por los mejores intereses de los accionistas para evitar ser removidos luego de la captura (Levine 2004)

Ciancanelli y Reyes González (2000) argumentan que los bancos tienen una estructura de información más compleja que las empresas no financieras, dada la presencia de regulación. Esta limita el poder de mercado para disciplinar a los bancos, sus propietarios y sus gerentes. Macey y O'Hara (2003), enfatizan que la estructura de capital de los bancos es muy particular, causando problemas propios de gobierno corporativo. Levine (2004), destaca la opacidad de los bancos, lo cual agrava los problemas de asimetrías informativas y los desafíos para el gobierno corporativo de los bancos. El gobierno corporativo de los bancos en economías en desarrollo es importante por varias razones. Primero, los bancos tienen una posición muy dominante en los sistemas financieros de las economías en desarrollo y son importantes motores del crecimiento económico. Segundo, los mercados financieros suelen ser subdesarrollados, a la vez que son los principales depositarios de los ahorros de las personas. También, en muchos países en desarrollo se han liberalizado los sistemas bancarios en los últimos años (Arun y Turner, 2009).

III – 7 Influencia de la regulación

El problema de agencia en los bancos comerciales, según Ciancanelli y Reyes González (2000), es estructuralmente diferente de aquel que se encuentra en otras firmas en oferta pública, no financieras. La regulación altera los parámetros de la relación de agencia introduciendo una tercera parte: el regulador. Ello crea asimetrías informativas adicionales y problemas de agencia a ellas asociadas. Lo anterior implica que algún riesgo moral que se origina en la regulación puede ser un parámetro más de pobre gobernación, adicional a los presentes en firmas no financieras y no reguladas. Adicionalmente a la asimetría de información entre propietarios y gerentes, hay al menos tres tipos de asimetría de información adicional en los bancos: entre depositantes, banco y el regulador; entre los propietarios, gerentes y el regulador, y entre prestatarios, gerentes y el regulador.

En la literatura bancaria, los bancos son diferentes de las firmas ordinarias, ya sea porque están regulados, o porque sus características específicas requieren regulación. En cada caso, no puede usarse el supuesto de mercados competitivos. La teoría de la agencia efectúa al menos tres supuestos: mercados competitivos o “normales”, asimetría de información originada en la relación principal agente entre propietarios y gerentes, y una estructura de capital con limitado endeudamiento. La firma regulada tiene un carácter diferente a las firmas en el contexto de Coase. La regulación afecta el cálculo de eficiencia entre mercados y firmas como alternativas de organizar la producción.

Ciancanelli y Reyes González (2000), sugieren que la regulación tiene al menos cuatro efectos: existe una fuerza externa, independiente del mercado, que afecta tanto a los propietarios

como a los gerentes. Segundo, las regulaciones crean una fuerza de gobierno externa a la firma. Tercero, las fuerzas de mercado disciplinarán en forma diferente a gerentes y propietarios, por la existencia del regulador y las regulaciones, respecto a las firmas no reguladas. Cuarto, para evitar el riesgo sistémico, una parte externa, como el prestamista de última instancia, comparte el riesgo de los bancos.

La primera cuestión, es decir la regulación como una fuerza de gobernación externa, actúa a nivel macroeconómico y microeconómico. Las regulaciones limitan los procesos de mercado, limitando su naturaleza y alcance y sujetando todas las firmas a la amenaza de acción administrativa por el regulador. También, la regulación se concibe como la resolución de un fallo de mercado en la provisión del bien público “estabilidad financiera”. Los reguladores buscan restringir competencia de precio y otras formas de competencia. Procuran restringir la entrada, evitar fusiones, adquisiciones, capturas y en general promover sólo aquellas fusiones y adquisiciones que permiten reducir el riesgo sistémico. El poder del mercado para disciplinar al banco está limitado mediante regulaciones a la entrada, fusiones, capturas, reglas administrativas, etcétera. Estas regulaciones también afectan el proceso de decisiones gerenciales en los bancos. Además, las firmas enfrentan regulación directa, limitaciones en el alcance de los negocios y criterios fiduciarios para los altos ejecutivos. La mayor parte de los gobiernos restringen la concentración de la propiedad de los bancos y la capacidad de los interesados internos de comprar un porcentaje sustancial de las acciones de los bancos sin aprobación regulatoria. Esas restricciones pueden aparecer debido a temores sobre la concentración económica y de poder o acerca del tipo de personas que controlan un banco. Adicionalmente, puede haber restricciones sobre quienes son dueños de bancos, como sobre la prohibición de la propiedad por parte de firmas no bancarias, o de firmas bursátiles o de compañías de seguro en muchos países. La restricción regulatoria a las compras de acciones no evita la propiedad familiar sino que más bien defiende a los propietarios existentes de la competencia por el control. Muchas intervenciones públicas limitan la competencia en la banca. En términos del mercado de productos, muchos países imponen restricciones regulatorias a la posibilidad de los bancos de suscribir acciones, efectuar negocios inmobiliarios o de seguros o tenencias en formas no bancarias. También se agregan limitaciones a las sucursales, pautas para direccionar los créditos, restricciones de cartera, requisitos de liquidez y techos a tasas de interés y cargos por servicios (Levine, 2004).

¿Por qué están los bancos tan fuertemente regulados? Hay dos argumentos: riesgo sistémico y protección a los depositantes. La regulación se supone representa el interés público. En una firma no bancaria, el interés público se resguarda con un gobierno corporativo que salvaguarde los intereses de los accionistas. En un banco se impone una forma de gobierno externo sobre el agente. Este es monitoreado por el regulador para evitar formas de conducta indeseable. La gerencia de los bancos debe actuar de modo de satisfacer los intereses privados internos al banco y el interés externo a la firma. Las políticas en uso para limitar el riesgo del sistema, implican que los propietarios del banco entran en una relación para compartir riesgo con una autoridad externa. Entonces, es muy probable que tomen excesivos niveles de riesgo respecto a una actividad no regulada. Tomar mucho riesgo en los préstamos es una conducta racional. Si se logra un retorno alto, los beneficios del banco son elevados, en tanto si los riesgos resultan en un potencial de quiebra, muchos bancos son demasiado grandes para quebrar y habrá salvataje con dineros públicos. La regulación bancaria suele colocar límites a la toma de riesgo por parte de los gerentes, pero no de los accionistas de los bancos (Ciancanelli y Reyes González, 2000).

III – 8 Estructura de capital

Macey y O'Hara (2003), argumentan que los bancos comerciales tienen problemas de gobierno corporativo únicos para gerentes y reguladores, así como para acreedores de los flujos de caja de la empresa, como inversores y depositantes. Lo que distingue a los bancos de otras firmas es su estructura de capital, la cual es única en dos direcciones: primero, los bancos tienden a tener relativamente poco capital respecto a otras firmas (90% de deuda o más); segundo, los pasivos de los bancos están en gran medida en forma de depósitos, redimibles sobre demanda, en tanto los activos tienen maduraciones más dilatadas en el tiempo. Los bancos producen liquidez transformando plazos (de pasivos líquidos a activos ilíquidos). Las corridas bancarias son problemas de acción colectiva entre depositantes. La colocación de seguro de depósitos tiene un costo regulatorio: los incentivos a tomar demasiado riesgo. Ese problema de riesgo moral se exagera cuando los bancos están cerca o en insolvencia. Allí se redobra la apuesta (Dewatripont y Tirole, 1994).

Los accionistas pueden desear que los gerentes tomen más riesgo que el que es socialmente óptimo. Los accionistas pueden motivar esa toma de riesgo mediante mecanismos de compensación incentivo-compatibles, sin embargo, desde el punto de vista de los reguladores, los esquemas de compensación de los gerentes deben ser estructurados de modo que disuadan a los bancos de tomar demasiado riesgo (Arun y Turner, 2009).

Cualquier estrategia de inversión que aumente el riesgo transferirá riqueza de los acreedores de sumas fijas a los acreedores de sumas residuales (depositantes a accionistas). Este problema se agrava en los bancos con la existencia de seguro de depósitos y con la estructura de capital propia de los bancos. En una firma en oferta pública no financiera, el problema de toma excesiva de riesgos se mitiga por varios mecanismos que tienden a proteger a los acreedores de sumas fijas, además, los gerentes tienen intereses que divergen de los accionistas al ser acreedores a sumas fijas (salarios) y al haber invertido su capital humano no diversificable en sus empleos (Macey y O'Hara, 2003).

III – 9 Opacidad

Los bancos son generalmente más opacos que las firmas no financieras. En la banca, la calidad de los préstamos no es rápidamente observable y puede ser escondida por largos períodos. Más aún, los bancos pueden alterar la composición de sus activos más rápidamente que la mayoría de las firmas no financieras, y los bancos pueden ocultar el deterioro de sus activos extendiendo nuevos préstamos a los clientes que no pueden servir obligaciones previamente contraídas. La opacidad tiene implicaciones sobre el gobierno corporativo a partir de las tenencias de bonos y acciones. Como se mencionó al referir el punto sobre la estructura financiera de los bancos, sus accionistas controlantes tienen incentivos para aumentar el perfil de riesgo del banco. Los tenedores de deuda, no se benefician de lo anterior si ello amenaza el servicio de las deudas. La mayor opacidad de los bancos hace más difícil a los tenedores de deuda controlar a los bancos a partir de esos cambios de perfil de deuda. La gran opacidad en la banca hace muy difícil para tenedores atomizados de deuda y acciones que estos monitoreen a los gerentes de la banca. También hace difícil para los tenedores de deuda controlar a los bancos por cambios en el riesgo que asumen: los accionistas controlantes tienen el incentivo de incrementar el riesgo del banco en tanto los tenedores de deuda no se benefician del crecimiento potencial del riesgo si el banco va a la bancarrota. La opacidad de los bancos hace más difícil diseñar contratos para alinear los intereses de gerencia y accionistas y hace más fácil para los controlantes la explotación de inversores externos. Adicionalmente, se reducen dos fuerzas competitivas: en el mercado del producto y en el mercado de capturas (Polo, 2007).

La opacidad de los bancos también puede debilitar las fuerzas competitivas que en otras industrias ayudan a disciplinar a la gerencia mediante la amenaza de la captura, así como a través de la competencia en el mercado de productos. Los bancos normalmente establecen relaciones de largo plazo con los clientes, de modo de acotar los problemas informativos asociados con la extensión de préstamos y dichas relaciones configuran barreras a la competencia (Levine, 2004).

Los depositantes no saben el valor real del portafolio de préstamos de un banco, al ser dicha información incomunicable y muy costosa de revelar. Como consecuencia de dicha asimetría de información, la gerencia de los bancos tiene incentivos en cada período a invertir en activos más riesgosos. Para generar un compromiso creíble de que no expropiarán depósitos, los bancos pueden efectuar inversiones en imagen de marca o capital reputacional. Depositantes racionales requerirán alguna forma de señal antes de depositar en un banco. Las garantías estatales (seguro explícito o implícito de depósitos) pueden alentar a los agentes a depositar en un banco, dado que parte del riesgo moral queda a cargo del gobierno. Sin embargo, aún si el gobierno provee seguro de depósitos, la gerencia de los bancos aún tiene un incentivo para aumentar en forma oportunista su toma de riesgo, trasladándose al gobierno. Este riesgo moral puede suavizarse mediante el uso de regulaciones económicas como restricciones de activos, techos de tasas de interés, separación de la banca comercial de actividades como banca de inversión y seguros, y requerimientos de reservas. Entre los efectos de esas regulaciones, se limita la capacidad de la gerencia de los bancos para contraer pasivos o distraer activos en aplicaciones de alto riesgo (Arun y Turner, 2009).

III – 10 Seguro de depósitos y prestamista de última instancia

Los esquemas de seguro de depósitos y el rol de los bancos centrales como prestamistas de última instancia son los principales instrumentos que los gobiernos tienen para evitar corridas bancarias y otras formas de riesgo sistémico. La literatura sobre regulación bancaria enfatiza la meta de mantener la integridad del sistema (mercado), herencia de las crisis de los treinta. Con el prestamista de última instancia, se desplaza el riesgo de los bancos a todas las partes interesadas. Las crisis derivan en pobre gobierno corporativo de los bancos y a excesiva toma de riesgos (Ciancanelli y Reyes González, 2000). Los episodios de dificultad en la industria bancaria se correlacionan fuertemente con las reformas, que suelen estar acompañadas de un aumento del riesgo sistémico. Ese crecimiento del riesgo sistémico proviene del levantamiento de restricciones a partir de la liberalización de las actividades de los bancos y de las tasas de interés. Más aún, la liberalización de la regulación bancaria ha amplificado el riesgo moral porque las reformas han dado a los bancos la libertad de tomar más riesgos comerciales y el regulador comparte ese riesgo a través de su compromiso residual de ser prestamista de última instancia. Producidas estas reformas, los reguladores desplazaron su atención a la cuestión del fallo de mercado relacionado con el riesgo sistémico y al monitoreo del comportamiento de los intermediarios financieros, especialmente los bancos. Las políticas que comprende ese monitoreo del gobierno corporativo de los bancos son: regulación prudencial (como estándares mínimos de capital), prestamista de última instancia y seguro de depósitos y políticas que limitan la competencia. El seguro de depósitos reduce los incentivos de los depositantes para monitorear a los bancos lo cual directamente afecta su gobierno corporativo. El seguro de depósitos induce a los bancos a recaer menos sobre acreedores no asegurados con incentivos a monitorear y más en depositantes asegurados sin incentivos a presionar en el gobierno corporativo del banco. También, el seguro de depósitos junto con el surgimiento de bancos centrales como prestamistas de última instancia, han ayudado a producir bancos con muy bajas razones capital/activos respecto a otras firmas (Levine, 2004). El seguro de

depósitos remueve cualquier incentivo a que depositantes no asegurados controlen la toma excesiva de riesgos porque sus fondos están protegidos de los resultados de las estrategias de inversión que los bancos seleccionen. El incentivo a la toma de riesgos que genera el seguro de depósitos es una razón para fijarle mecanismos de rendición de cuentas más estrictos a los directores de los bancos. El seguro de depósitos también incrementa el riesgo de fraude y de autocontratación en la industria bancaria, al reducir los incentivos para el monitoreo. Ese comportamiento es posible en cualquier firma, dado que es ineficiente para los propietarios estar controlando a sus empleados todo el tiempo, pero se agudiza en las instituciones financieras por la gran porción de sus activos que se mantiene líquida. Los flujos de caja libres en las empresas son una gran tentación para quienes ejercen el gobierno corporativo (Macey y O'Hara, 2003).

IV Evolución reciente del tratamiento del gobierno corporativo en el mundo y en Argentina

Este capítulo es descriptivo y analítico, componiéndose de trece secciones: tendencias regulatorias internacionales, Ley Sarbanes-Oxley de 2002, los costos de implementación, el gobierno corporativo en Argentina, legislación en Argentina, normas del decreto 677/2001 con relación a los auditores, el comité de auditoría y los auditores independientes, responsabilidad de los directores, oferta pública de adquisición, procedimiento arbitral, facultades de la CNV, el rol de los inversores institucionales, protección a accionistas minoritarios, y gobierno corporativo en Argentina respecto de las sugerencias de la OECD.

IV-1 Tendencias regulatorias internacionales

Se comenzó a estudiar el tema del gobierno corporativo a partir de la crisis de 1929. Los ejecutivos habían abusado de su poder y no existían controles eficaces dada la gran dispersión de la propiedad. El poder que tenían los gerentes se basaba en el manejo de las votaciones en las asambleas, dado que las participaciones estaban muy dispersas. El trabajo seminal sobre la separación de la propiedad y el control de Berle y Means, data de 1932. Las correcciones a este problema comenzaron en Estados Unidos regulando los mercados bursátiles, con el establecimiento de la SEC que veló por la transparencia y constituyó un organismo de control para los agentes que operaban en la bolsa, estableciendo un marco normativo. Se buscó eliminar el uso de información privilegiada. En Estados Unidos el sistema político desalentó sistemáticamente la participación de bancos, compañías de seguro, fondos mutuos y fondos de pensión en asuntos corporativos.

Por otro lado, en Europa Continental, la dispersión accionaria no existía en las magnitudes de los Estados Unidos. En Europa Continental se prefería el financiamiento bancario, por medio de créditos, por lo que las bolsas europeas no estaban demasiado desarrolladas. Dada esta característica, no se regularon los mercados, sino las sociedades por acciones. Existieron así dos grandes modelos regulatorios: el de Estados Unidos donde regularon los mercados, y el de Europa en donde se trató de regular la estructura societaria (Velasco San Pedro, 2005).

Vitols (2005), desarrolla los cambios recientes en el gobierno corporativo alemán, en donde los bancos cumplen un rol muy importante que está explicado por: (i) la importancia del crédito bancario en las finanzas corporativas, particularmente, manufacturas capital intensivas; (ii) decisiones importantes compartidas de los propietarios de los bancos en compañías no financieras; (iii) poder de voto de los bancos en nombre de los clientes que depositan sus participaciones en los bancos; (iv) designación de directores por los bancos para supervisar la administración no financiera de las compañías. Estos cuatro factores han permitido a los bancos jugar un rol importante en el gobierno corporativo durante las crisis económicas en Alemania.

Los escándalos en grandes empresas de Estados Unidos por irregularidades contables que inflaban los resultados, siendo responsables gerentes y auditores, derivaron en grandes cambios normativos.

Los desarrollos normativos previos en materia de gobierno corporativo, en casi todos los casos inicialmente buscaban promover un amplio margen de desregulación y promoción de las buenas prácticas de gobierno corporativo centrando la atención en la atracción de recursos financieros a la empresa. En una primera etapa, las reformas se promovían vía códigos o cuerpos de recomendaciones de los propios mercados autorregulados que constituían normas blandas (“soft law”), y cuya adopción por parte de las empresas era voluntaria.

Se aplicaron numerosas formas de aumentar la “visibilidad” del grado de compromiso de las empresas, por ejemplo creando secciones especiales de cotización con requisitos más exigentes en cuestiones de gobierno corporativo (ejemplo Novo Mercado en Brasil) o vía la promoción de índices o calificaciones sobre prácticas de gobierno corporativo emitidas por entes independientes y confiables para el mercado. En la actualidad, existe una tendencia hacia una mayor protección del inversor vía la adopción de normas legales de distinto rango, siempre obligatorias (CEF, 2005).

Las reformas recientes están indicando ciertas tendencias comunes en materia de gobierno corporativo. Involucran cambios en las leyes del mercado de valores y, sólo complementariamente, en las leyes de sociedades. Por otro lado, la técnica metodológica seguida ha sido la de establecer lineamientos o principios generales en las leyes, dejando al regulador de los mercados de valores la tarea de completar y reglamentar una normativa específica y más detallada. Si bien este criterio brinda mayor flexibilidad en la aplicación de las normas, su éxito supone la existencia de un regulador independiente, autónomo y con suficientes recursos económicos y humanos.

El “Cadbury Report and Recommendations” de 1992 en el Reino Unido es referencial para los códigos de gobierno corporativo. El Informe Cadbury, se basó en dos recomendaciones:

1) Aconsejaba el refuerzo de los directorios como instancia de control. Sugerían directores independientes, sin vínculo con la compañía, y que pudieran tener acceso a toda la información de la misma. También organizar los directorios en comisiones, destacando la comisión de auditoría y la de nombramientos, para prevenir los conflictos de interés y los abusos en las oportunidades de negocios de los gerentes. Los directorios tenían que disponer de mayor información.

2) El refuerzo de la auditoría como sistema de control externo. Para ello darle mayor independencia a los auditores (se recomendaba un sistema de rotación), y brindarles las condiciones, sin obstáculos, para que pudieran realizar su trabajo.

Si bien el Informe Cadbury fue imitado en todo el mundo, se han criticado algunos aspectos del mismo. Una crítica es que los ejecutivos al tratar de “incrementar el valor para el accionista” realizarían operaciones para mejorar la imagen de la empresa meramente con el objetivo de aumentar las cotizaciones y de esta forma cobrar con relación a las mismas (contratos con incentivos en “stock options”). Entonces, los gerentes utilizarían los recursos de la firma no para lograr un incremento de la productividad, sino para incrementar el atractivo de ésta para los accionistas. Se podrían observar problemas de sobre-apalancamiento para la adquisición de otras empresas, en esta búsqueda de generar aumentos en el precio de las acciones. Otra crítica es que los mercados en realidad no castigaron a las empresas que tenían estas prácticas hasta que fue tarde y tuvieron lugar los escándalos corporativos de 2001 y 2002 (Velasco San Pedro, 2005).

Internacionalmente, la OECD en 1999 con sus “Principles of Corporate Governance” ha efectuado un aporte tras las crisis de Asia, Rusia y Brasil. Los tópicos cubiertos por los Principios incluyen: criterios de pertenencia a los directorios, separación de roles de presidente del directorio y CEO, tamaño del directorio, frecuencia de reuniones, proporción de directores internos y externos, nombramiento de antiguos ejecutivos como directores, términos y límites, evaluación del desempeño del directorio, existencia, número y estructura de los comités, duración y agenda de las reuniones y rotación de los miembros.

En un mundo de mercados de capitales integrado, las crisis financieras en países individuales pueden poner en peligro la estabilidad financiera internacional. Ello provee una lógica de “bien público” para los estándares mínimos que benefician sistemas nacionales e internacionales. A nivel internacional, los estándares mejoran la transparencia, identifican debilidades y contribuyen a reducir la vulnerabilidad económica y financiera, ayudando a la eficiencia de los mercados

y su disciplina. En el ámbito nacional, los estándares proveen una referencia de buenas prácticas para identificar fragilidades y guiar las reformas de política (Fremond y Capaul, 2002).

El Banco Mundial y el FMI iniciaron una iniciativa conjunta sobre “Reports on the Observance of Standards and Codes” (ROSCs) que abarcan once estándares internacionales claves, relevantes para la estabilidad económica y el desarrollo del sector privado y del sector financiero. Los ROSCs y el FSAP (Financial Sector Assessment Program) son herramientas para determinar la vulnerabilidad del sector financiero y sus necesidades de desarrollo. Los países participan voluntariamente, en uno o en ambos programas. El FSAP tiene una sección que permanece confidencial, en tanto los ROSCs permiten publicitar los resultados. La publicación es voluntaria por parte de los países.

Para los “World Bank Corporate Governance Assessments” se usaron los principios de la OECD como referencia de mejores prácticas. Representan los estándares mínimos que países con distintas tradiciones pudieron acordar, sin ser indebidamente prescriptivos. Son igualmente aplicables a países con tradiciones de legislación civil o “common law”, distintos niveles de concentración de la propiedad y diferentes modelos de representación en los directorios.

Los Principios de gobierno corporativo de la OECD, son guías generales para regular la entrada, obligaciones sobre la entrada y salida de compañías desde y hacia los mercados de acciones. Los Principios tenían cuatro conceptos fundamentales en mente: responsabilidad, auditabilidad, justicia y transparencia. Los Principios de la OECD complementan los Principios IOSCO de regulación de los mercados financieros, al enfatizar temas de disseminación de información y transparencia de los emisores, y tratamiento equitativo. En los Principios de la OECD se establece que los miembros del directorio “responden” a los accionistas y a la compañía. “Responder” a los accionistas (“accountability”), significa igual tratamiento de mayorías y minorías, en tanto, responder a la compañía implica cumplir con leyes y regulaciones existentes. Los Principios establecen que los interesados (acreedores, empleados y consumidores) juegan un rol integral en el diseño de las decisiones de la compañía. Los Principios no son obligatorios sino indicativos. Las mesas redondas regionales son conjuntas entre la OECD y el Banco Mundial.

La Plantilla (“Template”), es un cuestionario estructurado en los cinco capítulos de los Principios de la OECD. Ello para facilitar la obtención de información. Incluye una sección referida a la estructura de propiedad del país en estudio. Un hallazgo importante es que los marcos legales y regulatorios cumplen en general con los Principios de la OECD, en tanto no lo hacen necesariamente en la práctica (Fremond y Capaul, 2002).

En la Comisión Europea fue elaborado el Informe Winter para la revisión y armonización de las leyes societarias y de las normas de gobierno empresarial en la Unión Europea (fundado en el principio de autorregulación). Las firmas deberían adoptar las normas de buen gobierno que consideren más adecuadas y en caso de no cumplir las normas propuestas por el código, explicar por qué (“cumplir o explicar”).

Estados Unidos dictó la Ley Sarbanes-Oxley (SOX)⁷. Inducida por los escándalos empresariales la ley se aprobó con el objetivo de “proteger a los inversores mejorando la calidad y confianza en la información facilitada por las empresas”. Las medidas aplicadas consisten en:

- 1) Nuevas instituciones encargadas de la supervisión activa de los procesos de generación y transmisión de la información desde la empresa a los mercados (Comité de Auditoría de las empresas y un organismo supervisor de los auditores y las auditorías).

⁷ “Corporate and Auditing Accountability, Responsibility and Transparency Act”, normativa de obligado cumplimiento.

- 2) Restricciones al reparto de rentas entre gerentes, auditores, analistas y otros agentes.
- 3) Sanciones concretas e importantes por manipulación o uso indebido de la información.

La Ley Sarbanes Oxley, creó una nueva responsabilidad penal para los ejecutivos, un ente supervisor de las firmas de auditoría (PCAOB), estableció reformas en el gobierno corporativo, abogó por la mayor independencia de los comités de auditoría, y estableció nuevos requerimientos para los emisores en materia de información financiera.

La Sección 302 dispone que el CEO y el CFO certifiquen trimestral y anualmente la efectividad de los controles y procedimientos de exposición, que incluyen los controles internos. La Sección 404 establece que la sociedad debe documentar y evaluar la efectividad de los controles y procedimientos internos para una adecuada presentación de información contable. Y también exige que el auditor externo certifique las afirmaciones de la gerencia incluidas en el informe.

Se denomina COSO⁸ a un marco integrado para control interno que cumple con la Sección 302. Control interno es un proceso que realiza el directorio y la gerencia para brindar un grado de seguridad acerca del cumplimiento de los objetivos de efectividad y eficiencia, confiabilidad de la información contable, cumplimiento de las leyes, normas y regulaciones. Para lograr estos objetivos, COSO identifica cinco componentes:

- 1) Monitoreo: evaluación del funcionamiento del sistema de control, actividades de dirección y supervisión y de auditoría interna.
- 2) Información y comunicación: se comunica la información adecuada en forma oportuna.
- 3) Actividades de control: políticas y procedimientos que aseguren que se cumplen las directivas de la dirección.
- 4) Evaluación de riesgos: para determinar las actividades de control.
- 5) Ambiente general de control: pautas de organización que tienen influencia en la conducta de la gente, como la responsabilidad, la integridad y la ética.

Los controles internos sobre los informes financieros deben evaluarse tanto en lo que hace la empresa en general como a las cuentas significativas. Los primeros se realizan en toda la organización y, a veces, en negocios individuales que tienen impacto en toda la organización. De las cuentas significativas se requiere documentación sobre los controles en los procesos y operaciones.

Como síntesis, tanto en Europa como en Estados Unidos se procura incorporar:

- 1) Participación directa de los pequeños accionistas y de los inversores institucionales en la supervisión de la gestión.
- 2) Refuerzo del papel del Directorio como defensor de los intereses de los accionistas.
- 3) Mejora en la cantidad y calidad de la información pública sobre las empresas.

Sobre la primera cuestión, los códigos de buen gobierno se han limitado a proponer que se eliminen los impedimentos para que los pequeños accionistas puedan participar en la Asamblea de Accionistas. Se espera mayor participación activa de los inversores institucionales, cuyos intereses están correlacionados con los de los pequeños inversores. Las propuestas para inversores institucionales tienen que ver con su implicación más activa en la gestión, en las asambleas y en la designación de directores independientes. Pero en la práctica se han hecho pocos avances. La

⁸ Treadway Commission's Committee of Sponsoring Organizations.

evidencia indica que a la hora de invertir, los inversores institucionales evitan las empresas que más necesidad tienen de mejoras de gestión (bajo valor de mercado/valor libros). Las estrategias activas de gestión les son costosas y les establecen problemas de conflictos de interés. Cuando no es la propia regulación (por ejemplo de fondos de pensión) lo que les imponen pasividad.

En torno al refuerzo del papel del directorio como defensor de los intereses de los accionistas, los códigos indican que al directorio compete la definición de la estrategia de negocio de la empresa, el nombramiento y remuneración de los máximos ejecutivos y la auditoría interna y externa. El directorio debiera estar estructurado con escasos directores ejecutivos como representantes de los grandes inversores y directores independientes como representantes de los pequeños inversores. Un tema no abordado por los códigos, son los incentivos a los directores independientes para que realicen su función de forma diligente. Las propuestas pasan por ofrecerles una parte de su remuneración en acciones, y reforzar y clarificar los deberes legales de diligencia que deben cumplir en sus funciones. Para evitar el deseo de perpetuarse por las altas remuneraciones, se propone limitar la posibilidad de reelección.

IV-2 Ley Sarbanes – Oxley de 2002

Su objetivo es proteger a los inversores y mejorar la exactitud y confiabilidad de la información que las sociedades cotizadas están obligadas a divulgar en cumplimiento de las normas de oferta pública. Creó una Junta de Supervisión Contable de las Sociedades Cotizadas, encargada de controlar a las firmas de auditoría. Se reforzaron los criterios de independencia de los auditores externos, creándoles restricciones respecto a prestar otros servicios. Se impusieron obligaciones sobre los principales funcionarios de sociedades cotizantes, incluyendo sanciones patrimoniales y penales. La ley amplió las facultades de la SEC respecto a conflictos de interés de los asesores bursátiles. En detalle:

1) La Junta de Supervisión Contable de Sociedades Cotizadas (PCAOB) se estableció como organismo sin fines de lucro. Sus fines son la supervisión de las firmas de auditoría y la protección del público inversor, garantizando la exactitud e independencia de los informes de auditoría. Debe llevar el registro de las firmas auditoras, establecer o adoptar estándares de auditoría, calidad de control, ética, realizar inspecciones e investigaciones, pudiendo aplicar sanciones. La SEC tiene facultades para supervisar y hacer cumplir la ley sobre la Junta. Las reglas que adopte ésta deberán contar con la autorización previa de la SEC.

2) Se prohibieron actividades a quienes presten servicios de auditoría a las emisoras. Son ilegales la prestación de cualquier otro servicio que no sea de auditoría (como llevar libros, registros y estados contables, diseño e implementación de sistemas de información financiera, tasación o valuación, servicios actuariales, de auditoría interna, gerenciales o de recursos humanos, actuación como agente bursátil o colocador de títulos valores, asesor de inversión, servicios legales e impositivos y otros que la Junta determine). Es obligatorio rotar cada cinco años al socio responsable de la auditoría de una emisora, o del control de la auditoría de la emisora. La firma auditora debe elevar informes al Comité de Auditoría sobre políticas o prácticas contables críticas, tratamientos alternativos de la información financiera, las consecuencias del uso de dichas alternativas y transmitirle toda comunicación escrita sustancial entre la firma auditora y los funcionarios de la emisora.

3) El Comité de Auditoría o cuerpo equivalente, estará formado por miembros independientes del directorio para supervisar los procesos de información sobre cuestio-

nes contables y financieras de la emisora, y la auditoria de sus estados contables. Si no existiera, todo el directorio tendrá a su cargo dichas funciones. No pueden recibir honorarios de la emisora por tareas de consultoría, asesoramiento o cualquier otro tipo de función que no sea la de director. Tampoco podrán ser dueños, socios accionistas, etcétera, de la emisora ni de sus subsidiarias. La sección 301 de la ley le dio facultades más amplias y responsabilidades mayores que las vigentes⁹. Las empresas que reportan a la SEC deben considerar si esas disposiciones de la ley entran en conflicto, o si pueden ser armonizadas con los requerimientos que les son exigidos en los países de origen. La SEC exceptúa de tener Comité de Auditoria a sociedades extranjeras registradas en Estados Unidos, que en origen tienen cuerpos separados de supervisión. De acuerdo a Anandarajan, Kleinman y Palmon (2008) estos cambios fueron fundamentales para que el Comité de Auditoría actuara de forma independiente. Adicionalmente los auditores no serán considerados independientes de un cliente de auditoría, si cualquier socio de la auditoría recibe una indemnización basada en compromisos con el cliente de servicios no auditables, de revisión y relacionados con prestar testimonio sobre algún tema. El Comité de Auditoría debe exigir que la empresa apruebe previamente todos los servicios de auditoría y no auditables prestados por el auditor. El Comité de Auditoría ahora también tiene un papel importante que desempeñar en la contratación y despido de auditores.

4) En las disposiciones relativas a los directores y funcionarios ejecutivos de la sociedad, la ley encarga la “Certificación Sección 302”. El CEO y el CFO cuando emiten los informes anuales o trimestrales deben elaborar una certificación que los responsabiliza por su contenido¹⁰. Una certificación falsa puede implicar una acción civil por la SEC o por la parte afectada. En cuestiones penales hay una segunda Certificación (Sección 906), cuyo incumplimiento acarrea penas graves. El CEO debe suscribir la declaración de impuesto a las ganancias. Si hubiera que rectificar información contable por falta de cumplimiento de los requerimientos legales, el CEO y el CFO deberán rembolsar todo premio o incentivo del desempeño de las acciones y ganancia por la venta de acciones en los doce meses posteriores a la presentación de los informes ante la SEC.

5) La SEC puede prohibir que cualquier persona se desempeñe como funcionario o director de una emisora.

⁹ En síntesis la ley establece sobre el Comité de Auditoria:

- Responsabilidades directas sobre la contratación, compensación y supervisión de auditores.
- Independencia, lo cual implica no aceptar retribuciones por trabajos de contabilidad de controles internos de contabilidad y auditoria y no estar “afiliado” al emisor o sus subsidiarias.
- Obligación de procesar las quejas atinentes a la contabilidad, control interno o auditoria, y presentaciones anónimas de empleados.
- La posibilidad de contratación de asesores.
- Financiamiento provisto por el directorio para hacer frente a honorarios de auditores externos, expertos, consejeros o asesores.

¹⁰ Debe certificarse que:

- El firmante revisó el informe.
 - No contiene información falsa sobre hechos relevantes, ni emisiones que lo hagan engañoso.
 - En lo sustancial presente la situación de la empresa y los resultados de sus operaciones.
 - Los firmantes son responsables de establecer y mantener los controles internos.
 - Los firmantes informaron a los auditores externos y al Comité de Auditoria deficiencias significativas en el sistema de control interno, y cualquier fraude de la gerencia o de los empleados.
- Si se ha indicado en los informes si hubo o no cambios significativos en los procesos de control o en otros factores que pudieran haber afectado los controles internos con posterioridad a la evaluación.

6) Se prohíben los préstamos a funcionarios ejecutivos por parte de la emisora o de sus subsidiarias.

7) La SEC debe normar para que los estados contables anuales y trimestrales reflejen las transacciones fuera de balance y obligaciones contingentes (Rule 401a). También debe reglar la aplicación de los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (GAAP, por sus siglas en inglés) de toda información financiera emitida por las emisoras (Rule 401b). Está a cargo de la SEC reglar la exigencia de presentar un informe de Control Interno. La SEC debe requerir la información sobre si se ha adoptado o no un Código de Ética para los principales funcionarios financieros (Rule 406-407). Asimismo, la SEC debe requerir la divulgación de si el Comité de Auditoría tiene al menos un miembro que sea un experto financiero. Caso contrario debe justificarse en su ausencia.

8) Entre las cuestiones de índole penal introducidas, la destrucción, alteración o falsificación de registros en una investigación federal y en caso de quiebra se penará con multa o prisión de hasta 20 años. La destrucción de registros de auditoría y papeles de trabajo, con multa o prisión de hasta 10 años. El plazo de prescripción de la acción de fraude con relación a valores negociables se extiende de 2 años luego de conocido el delito, a 5 años luego de cometido. La protección de los empleados de emisoras que brinden pruebas de fraude, se formaliza con sanciones penales a quienes quieran vengarse de sus declaraciones. El delito de defraudación a los accionistas se pena con multa o prisión de hasta 25 años. Los delitos de cuello blanco, como “insider trading”, conllevan mayores penas de multa y prisión. La certificación defectuosa también acarrea penalidades. La certificación consiste en una declaración de que el informe cumple plenamente los requerimientos legales y que la información que contienen representa, de buena fe, en todos sus aspectos sustanciales la condición financiera y los resultados de las operaciones de las emisoras. La certificación defectuosa acarreará una multa de hasta un millón de dólares y/o hasta 10 años de prisión. Si hubo dolo, la multa aumenta a cinco millones y la pena de prisión hasta 20 años. También se elevan sustancialmente las multas ya previstas en la SEA 1934 (Securities Exchange Act)

IV-3 Los costos de implementación

El objetivo original de la Ley Sarbanes-Oxley fue tratar de mejorar la responsabilidad que tienen los gerentes hacia los accionistas, es decir, calmar la crisis de confianza del capitalismo americano. Sin embargo, la cláusula más discutida es la sección 404. En ella se establece que los gerentes son los responsables de mantener una estructura interna de control adecuada y los procedimientos para que se realicen los informes financieros. A su vez demanda a los auditores a que avalen el obrar de los gerentes en esta tarea y que informen cualquier irregularidad. En caso de incumplimiento se estipulan penalidades criminales draconianas.

Los costos iniciales de implementación de la ley fueron mayores a los esperados, aunque existen posturas que afirman que el balance entre costos y beneficios mejorará con el tiempo, ya que el gasto se hace una sola vez. Una creciente literatura trata de determinar el costo de la Ley Sarbanes-Oxley (SOX), como es el caso de Wallison (2005), Bergen (2005), Zhang (2005), Gifford and Howe (2004), pudiéndose mencionar también una encuesta efectuada por encargo de las “Cuatro Grandes” firmas de auditoría internacionales, Ernst & Young, Deloitte, PricewaterhouseCoopers y KPMG (CRA International, 2006).

Los opositores a la Ley han argumentado que “no es una buena política imponerle una carga tan pesada a todos los negocios para atrapar a unos pocos malhechores”. El elemento de

señal de la Ley es que pone la responsabilidad sobre las personas y sistemas para prevenir los fraudes y otras formas de manipulación, en forma preventiva. Wallison (2005) se pregunta, en qué medida los costos de los nuevos mecanismos preventivos superan sus beneficios. Como resultado de la legislación ha habido un gasto substancial por parte de las empresas, han aumentado las obligaciones de los directores y contadores y un número de otros costos intangibles potenciales. Un beneficio intangible se espera sea la mejora de la confianza de los inversores en los mercados y muchas compañías reconocen haber encontrado fallos en sus sistemas internos de control a partir de las superiores exigencias.

Como costos directos mensurables, Wallison (2005) destaca un 100% de aumento en los costos de las empresas con cotización bursátil en contabilidad y auditoría. Las “Cuatro Grandes” aumentaron sus cargos en una media de entre 78 a 134% en 2004 (Brewter, 2005, citado por Wallison, 2005). El costo de cumplir con la Sección 404 promedió US\$ 4.36 millones por compañía, según el mismo autor. Como costos indirectos intangibles, identificó en primer lugar la caída en disposición a la toma de riesgos y la ganancia de poder de los directores independientes como grupo. La compensación financiera y en reputación a la gerencia está mucho más próximamente relacionada al crecimiento de los ingresos que la remuneración a los directores. En segundo lugar, advierte un excesivo énfasis en los estados contables acordes a los principios de contabilidad generalmente aceptados GAAP). Afirma Wallison (2005), que “esas acciones (del legislador) reflejan una seria falta de entendimiento de las capacidades inherentes a los sistemas contables basados en GAAP”. Por su carácter inherentemente desconocido por adelantado, y fundamentalmente no auditable la mayoría de los analistas financieros usan flujos de fondos descontados y no ingresos GAAP para medir el valor de las compañías (“los ingresos son una opinión; el efectivo es un hecho”). Como un resultado de la economía de la información y el conocimiento, los activos productivos más importantes de muchas empresas no se encuentran frecuentemente en sus balances (intangibles). Ello genera una distorsión con el cálculo de ingresos. Los GAAP en vigencia prácticamente dejan fuera a todos los activos intangibles. En tercer lugar, se ponen más obligaciones en cabeza de los directores. El mercado de seguros para directores y gerentes se ha puesto más difícil, con la aparición de límites efectivos a las coberturas, como por ejemplo, techos por entidad cubierta (Gifford and Howe, 2004).

Bergen (2005) procuró identificar los factores de sobrecostos que afectaron a todas las firmas, atribuibles a SOX. La SEC estimó que las compañías, en forma colectiva, gastarían US\$ 5.4 millones de horas hombre adicionales cada año para cumplir con SOX, y una estimación de AMR Research situó en US\$ 6100 millones para 2004 el gasto adicional en mano de obra, tecnología informática y servicios de consultoría. Muchos de los costos son por única vez. Adicionalmente pueden disminuir la toma de riesgos y la tasa de innovación de las firmas. Para empresas medianas y pequeñas, la tasa de cese de cotización se triplicó entre 2003 y 2002. El cese de cotización ha obedecido a bajar el costo estimado de cumplimiento para esas firmas promediando US\$ 0.5 millones. Hay presunciones que también las firmas con más altos flujos de caja libres y peor calidad contable prefirieron deslistarse para no quedar expuestas. Para bajar los costos, tanto la PCAOB como la SEC han sugerido a los auditores acomodar sus procedimientos a las necesidades de cada empresa complementando las auditorías internas. Hay un riesgo de mayores cargos y el estudio GAO (General Accounting Office) que manda efectuar SOX concluye que las firmas más pequeñas enfrentarían significativas barreras a la entrada.

Zhang (2005) examinó cambios en los índices de mercado cercanos a los acontecimientos legislativos. Halló un retorno anormal acumulativo alrededor de los eventos. Así es como calculó una pérdida total de capitalización de US\$ 1.4 billones. Luego estudió cláusulas particulares y sus implicaciones en corte transversal. Miró el impacto de la prohibición a los auditores de servicios

que no fueran de auditoría, los requerimientos sobre responsabilidades corporativas y las cuestiones de pagos por incentivos e insider trading. También consideró la significación económica de los costos de cumplir con la Sección 404, la cual requiere a las firmas testear sus controles internos, siendo considerada el determinante clave de los mayores costos impuestos por SOX. Los eventos testeados son 17 hasta la sanción de la ley y 16 posteriores. Incluyen anuncios, discursos y votaciones. No encuentra evidencia de que SOX sea beneficiosa, La evidencia sugiere que SOX y/o el mensaje enviado por su paso por el Congreso eran malas noticias para el mercado. Si los inversores consideraran la ley beneficiosa (costosa) y/o la información transmitida por el trámite legislativo buenas/malas noticias para los negocios, entonces la reacción acumulativa del mercado a la legislación hubiera sido positiva (negativa). El impacto económico sobre las firmas de las provisiones de la ley está determinado por los potenciales costos y beneficios privados asociados con cláusulas específicas (independencia de los auditores, pagos por incentivos e insider trading, diseminación de información, controles internos y responsabilidades corporativas son estudiadas en corte transversal). Si las regulaciones fueran halladas menos costosas que los procesos de contratación privados, las principales cláusulas de SOX es probable que corrigieran los fallos del mercado y aumentasen el valor de las firmas y viceversa.

Zhang (2005) especificó un modelo de retornos esperados y examinó los retornos anormales del mercado relacionados con la ley. El poder explicativo del modelo es relativamente alto (R² del 30%). El retorno anormal acumulado fue -19.81% durante el trámite legislativo. Antes de julio de 2002 la expectativa predominante era que la ley no pasaba. El valor total del NYSE, AMEX y NASDAQ al 31/07/02 era de US\$ 11.3 billones, y la pérdida de valor ligada los tres eventos principales en julio de 2002 fue de US\$ 1.4 billones. Los retornos anormales, en tanto, no son significativos cuando se los relaciona a los 16 eventos testeados con posterioridad a la sanción de la ley (implementación).

Los costos se pueden dividir en directos e indirectos. Los directos son más fáciles de medir: las compañías han pagado en promedio 2,4 millones de dólares más de lo estipulado en concepto de auditoría durante 2004. Como ejemplo de esto se denota las 70.000 hora/hombre adicionales que pagaron las grandes empresas para cumplir con la nueva legislación. Este gasto adicional quedó en manos de las cuatro grandes auditoras. Muchas empresas han cambiado a auditores más pequeños para reducir los costos de auditoría.

Las “Cuatro Grandes” del mercado de auditoría, que cuentan por el 97% del mercado, por su parte, le encargaron a CRA Internacional una revisión del costo de implementar la Sección 404 de SOX para una muestra de las firmas Fortune 1000, que comprende clientes con una capitalización de mercado por encima de los US\$ 700 millones. Luego fueron incluidas compañías más pequeñas, con capitalización bursátil de entre US\$ 75 y US\$ 700 millones. Para las más pequeñas, el costo de la Sección 404 se puede promediar en US\$ 0.86 millones en el segundo año de vigencia de la ley, contra US\$ 1.241 millones en el primer año. Al mismo tiempo, para las empresas más grandes, el número fue US\$ 4.77 millones en el segundo año contra US\$ 8.51 millones en el primero. Una aproximación al total de los cargos por auditoría arrojó US\$ 0.813 y 0.846 millones para las firmas pequeñas, y US\$ 5.11 contra US\$ 5.1 millones para las más grandes, en los años 2 y 1 respectivamente (CRA International, 2006).

Los auditores independientes atribuyen las bajas en los costos totales de la Sección 404 en primer lugar a ganancias de eficiencia como resultado de la curva de aprendizaje, y a esfuerzos por acumular documentación en el primer año que no son recurrentes en los posteriores, siguiendo a CRA International (2006). Lo último constituye el factor de reducción de costos más importante. La cantidad de debilidades substanciales y deficiencias significativas identificadas por el emisor o el auditor de la información declinó entre el año 1 y el 2.

En Argentina, el conjunto de estudios acerca de los costos del gobierno corporativo es de menor extensión. Pueden nombrarse los de IDEA (2004) y Reina (2005).

En la normativa argentina, las penas que se imponen a directores independientes, síndicos, miembros de la alta gerencia por incumplimiento son de hasta \$ 1.5 millones, pudiéndose elevar hasta el quíntuplo hasta alcanzar el valor o bien del beneficio indebido obtenido, o bien del daño ocasionado. Para resguardar a dichos funcionarios, hay algunas multinacionales que tienen pólizas globales, y en Argentina hay también auto seguro, vía cartas de indemnidad (IDEA, 2004).

La Inspección General de Justicia (IGJ) obliga desde 2004 a todos los directores a constituir una garantía frente a la sociedad mediante un depósito de 10000 pesos, una póliza D&O (Directors and Officers) o un seguro de caución, que es mucho más económico, pero no protege al patrimonio del ejecutivo sino a la sociedad. En total, en el mercado argentino hay alrededor de 85 pólizas vigentes pro primas cercanas a los US\$ 13 millones, que protegen a unos 500 ejecutivos. Las sumas aseguradas van desde US\$ 1 a 50 millones (Reina 2005).

Los costos, si bien son difíciles de estimar, son tangibles, cuantificables e inmediatos, mientras que las ganancias son intangibles, difíciles de cuantificar y se ven en un plazo mayor.

IV-4 Impacto de la Ley Sarbanes – Oxley sobre las prácticas reales de gobierno corporativo

En este apartado, sintetizamos los estudios de los últimos años con respecto a los efectos reales que tuvo la introducción de la Ley Sarbanes – Oxley sobre distintos aspectos funcionales y regulatorios.

Siguiendo a Giordano (2006), la Ley desde sus comienzos fue percibida como una amenaza para las empresas públicas más pequeñas registradas en los Estados Unidos. Las experiencias tempranas dieron lugar a que la SEC creará el Comité Consultivo de Pequeñas Empresas de Servicios Públicos (2004). En 2006, el Comité se expidió observando que los costos de implementación de SOX eran excesivos para las pequeñas empresas en oferta pública. Existen muchas compañías pequeñas que cotizan en el mercado americano, también hay muchas que debido a los nuevos costos de implementación han decidido que listar ya no se justificaba. Para intentar solucionar este problema, la SEC creó una alternativa para pequeñas empresas y empresas con micro capitalizaciones. Se creó una infraestructura que apoya el cumplimiento, guiando a las empresas hacia la creación de procesos y procedimientos internos..

Con respecto a la evaluación de los estados financieros de las compañías, en Redington (2006) se analiza la manera de evaluarlos. Las técnicas de los aseguradores para evaluar riesgo utilizan conceptos de análisis de estados financieros, empleando conceptos de finanzas corporativas y mostrando características financieras comunes de directores y agentes que probarán el uso de instrucciones con los miembros del comité auditor. Las prácticas y técnicas de directores y agentes de aseguradoras varían de acuerdo a las empresas y por tipo de negocio. A través de algunas líneas de negocio, algunos fundamentos se aplican. Esto se expresa frecuentemente con las siglas SLAP, que significan lo siguiente: (i) Selección del riesgo: evaluación del riesgo expuesto a reclamos y pérdidas y riesgo de las prácticas del management y procedimientos para prevenir, reducir, evitar o transferir potenciales responsabilidades que puedan surgir de los reclamos. (ii) Límites de responsabilidad: límite de pólizas de aseguradores dispuesto a ofrecer riesgo. (iii) Deducción o retención para eventuales seguros. (iv) Precio o premio: de estar cubierto por el seguro. Está basado en tasas predeterminadas o clasificaciones de riesgo de experiencias históricas de pérdidas. Además de estos fundamentos, los aseguradores de riesgo toman decisiones respecto al ámbito de los seguros ofrecidos, como cobertura a los directores y agentes por indemnizaciones.

Otro tipo de cobertura ofrecida frecuentemente está relacionada con la responsabilidad de prácticas laborales relacionadas con tratos injustos.

La ley también ha fortalecido las atribuciones de la SEC, brindándole a esta Comisión la posibilidad de ser más agresiva en los casos referidos a empresas públicas, casos que incluyen reportes financieros (Rashkover y Winter, 2005; Rashkover y Winter, 2006). La ley SOX ha permitido que el SEC pueda buscar penalidades civiles contra empresas públicas, también que pueda insistir en recursos como la reforma del gobierno corporativo y congelar los pagos extraordinarios a ejecutivos de dichas empresas.

Relacionado al control sobre los directores, Leblanc (2007), aborda temas relacionados al reclutamiento, educación y evaluación, y en ciertas instancias, a la remoción de los directores de las empresas. Asimismo, remarca la importancia de los requisitos de SOX y las reglas sobre el “New York Stock Exchange”. El autor aconseja sobre las mejores prácticas de gobierno corporativo para un grupo de empresas reconocidas. Sugiere que el problema para la contratación de los directores es que no está sujeta a criterios adecuados y requisitos divulgados, lo que la convierte en una especie de “caja negra”. Concluye que el comité de designaciones no ha recibido la importancia que se merece.

Houmens y Dickens (2008), estudian el efecto después de la aplicarse la Ley SOX sobre la desestimación de reclamos judiciales por fraudes, comparando con el período previo a la ley. Los resultados muestran las disposiciones de la Ley reducen la probabilidad de éxito de las demandas por fraudes. Sugiere que aunque la implementación de SOX puede tener costos altos, pero que estos podrían compensarse con sus beneficios, como los que ellos señalan.

IV-5 Gobierno Corporativo en Argentina

En Argentina ha habido en la última década y media, un importante cambio en propiedad y control desde grandes compañías propiedad de familias, hacia grupos extranjeros y participaciones minoritarias de inversores institucionales primero, que pasaron a control estatal desde 2008. En materia de gobierno corporativo, se han adoptado normas provenientes de países con tradición legal anglosajona. Apreda (2001), ha relevado cuestiones previas a 1991, el marco legal subyacente, las nuevas reglas de juego en estructura de capital y propiedad desde 1991. El CEF (2005), ha examinado la estructura de propiedad y calidad del gobierno corporativo de las empresas en oferta pública. Bebczuk (2005) ha examinado evidencia empírica relacionando resultados pasados y esperados con índices cualitativos del gobierno corporativo. La estructura de propiedad está claramente dominada por el principal accionista de la empresa. No existen en Argentina empresas con propiedad atomizada, y más de la mitad de las compañías cuenta con un accionista principal de nacionalidad extranjera. El número de directores independientes coincide en promedio con el requisito regulatorio mínimo. El gobierno corporativo en Argentina antes de 1991 se caracterizaba por los siguientes rasgos, a juicio de Apreda (2001):

- 1) Estructura de propiedad concentrada. En un siglo, los principales grupos domésticos fueron empresas familiares. Los recursos financieros eran obtenidos de bancos propios del grupo o estatales.
- 2) Sólo directores propios eran designados en los directorios. Muy frecuentemente el CEO provenía de la familia fundadora.
- 3) Casi todas las empresas generaban cláusulas en sus estatutos para favorecer a los grupos de control respecto de sus directores. Muchas empresas de familia dejaron de

cotizar, afectando intereses de accionistas minoritarios. Los takeovers fueron amistosos la mayoría de las veces. Raramente pagaron dividendos en efectivo.

4) Ninguna compañía emitió bonos en el mercado de capitales entre 1913-90. Recursos propios y préstamos bancarios y escasas emisiones de acciones fueron las formas de financiamiento generales. Las empresas cotizantes eran 550 en 1960, 278 en 1980 y 170 en 1991. En 1999 quedaban 130 empresas en oferta pública. Actualmente son 104 (fines de 2005, y se está retirando Renault), y las más importantes en cuanto a capitalización cotizan en mercados extranjeros.

En la década de los 1990s, el país adoptó una serie de normas de gobierno corporativo como si estuviera siguiendo la forma de los países con Common Law, apartándose de la tradición de ley civil a la que pertenece. A partir del año 2000 las reformas se centraron en el derecho del mercado de valores. Los marcos legales sólo impusieron lineamientos generales, dejando los detalles reglamentarios en manos del regulador (la Comisión Nacional de Valores, CNV). Previo a ello, se observaba una tendencia a la emisión de códigos o cuerpos de recomendaciones de los propios mercados autorregulados o por iniciativa privada con adopción voluntaria por parte de las empresas. Como mecanismo complementario cabe mencionar a los inversores institucionales, los cuales, en razón del volumen invertido y su capacidad técnica, tienen la posibilidad de ejercer disciplina sobre las compañías. Algo similar ocurre con otros intermediarios reputacionales (“gatekeepers”) que monitorean a las compañías, tal el caso de los auditores externos y las sociedades calificadoras de riesgo (CEF, 2005).

El Decreto 677/01 incorporó cambios importantes: dio nuevas responsabilidades a los directores, fijó normas sobre independencia de directores y auditores externos y estableció sanciones. Las nuevas responsabilidades de los directores tienen que ver con la lealtad y diligencia, que implica hacer prevalecer el interés común de todos sus socios, abstenerse de procurar beneficios personales, velar por la independencia de los auditores externos, establecer controles internos para garantizar una gestión prudente, e implementar mecanismos preventivos de protección del interés social para reducir el riesgo de conflicto de intereses. Estos mecanismos tienen que ver con actividades en competencia, con la utilización o afectación de activos sociales, el uso de información no pública, aprovechamiento de oportunidades de negocios en beneficio propio o de terceros. En cuanto a la independencia de directores y auditores externos, se estableció que cuando un director no es independiente, tiene la obligación de informar esa situación a la Asamblea. También se establecieron mayores restricciones en la prestación de ciertos servicios especiales. Las sanciones introducidas van desde apercibimientos a inhabilitaciones de hasta cinco años para ejercer ciertas funciones, pasando por varias categorías de multas.

Está regulada la composición del Comité de Auditoría, que deberá ser de tres o más miembros del directorio. Su designación será efectuada por el directorio de la sociedad emisora. Los miembros del comité deberán contar con experiencia en temas contables, financieros y empresarios. El funcionamiento deberá constar en el estatuto de la sociedad, y las reuniones deberán ser por lo menos trimestrales. Las principales actividades del Comité de Auditoría son la de supervisar la aplicación de políticas de gestión de riesgos, evaluar el proceso de información financiera, supervisar el sistema de control interno, revisar el plan de la auditoría interna, opinar sobre la designación del auditor externo, evaluar su independencia, revisar su plan y evaluar su desempeño.

IV-5 Legislación en Argentina

El marco legal y normativo en Argentina se estructura a partir de la Ley de Sociedades Comerciales y Ley del Mercado de Valores (LSC 19550 y LMV 17811). La última reforma integral de la LSC (Ley 22.903) data del año 1983. Un reciente proyecto de reforma de la LSC contemplaba aspectos relativos a esta materia, siendo la mayoría de sus propuestas en el tema, adaptaciones del Decreto 677/01 de transparencia en la Oferta Pública.

La LSC otorga un conjunto de derechos balanceados a los diferentes participantes de las sociedades. Tanto el directorio como los comités tienen obligaciones y responsabilidades de proteger el interés de la empresa y el derecho de los accionistas. El directorio puede estar compuesto por un miembro o por el número de miembros dispuestos por el estatuto de la empresa, el que no puede ser inferior a tres en el caso de las sociedades que tengan oferta pública. Para asegurar la representación de los accionistas minoritarios, la LSC confiere el derecho de votos acumulativos para el nombramiento de miembros en el directorio. De esta manera, los accionistas minoritarios pueden acumular sus votos para elegir hasta un tercio de las posiciones del directorio.

Las sociedades que están en oferta pública se encuentran bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores (CNV), creada por la Ley 17.811 en 1968, que regula y organiza al mercado de valores en Argentina. La CNV es la encargada de autorizar la oferta pública de valores negociables, efectúa la fiscalización estatal permanente sobre las emisiones, asesora al Poder Ejecutivo Nacional sobre los pedidos de autorización para funcionar que efectúen las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores, aprobando los reglamentos de funcionamiento de dichas instituciones y ejerciendo una función de supervisión sobre sus actividades autorreguladas, entre otras facultades. La CNV fiscaliza el cumplimiento de las normas legales y reglamentarias referidas a la negociación de títulos valores y aplica las sanciones a los emisores por su trasgresión.

La LSC y la LMV sólo distinguen entre las sociedades cerradas y las abiertas que cotizan sus valores en los mercados de valores en unas pocas normas aisladas. Este aspecto fue objeto de una profunda reforma en el año 2001 con el Decreto 677/01, que vino a establecer un régimen legal específico para aquellas sociedades que acuden al mercado de valores y que regula los aspectos del régimen de transparencia en la oferta pública y las conductas antijurídicas típicas: negociación interna (“insider trading”), manipulación y fraude de mercado, responsabilidad por prospecto defectuoso, etcétera; las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) y recompra de acciones en el mercado¹¹; y numerosas normas que deben cumplir las sociedades cotizantes- incluyendo la obligatoriedad de la constitución de un comité de auditoría formado por mayoría de “directores independientes”; procedimiento especial para transacciones con partes relacionadas; la obligación de publicar una memoria ampliada; etcétera.

El 22 de mayo de 2001 se dictó el Decreto 677 sobre Régimen de transparencia de la oferta pública. La sanción del Decreto 677 limitó la aplicación del régimen de la Ley de Sociedades Comerciales a las no cotizantes, mientras que la nueva normativa alcanza a las que participan en el mercado de capitales. Con fecha 26 de marzo de 2002, la CNV dictó las Resoluciones Generales 400 y 402 que reglamentan la normativa del Decreto 677/2001.

El Decreto 677 se compone de cuatro títulos, a saber, Régimen de transparencia de la oferta pública, Modificaciones de la Ley 17811 y normas modificatorias, Modificaciones a la Ley 24083 y sus normas modificatorias y Disposiciones complementarias.

¹¹ Hay tres formas básicas de transacciones de control

-Venta de control (bloque).

-Venta de la compañía.

-Tender offer (un tercero compra suficiente participación dispersa como para tornarse controlador).

Según Marsili et al (2003), el impacto del Decreto 677/2001 en la legislación de sociedades, puede sintetizarse en:

- 1) Introducción de los conceptos de “controlante”, “grupo controlante” o “grupos de control”, así como de “actuación concentrada”.
- 2) Creación de un régimen de valores escriturales, así como su reivindicación y bloqueo de la legitimación para accionar legalmente ante la justicia o tribunal arbitral.
- 3) Ampliación y puntualización del deber de “obrar con lealtad y diligencia” de los directores, administradores y fiscalizadores.
- 4) Nuevo concepto de interés social, “creación de valor para los accionistas”.
- 5) Obligatoriedad de un nuevo subórgano del directorio: el Comité de Auditoría, con un mínimo de tres miembros y mayoría independiente.
- 6) Inclusión de OPA obligatoria y previa en tanto se supere la “participación significativa” del 35%, dejando los procedimientos a la CNV. Introducción de la OPA residual (obligatoria en caso de concentración accionaria del 95% o más).
- 7) Retiro voluntario de la oferta pública requiriendo una OPA. El precio equitativo a ofrecer difiere del previsto para ejercer el derecho de receso.
- 8) Reglas para la adquisición por la sociedad de sus propias acciones sin la exigencia de “evitar un daño grave a la sociedad”

La doctrina jurídica ha considerado que la sociedad denominada abierta configura un sub-tipo de la sociedad anónima, caracterizada por algunas normas diferenciales y por la atribución de poder normativo a un organismo de control (Marsili, et al, 2003). Los principios de buen gobierno corporativo pueden aplicarse a todas las sociedades, aunque tienen máxima trascendencia cuando se refieren a sociedades anónimas en oferta pública, y especialmente aquellas con accionistas cambiantes y dispersos.

IV-6 Normas del decreto 677/2001 con relación a los auditores

El decreto exige que los estados contables de sociedad que hacen oferta pública sean auditados por contadores que hayan presentado ante la CNV una declaración jurada de sanciones de toda índole a que hubiesen sido acreedores. La Resolución 400/2002, que reglamentó el decreto, exige mayor información relativa al auditor. La falsedad u omisión es considerada “falta grave” sujeta a sanciones.

La designación y remoción del auditor externo compete a la asamblea ordinaria. Los auditores externos deben ser contadores matriculados “independientes”. Si fue propuesto por el directorio antes de la asamblea, requiere opinión previa del Comité de Auditoría ante la CNV. Tal opinión debe publicitarse en los boletines de las entidades autorreguladas. La Resolución 400/2002 fijó los criterios de independencia. Remite a la Resolución Técnica N° 7 (RT7) de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE). Un auditor no es independiente cuando está en relación de dependencia del ente auditado o de entes vinculados económicamente a aquel del que es auditor, o lo hubiera estado en el ejercicio al que se refiere la información objeto de auditoría. Tampoco deben ser cónyuges o parientes por consanguinidad, en línea recta o colateral hasta al menos cuarto grado, de alguno de los propietarios, directores, gerentes generales o administradores del ente auditado o vinculados económicamente a este. No puede ser socio, asociado, director o administrador del ente, antes relacionados, ni haberlo sido al momento al que se refiere la información sujeto de auditoría. Tampoco será independiente el auditor que tuviera una remuneración contingente o dependiente a los resultados de la auditoría. La Resolución 400/2002 lista servicios y actividades que de ser realizadas por el auditor lo

hacen perder su condición de independiente. La norma no impide a los auditores la realización de otras actividades profesionales. Tampoco hay obligación de rotarlos pasado cierto tiempo.

La CNV puede proponer la designación de un auditor externo a pedido de accionistas minoritarios que representen un porcentaje no inferior al 5% del capital social, en caso de que los derechos de estos pudieran resultar afectados y previo opinión del órgano de fiscalización y el comité de Auditoría. La reglamentación es bastante restrictiva. El costo queda a cargo de los peticionantes, que deben describir el daño y la ausencia de otras alternativas para evitarlo, y argumentar de qué modo la auditoría evitaría el perjuicio a sus derechos.

IV-7 El comité de auditoría y los directores independientes.

El Decreto 677 procura compatibilizar la regulación del mercado de capital argentino con estándares internacionales (Marsili et al, 2003). Así, se incluyó un Comité de Auditoría en el directorio. El objetivo del Comité de Auditoría es garantizar la precisión y la confiabilidad de los informes contables y financieros. Pretende proveer una revisión independiente y una supervisión eficaz del proceso de generación de información financiera, controles internos y auditores externos. En el mundo anglosajón las funciones de control y gestión corporativos se concentran en un sólo órgano: el directorio o consejo de administración (“criterio monista”). Los directores con funciones de control suelen ser independientes. En los países de derecho continental, se separan las funciones de control y gestión (“criterio dualista”). En Argentina la ley de sociedades establece la Sindicatura como control interno, ya sea como Comisión Fiscalizadora o Consejo de Vigilancia. La participación de directores independientes con funciones específicas (auditoría, designaciones, remuneraciones) es propio de una estructura monista de la sociedad anónima (administración y control dentro de un mismo órgano). La delegación de funciones específicas es típica de sistemas donde hay responsabilidad personal de los miembros. En sistemas dualistas la administración la ejerce el directorio y el control se encomienda a un órgano diferente: la Comisión Fiscalizadora o Consejo de Vigilancia.

El Decreto 677 ha dispuesto que las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones (en Sarbanes-Oxley son títulos valores en general), deberá constituirse un Comité de Auditoría que funcionará en forma colegiada con tres o más miembros del directorio, con mayoría independiente, tanto respecto de la sociedad como de los accionistas de control, y no deberá desempeñar funciones ejecutivas en la sociedad. El problema de la independencia real de los auditores, es muy importante y algunos autores afirman que se origina en la falta de claridad sobre cómo funciona realmente la auditoría de la firma. De acuerdo a Anandarajan, Asokan y Palmon (2008), esta falta de claridad ha dado lugar a vulnerabilidad de la independencia de los auditores. Argumentan que al menos en Estados Unidos, el problema de la independencia se ve afectado por la manera en que se contrata, los pagos y el poder de remover al auditor que tienen las empresas.

El Comité de Auditoría será designado por el directorio de la emisora por mayoría simple de sus integrantes, de entre los miembros del órgano que cuenten con “versación en temas empresarios, financieros o contables”.

Se le adjudicaron tres grupos de responsabilidades: consultivas (opinar sobre aspectos de control de gestión y legalidad), designación de auditores externos (razonabilidad de las propuestas de honorarios, operaciones con partes relacionadas, conflictos de interés, condiciones de emisión en casos de variación del capital) y de información al mercado (sobre operaciones en que exista conflicto de interés y al directorio sobre su propio plan de acción).

¿Podrían la Comisión Fiscalizadora (Sindicatura) o el Consejo de Vigilancia sustituir al Comité de Auditoría? La ley 19550 no establece la independencia de los síndicos. No se ha re-

suelto si resultan incompatibles las funciones del auditor externo y las del síndico. El Decreto 677 exige que el auditor externo sea elegido por la asamblea. Las funciones de la Comisión Fiscalizadora se limitan al control de legalidad, no siéndole propio el control de gestión. Para cumplir con los requisitos de la SEC, sólo cuestiones vinculadas a la resolución de conflictos entre gerencia y auditor podrían requerir una regulación adicional. Respecto del Consejo de Vigilancia, no puede requerírseles independencia de los socios puesto que ellos mismos lo son. En cuanto a sus funciones le compete el control de gestión. Su naturaleza es eminentemente técnica. Con las adaptaciones normativas del caso ambos órganos (Comisión Fiscalizadora y Consejo de Vigilancia) podrían reemplazar al Comité de Auditoria (Marsili et al,2003).

IV-8 Responsabilidad de los Directores

Hay un amplio deber de información sobre los administradores de las sociedades abiertas. Además del derecho individual a la información, se agrega a las sociedades abiertas en el Decreto 677 el deber de información de hechos relevantes que pueden afectar las decisiones de inversión de los “consumidores financieros”. Un director por comportamiento ilícito no sólo tiene que afrontar una multa sino también la obligación de reparar el daño causado por la violación del deber de informar (Miguel Araya, en Marsili et al, 2003). Sus obligaciones adicionales en sociedades abiertas abarcan:

- 1) Deberes de información (sobre hechos relevantes, tenencia accionaria, veracidad del prospecto).
- 2) Prohibición de utilizar información privilegiada y abstención de negociar.
- 3) Prohibición de manipulación y engaño al mercado.
- 4) Deber de neutralidad opinión en una OPA y de identificación de los accionistas.

Las sanciones van de apercibimiento a multas y diversas clases de inhabilitaciones. También pueden dar lugar a acciones civiles.

La LSC permite que el directorio se organice con un comité ejecutivo que tenga a su cargo únicamente la gestión de los negocios ordinarios, compuesto sólo por directores y sin alterar responsabilidades. Se pueden designar gerentes, en quienes se pueden delegar las funciones ejecutivas, que pueden o no ser directores. Tienen las mismas responsabilidades que los directores. Por la Ley 22903, la sociedad puede asignar funciones específicas en forma personal entre los directores. La regla general impone la actuación de los administradores y representantes de todos los tipos societarios bajo el “deber de lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios”. Responden ilimitada y solidariamente por los cambios que causen. En las sociedades anónimas se impone también la responsabilidad ilimitada y solidaria por el mal desempeño en el cargo y por cualquier daño por dolo, abuso de facultades o culpa grave frente a la sociedad, los accionistas y terceros.

Entre las modificaciones introducidas por el decreto 677, se incluyen dos normas particulares acerca del deber de lealtad y diligencia. Hay algunos nuevos deberes específicos, como una explicación fundada y detallada de la política de dividendos propuesta, las modalidades de remuneración del directorio y los gerentes. Incorpora como parte del deber de lealtad un régimen especial para actos o contratos con partes relacionadas. Contratos que no se concreten en condiciones de mercado requieren previa aprobación del directorio o de la Sindicatura y luego la ratificación de la asamblea, bajo pena de nulidad.

El Decreto 677 establece un sistema propio para las sociedades anónimas en oferta pública. Se entiende por “parte relacionada” a los integrantes del órgano de administración, fiscaliza-

ción, consejo de vigilancia, gerentes, grupo de control o participación significativa (mayor al 35% y menor si da derecho a elegir directores), sociedades controladas y parientes de directivos. El monto relevante de la transacción es \$ 300.000 o mayor que supere el 1% del patrimonio social.

El Comité de Auditoría debe pronunciarse (si no existe el informe de dos evaluadores), requiriéndose informe a la CNV y la aprobación del directorio. Si el Comité de Auditoría no califica el acto o contrato como adecuado, debe tratarlo previamente la asamblea.

IV-9 Oferta pública de adquisición (OPA)

El Decreto 677 reintrodujo la “oferta pública de adquisición” de acciones representativas del capital social de aquellas sociedades autorizadas a hacer oferta pública de sus acciones. La CNV reglamentó el procedimiento del Decreto 677, mediante la Resolución 401 de abril de 2002. El efecto buscado mediante la incorporación de las OPAs fue una mayor protección a los socios minoritarios. Se prohíbe al comprador adquirir acciones a un precio menor a aquel ofrecido al controlante. Ello implica una unificación del precio de compra de las acciones. Se admite un sobreprecio al grupo de control de hasta un 20%.

Para alcanzar adquisiciones significativas (mayor al 35%) con toma de control, será obligatoria la ejecución de una OPA. Esta puede evitarse cuando la transferencia del paquete de control es consecuencia de movimientos accionarios dentro de un mismo grupo empresario. Otra posibilidad es cuando por asamblea extraordinaria se dispone una cláusula estatutaria de no adhesión a la OPA por toma de control. De hecho 70% de las emisoras no adhirieron al régimen, que era voluntario.

El retiro de la oferta pública permitía a los socios disconformes ejercer el derecho de receso según la Ley 19550. Con el decreto 677 se busca terminar con la discusión relativa al valor de las acciones de los socios recedentes para brindar una adecuada compensación al accionista que se retira. El valor de reembolso del socio recedente en la Ley 19550, es el que surgiera del balance de transformación, o último balance realizado o que deba realizarse de acuerdo con las leyes y normas reglamentarias aplicables. No existe uniformidad en la ley, ni acuerdo en la doctrina. Como criterio para el valor de reembolso del socio recedente en el Decreto 677, el precio debe ser “equitativo”. Para determinarlo se admite ponderar por separado o conjuntamente varios criterios, como el valor patrimonial de las acciones, calculado mediante un balance especial de retiro de cotización, una valuación a partir de flujos de fondos descontados, indicadores aplicables a compañías o negocios confrontables, el valor de la liquidación de la sociedad, cotización media en el semestre previo, precio de una contraprestación ofrecida con anterioridad o de colocación de nuevas acciones formulado en una OPA. El precio ofrecido en la OPA puede ser impugnado por los tenedores de títulos y objetado por la CNV. La Ley de Sociedades Comerciales continúa siendo aplicable a las sociedades no cotizantes.

Existe un mecanismo de “adquisición forzosa de acciones” en aquellas sociedades admitidas a cotizar que se hallan comprendidas a un control “casi total” (95% o mayor).

IV-10 Procedimiento arbitral

La regla general que establece el Decreto 677 para las sociedades que cotizan es su sometimiento a la justicia arbitral para solucionar divergencias internas y algunas externas, quedando la opción de la justicia estatal exclusivamente a favor del accionista o inversor. Su objeto fue reducir los costos y tiempos de los procesos legales y obligar a cada mercado autorregulado a cons-

tituir su propio mecanismo de resolución de conflictos. Muchas de sus disposiciones no han sido reglamentadas o no se ha asegurado la aplicación por parte de la CNV.

IV-11 Facultades de la CNV

En la justicia federal Argentina existe, ya desde hace casi una década, la mediación obligatoria instituida mediante la Ley 24.573. A su vez, el Decreto 677/01 instauró, para las relaciones entre las sociedades cotizantes en algún mercado autorregulado y sus accionistas e inversores, la jurisdicción obligatoria de los tribunales arbitrales permanentes creados en el ámbito de tales entidades autorreguladas. Existe una necesidad de recurrir a la justicia para la ejecución de los laudos arbitrales obligatorios.

La capacidad de fiscalización de la CNV fue ampliada a través del Decreto 677/01 y de la Resolución General 400 del año 2002. En el mismo sentido, se extendieron los poderes de la CNV de aplicar sanciones. Algunas de las potestades más importantes reconocidas a la CNV son:

- 1) Deber de informar a la CNV en una investigación.
- 2) Sistemas de control de entidades autorreguladas.
- 3) Aprobar los reglamentos de los sistemas de negociación redactados por las entidades autorreguladas.
- 4) Declarar irregulares e ineficaces a los efectos administrativos, los actos sometidos a su fiscalización, cuando sean contrarios a la ley, a las reglamentaciones dictadas por la CNV, al estatuto o a los reglamentos.
- 5) Suspender preventivamente la oferta pública o la negociación de valores negociables cuando existen situaciones de riesgo sistémico u otras de muy grave peligro.
- 6) Vigilancia de actividad e independencia de contadores dictaminantes y firmas de auditoría.
- 7) Procedimiento sumarial y sanciones¹².
- 8) Establecer requisitos de información diferenciados, así como el poder de exceptuar de la obligación de constituir un comité de auditoría a las pequeñas y medianas empresas.
- 9) En el caso de juicio penal o civil contra empleados de la CNV por actos u omisiones de los mismos en el ejercicio de sus funciones, la CNV deberá pagar los costos razonables de su defensa. En el caso en que la decisión final haga responsable al empleado, el mismo debe devolver tales costos.
- 10) Legítima la fijación de aranceles para el financiamiento de la CNV¹³.

IV-12 El rol de los inversores institucionales

¹² Este último, impone una división de tareas en la CNV: el departamento que investigue los hechos y formule los cargos debe ser distinto del que instruya el sumario. También flexibiliza la posibilidad de adoptar medidas cautelares durante la instrucción. Permite la continuación del sumario iniciado por la CNV aunque se esté llevando a cabo un proceso penal paralelo. La apelación de las resoluciones que establezcan penas de multa tendrá efecto suspensivo. Y la prescripción de las acciones que nacen de la infracción opera a los seis años de la comisión del hecho, y la prescripción de la multa a los tres años de la notificación de la sanción firme.

¹³ La CNV todavía depende de las partidas presupuestarias del gobierno nacional. Es un órgano autárquico dependiente del Ministerio de Economía, y su directorio es nombrado por el Presidente de la República por un lapso de 7 años.

En Argentina, la regulación a los inversores institucionales tomó la forma de límites máximos por tipo de instrumentos así como también por emisor, en conjunto con limitaciones cualitativas como la imposibilidad de adquirir acciones de voto múltiple o de acciones que no otorguen derecho a voto. Asimismo, para ser elegible por los fondos de pensión, las acciones deben tener una calificación mínima de Categoría 2. Los fondos de pensiones están obligados a asistir a las asambleas de accionistas en el caso de que posean más del 2% de los votos. La reforma provisional del año 2008 trasladó la propiedad de las acciones en empresas que poseían en sus carteras los fondos de pensión hacia el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) y el Estado nacional, por medio de ANSES nombró nuevos directores en aquellas empresas en las que tiene derecho a representación en los directorios.

IV-13 Protección a accionistas minoritarios

En Argentina los derechos de acción privada de los inversores minoritarios en acciones de sociedades abiertas se encontraban tradicionalmente establecidos en la LSC. Los principales derechos de acción son la acción de nulidad contra las decisiones adoptadas por la asamblea de accionistas y la acción de responsabilidad contra los miembros del órgano de administración de la sociedad o sus gerentes. Por último, la LSC consagra el derecho a solicitar la intervención judicial de la sociedad, como medida precautoria en caso de que, a través del accionar de directores o gerentes, exista un peligro grave para la sociedad. El Decreto 677/01 amplió los recursos disponibles para los inversores minoritarios para proteger sus derechos.

Se establecieron asimismo otros derechos de accionar en caso de perjuicio a los intereses de los minoritarios. Entre ellos, el derecho de reclamar resarcimiento por parte de minoritarios perjudicados por transacciones entre partes relacionadas llevadas a cabo en contravención del procedimiento estipulado en el Decreto, el derecho a reclamar en caso de compra obligatoria de participaciones residuales (“squeeze out”) o retiro del régimen de oferta pública y cotización, en los cuales no se pague a los minoritarios un precio equitativo por sus tenencias accionarias, y la acción de recupero de los beneficios obtenidos por administradores y participantes internos (insiders) que utilicen información privilegiada en beneficio propio o de terceros.

IV-14 Gobierno Corporativo en Argentina respecto de sugerencias de la OECD

Fretes (2005) ha realizado un interesante informe sobre el grado de cumplimiento de Argentina con las recomendaciones del Libro Blanco de la OECD para América Latina. Sus aportes pueden sintetizarse como sigue:

- 1) Sugerencia de tomar los derechos de votos con seriedad. Los derechos de voto múltiple no se han visto como problemas en Argentina. Si bien la ley permite acciones de hasta 5 votos, y acciones preferidas sin voto, no se han utilizado frecuentemente. No se percibe el problema como en Brasil. El Decreto 677 duplicó el período de publicidad de las asambleas para informar a los accionistas. También incluyó la solicitud de poderes para asistir y votar y la introducción de iniciativas por parte de minorías con un 2% o más del capital. Los inversores institucionales no son muy activos. Los fondos de pensión no están obligados a asistir a las asambleas y a votar obligatoriamente excepto cuando sus tenencias exceden el 2% del total de acciones. Fretes (2005) recomienda regulaciones que hagan la asistencia a las asambleas obligatorias tanto para fondos de pensión como de inversión.

- 2) Tratamiento de los accionistas durante cambios de control y cese de cotización. Se ha legislado la “Oferta Pública de Adquisición Obligatoria” a través del Decreto 677/01 y regulaciones de la CNV. Un total de 77 entre 102 compañías no han adherido al régimen de OPAs. Los mecanismos para el régimen de OPAs, sus pautas y la posibilidad de la CNV de objetar el precio por inequitativo, se han extendido a los casos de cese de cotización. La compañía que cesa su cotización debe hacer una oferta amistosa pública a todos los accionistas de la compañía. A diferencia del caso de las OPAs, aquí la aplicación del régimen es obligatoria. Observa Fretes (2005) que muchas acciones no tienen liquidez, por lo que es difícil determinar su precio y este puede ser muy poco representativo del valor de la firma. Sugiere régimen de OPAs obligatorio sin excepciones.
- 3) Mejorar la integridad de los Informes Financieros y la difusión de información sobre transacciones con partes relacionadas. El Decreto 677/01 ha definido qué se considera una parte relacionada y cómo el directorio y la empresa deben realizarlas, tomando intervención el Comité de Auditoría (con mayoría de directores independientes) y de auditores independientes llegado el caso. Eventos “sustantivos” deben ser publicitados y pueden requerir el informe del Comité de Auditoría. El Decreto 677/01 ha procurado fortalecer el cumplimiento de normativa preexistente sobre tenencias de acciones por miembros del directorio y difusión de dicha información. La CNV mediante la Resolución General 459/04 incorporó a sus regulaciones la Resolución Técnica 21 de la “Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas” (FACPCE), emisora de estándares profesionales para la profesión contable. La RT 21 adapta el contenido de los International Accounting Standard “IAS 24” sobre difusión de partes relacionadas. La tendencia en Argentina es convergente con tendencias internacionales.
- 4) Desarrollo de directorios efectivos. Los Comités de Auditoría han sido establecidos en directorios de sociedades abiertas, con mayoría de directores independientes. La CNV regula el criterio de independencia. Los deberes de lealtad y diligencia han sido especificado en ciertos casos por el Decreto 677/01 (y la reversión de la carga de la prueba en caso de duda). Las transacciones con partes relacionadas han sido definidas legalmente y sujetas a procedimientos con la intervención del Comité de Auditoría y auditores externos. Acciones legales contra los directores que los responsabilizan por sus faltas, se han facilitado al permitir a accionistas individuales reclamar por su propio daño en forma individual y si fuera el caso, a ser indemnizados. Antes del Decreto 677/01, el accionista debía hacer el reclamo por el daño total a la compañía, y esta tenía el mandato legal de retener para sí la indemnización si era ordenada. Las tasas de justicia (3% del monto en discusión) y los honorarios de los abogados (15-20% de los montos en discusión) desalientan accionar judicialmente a un accionista minoritario cuando no es indemnizado directamente. La difusión de las políticas de compensación del directorio desde el Decreto 677/01 se han hecho obligatorias. Antes raramente se informaban. La idea que un director debe fidelidad a todos los accionistas, es extraña respecto de las prácticas y tradiciones, señala Fretes (2005). Los puestos de director en el caso argentino y según este autor, tienen un carácter honorífico, antes de ser entendidos como empleos. Hacer cumplir las normas y cambiar la cultura son los mayores desafíos que considera pendientes.
- 5) Mejorar la calidad, efectividad y predictibilidad del marco legal y regulatorio. La Bolsa de Comercio de Buenos Aires tiene una larga tradición en Paneles Arbitrales de resolución de conflictos, con buena reputación en el medio. El Decreto 677/01 ha ampliado la posibilidad de aplicación de esa herramienta, haciendo obligatorios dichos paneles para todas las bolsas y mercados. Afirma Fretes (2005) que los inversores conocen poco sus dere-

chos y los mecanismos que los amparan. Los tribunales ordinarios tampoco conocen los institutos y mecanismos particulares del mercado de capitales.

La Cámara de Sociedades Anónimas (CSA) espera que se desarrolle el mercado de capitales para que éste sea utilizado como herramienta de financiamiento.

El gobierno corporativo es una parte importante para el desarrollo del mercado de capitales. La CSA sostiene que los estándares de gobierno corporativo deben tomar en cuenta la legislación continental que posee el país y la estructura de capital de las empresas con capital abierto. Sin embargo el Decreto 677/01 en la búsqueda de internacionalizar los estándares implementó ciertas cláusulas copiando modelos internacionales que no necesariamente contribuyen con el desarrollo del mercado de capitales y desalientan la emisión.

La presente irrelevancia del mercado de capitales en Argentina, en términos del número de empresas, la capitalización y del volumen, no provee incentivos a que las empresas entren al mercado. De las empresas que permanecieron, 20 concentran el 90% del volumen del mercado. En la mayoría de las compañías de capital abierto, el grupo controlante posee más del 50% de las acciones. En general, las compañías no ven la oferta pública como una forma de financiamiento, y no ven los beneficios de adoptar estándares de gobierno corporativo en términos de hacer crecer el valor de las acciones.

La sección 254 de la Ley de Sociedades Comerciales establece que el accionista que vote a favor de una resolución es responsable de las consecuencias que genere la resolución. Según la CSA, si se quiere mayor participación por parte de inversores minoristas, es necesario modificar esta ley porque muchos inversores institucionales, por temor a represalias, se abstienen de votar para no ser responsables frente a la justicia en caso de que se produzca algún inconveniente. En cuanto a las OPA, ha habido progresos que protegen a los accionistas minoritarios. El regulador puede objetar el precio si lo considera injusto. Los directores deben aconsejar a los accionistas si es conveniente aceptar o no, y si estos poseen acciones deben hacer pública su decisión. La CSA cree que el crecimiento del capital flotante tiene que ser uno de los objetivos, y este mismo crecimiento va a hacer que las firmas opten por la oferta pública. Además, es necesario dar incentivos a las empresas a aumentar la oferta pública para disminuir la concentración de los controlantes.

Ha habido un progreso en los informes financieros hacia los estándares internacionales. El Comité de Auditoría creado por el Decreto 677/01 tuvo un rol activo, aunque la creación del Comité de Auditoría generó una superposición de roles.

Una encuesta realizada entre unas 410 empresas argentinas en 2003¹⁴, indagadas por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales, tuvo como objetivo conocer los patrones de financiamiento y explorar el grado de interés en la obtención de recursos a través del mercado de capitales. Con respecto a las fuentes de financiamiento, los resultados mostraron que el 28% de las empresas utilizaban a los proveedores como principal fuente habitual de financiamiento. Se extrajo también que un 61% de las empresas encuestadas planeaba financiar su inversión proyectada con recursos propios para los próximos 5 años. En cuanto al costo del financiamiento se apreciaba que a medida que el tamaño de la firma disminuía, estas tasas aumentaban.

De las empresas encuestadas un 24% consideraba que la principal ventaja de la apertura de capital es que es una fuente de financiamiento barata, mientras que el 20% pensaba que es una fuente alternativa de financiamiento. En cuanto a las desventajas, el 38% respondió que son mayores los requisitos de información, seguido por un 30% que consideraba que los costos administrativos son la principal desventaja. En este sentido un 3% de las empresas estaban dispuestas a

¹⁴ Revista Argentina Bursátil. Mercado de Valores de Buenos Aires y Instituto Argentino de Mercado de Capitales.

cotizar en bolsa, mientras que un 56% no lo haría. Además de las desventajas alegadas, un 77% de los encuestados respondió tener poco o nada de información sobre los requisitos para cotizar.

La encuesta denotó que la mayoría de las empresas son familiares (60%). La cultura empresarial en nuestro país respecto del mercado de capitales, está caracterizada por una aprensión por parte de los empresarios a brindar información interna de la empresa y el temor a compartir la propiedad de sus negocios. En las respuestas subyace también el hecho de que si una empresa se lista en la Bolsa debe tener las cuentas en orden, lo cual se relaciona con el fenómeno de la evasión tributaria y laboral.

Dada la dificultad de acceso al financiamiento para PyMEs a través del crédito tradicional, los instrumentos del mercado de capitales incluyen emisiones de Valores de Corto Plazo, Fideicomisos Financieros y Obligaciones Negociables.

La experiencia internacional al respecto arroja luz sobre posibilidades. Las bolsas europeas han puesto en marcha planes para PyMEs. El primer mercado fue el Alternative Investment Market (AIM) creado en Londres en 1995. En 1996 nació el Euro New Market que reúne los nuevos mercados de Francia, Alemania, Italia, Holanda y Bélgica. En Estados Unidos existe un sección especial en el Nasdaq y la SEC tiene reglas diferenciadas para las empresas pequeñas. Estas secciones tienen características semejantes. Las empresas listadas son firmas pequeñas, innovadoras y dinámicas, que muestran un gran potencial de crecimiento y necesitan capital para poder crecer. Al ser nuevas no tienen historial, por lo que, el financiamiento por medios tradicionales se ve limitado. Los requisitos para que estas empresas listen han sido minimizados, así como la información a brindar, de modo que el costo administrativo de presentar la información sea el más bajo posible. El tamaño promedio de las PyMEs cotizantes es de 46 millones de dólares a valor de mercado. Estas empresas pertenecen en su mayoría a sectores de alta tecnología, biotecnología, servicios de internet, aunque también hay sectores mas tradicionales.

En Argentina la Segunda Sesión, que establecía menores requisitos para empresas que quisieran listarse, fue proyectada en 1987 pero nunca implementada, lo mismo ocurrió con la Tercera Sesión en 1989 para la cotización de Nuevos Proyectos. En 1999 el Ministerio de Economía estudió la posibilidad de tomar medidas para reducir los costos de emisión de las PyMEs. La apertura de capital constituye una alternativa interesante para las PyMEs, por la dificultad y costo de aumentar su endeudamiento. La disminución de los costos de emisión también es un punto importante a considerar.

Respecto de las obligaciones negociables, el decreto 1087/93 establece que las PyMEs pueden emitir obligaciones negociables previo registro en la CNV y el cumplimiento de los requisitos de información. El monto máximo de circulación no debe exceder los 5 millones de pesos, y las ON deben ser colocadas y negociadas en el marco de las Bolsas de Comercio adheridas a la CNV.

Uno de los obstáculos para el desarrollo de este mercado es que los costos de entrada son altos. La CNV estima dicho costo entre 60 y 70 mil pesos, lo cual representa un gran costo en caso de emisiones pequeñas. Otro impedimento es el desconocimiento del mecanismo.

IV – 15 Código de Mejores Prácticas para el Gobierno de las Organizaciones (IAGO 2004)

El Código de Mejores Prácticas (IAGO, 2004) provee recomendaciones de buen gobierno ya admitidas en la práctica internacional, adaptadas al contexto legal argentino y a las prácticas empresariales vigentes en Argentina. Sugieren su aplicación a sociedades en oferta pública, aunque consideran la conveniencia de su aplicación a sociedades cerradas. Sus recomendaciones son compatibles con la Ley de Sociedades, los decretos del PEN y las regulaciones vigentes de la

CNV, y se basan en los Principios de la OECD y las recomendaciones del White Paper de la OECD y la IFC (que se explican en la sección respectiva).

En el Código, la misión del Directorio debe ser crear valor para la empresa y todos sus accionistas. Debe incluir un número suficiente de directores independientes, y transcurridos tres años de la adopción del código, la mayoría del directorio debe ser independiente. El Código define con precisión qué se debe entender por “independiente”. Se estipula qué conocimientos, aptitudes y valores se esperan de los directores. Se destacan los deberes de lealtad y diligencia. Son establecidos criterios para el funcionamiento de los directorios en lo que respecta a comités del directorio, reuniones, deber de información de los directores, decisiones del directorio, actas y responsabilidades específicas. El Directorio evaluará su propia gestión en forma anual. Para ello deberá desarrollar un documento escrito, que sirva como guía para la evaluación y que establezca los criterios para la medición de su desempeño. Ningún director deberá participar en las decisiones sobre su propia remuneración. El Comité de Remuneraciones someterá al Directorio la propuesta de honorarios que, luego de su consideración y aprobación, deberá elevarse a la Asamblea de Accionistas. Los niveles de remuneración deberán ser suficientes para atraer y retener directores competentes. El presidente del directorio deberá asegurar un adecuado funcionamiento del directorio y controlar que las directrices y estrategias aprobadas por éste sean llevadas a cabo por la gerencia. El código establece responsabilidades específicas del presidente del directorio.

El Código establece cuáles deberían ser los Comités del Directorio. El Comité de Auditoría deberá ser designado por aquél para supervisar la integridad y exactitud de los estados contables, el cumplimiento de las normas legales y reglamentarias, la idoneidad e independencia del auditor externo, el desempeño de las funciones de auditoría interna y externa y el funcionamiento del sistema de control interno. Asimismo, se establecen para el Comité de Auditoría responsabilidades específicas. Estará integrado por tres directores, como mínimo, con mayoría independiente. Sus reuniones se sugieren trimestrales o con la mayor frecuencia que fuera requerida. Un segundo Comité es el de Remuneraciones, responsable de las políticas de remuneración y beneficios de la compañía. Deberá estar compuesto por tres directores como mínimo, con mayoría independiente, y reunirse como mínimo dos veces por año. El Comité de Nominaciones y Gobierno Corporativo deberá fijar las normas y procedimientos inherentes a la selección de directores y ejecutivos clave y determinar las normas de gobierno corporativo de la compañía y supervisar su funcionamiento. Se recomienda que esté integrado por tres miembros como mínimo, con mayoría independiente y se reúna tres veces por año o con mayor frecuencia de ser necesario. El Comité de Finanzas es responsable de la estructura y operaciones de financiación de la compañía. Compuesto por tres directores como mínimo, su mayoría deberá estar constituida por directores independientes y deberá reunirse por lo menos bimestralmente.

Se establece la obligatoriedad de trato equitativo con distintos accionistas, que en todos los casos deberán contar con información suficiente para poder considerar, aprobar o rechazar mediante su participación en la asamblea de accionistas las cuestiones sometidas a su decisión. El Directorio deberá reglamentar el funcionamiento de las asambleas para garantizar los derechos de todos los accionistas y su trato equitativo.

Las compañías implementarán mecanismos para facilitar la prevención, manejar y divulgar conflictos de interés entre accionistas, ejecutivos clave, grupos de interés, miembros del directorio y de éstos entre sí. Son establecidas sobre el particular, prácticas prohibidas.

El Código establece criterios sobre transparencia, fluidez e integridad de la información.

Las empresas deberán implementar la función de auditoría interna, que reporte el Comité de Auditoría, siendo responsable del examen del sistema de control interno y de recomendar me-

jas al mismo. Las compañías también deberán contratar auditores externos, altamente calificados, que otorguen mayor confiabilidad a la información financiera.

La compañía deberá adoptar sistemas para la administración y resolución de controversias, así como mecanismos para promover las buenas relaciones comerciales y la convivencia de los accionistas, los grupos de interés y los administradores.

Se reconocerán los derechos de los grupos de interés que aporten directa o indirectamente al desarrollo del objeto social de la compañía, que identificará e informará cuáles son dichos grupos. Pueden estar comprendidos consumidores, productores, organismos reguladores, de control y vigilancia del Estado, competidores, personal, área de influencia de la empresa (comunidad) y tenedores de títulos de deuda.

Relacionado con la responsabilidad social empresaria, se deberán adoptar políticas adecuadas y razonables en las siguientes áreas: medioambiental, protección de la propiedad intelectual, políticas anti-soborno, políticas de inversión social y de comunicaciones electrónicas.

IV – 15 Gobierno Corporativo en Argentina: recientes sugerencias de Aguirre y de las Carreras (2011)

De acuerdo a Aguirre y de las Carreras (2011), las prácticas relativas a Gobierno Corporativo en Argentina, deberían orientarse a dos temas principales, (i) Principio de voluntariedad: premisa básica de la regulación sobre temas de Gobierno Societario, y (ii) Creación de los incentivos adecuados para la adopción voluntaria de los principios de buen gobierno societario en el mercado de capitales local.

IV – 15.i Principio de voluntariedad: Premisa básica de la regulación sobre temas de Gobierno Societario

Con respecto a este punto, se plantea que la adopción de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo debería ser plenamente voluntaria para las Emisoras, si ellas apreciaran un incremento en el valor financiero de la empresa, su “capital reputacional” y su posición en el mercado. Ello cobra un sentido relevante en el contexto argentino donde, el tipo y magnitud de las crisis bursátiles derivadas de fraudes corporativos, han sido prácticamente inexistentes en las últimas décadas y en el que las emisoras proporcionan al mercado abundante información.

Plantean que en los países centrales se han sufrido y aún se sufren profundas crisis bursátiles, cuyos esquemas de divulgación es obligatoria o seudovoluntaria (como el mecanismo de “cumple o explica” y los mismos no fueron eficaces para prevenir conductas disvaliosas de administradores, ni sirvieron a los reguladores para prevenir el estallido de burbujas financieras. Los autores afirman que la calidad del gobierno corporativo no radica en la abundancia de revelaciones sobre temas de gobierno corporativo sino en una genuina vocación de accionistas y administradores por trabajar mancomunadamente para el desarrollo de las empresas, respetando la ley y demás regulaciones vigentes, pero confiando en las bondades de la iniciativa de los actores privados y en el sistema de premios y castigos que impone el mercado – y llegado el caso el regulador y la justicia – para aquellos que se apartaren de lo razonable y justo. Sostienen que la mejor manera de lograr una amplia adhesión de las empresas argentinas a los principios de Buen Gobierno Corporativo debe partir de generar suficientes incentivos reputacionales y económicos que alienten su adopción voluntaria. Cuando las Emisoras advierten esos potenciales beneficios cualitativos y cuantitativos, no tarda en expandirse la adopción de las mejores prácticas en materia de adecuación de conductas de administración y de divulgación de tales prácticas para construir un

acervo reputacional superior a sus competidores en la lucha por mejorar el costo de su estructura de capital. Ello sólo se puede dar en un mercado financiero que compite por la reducción de los costos de financiación, donde la regulación pública contribuya a una mayor competencia entre la financiación bancaria y la obtenida desde el mercado de capitales. Entonces recrear las condiciones para la expansión de las emisiones primarias de acciones y de instrumentos de deuda, son prerequisites para que las emisoras tengan genuinos “intereses de negocios” en mejorar sus prácticas de gobierno societario y seguir mejorando la calidad de la información volcada al mercado.

De acuerdo a otros informes de la cámara que agrupa a las empresas cotizantes, el Análisis del Proyecto de la Comisión conjunta de la C.N.V. sobre Gobierno Corporativo (18-07-2003), el Expediente 433/06 “Proyecto de Resolución s/ Informe s/ informe anual de directores de sociedades oferentes de acciones” (04/07/2006) y el Expediente 472/07 “Proyecto de Resolución General denominado Código de Buenas Prácticas de gobierno Societario” (07-08-2007), a juicio de la Cámara no eran necesarias regulaciones adicionales por algunas de las siguiente razones:

1. Si se tiene en cuenta la caída del número de sociedades cotizantes y del volumen real de las operaciones de mercado secundario, la incorporación “cuasi-compulsiva” de las reglas de Gobierno Corporativo, se dirige a una actividad en decadencia, con más tendencia a la concentración accionaria y a “delistarse” que a la utilización del mercado de capitales como modo genuino de canalizar el ahorro público hacia nuevas suscripciones de acciones y bonos.
2. Debe existir un equilibrio entre la protección al accionista minoritario y el respeto y consistencia del tipo de legislación de la Argentina y a la estructura de capital propia de las emisoras que no responde a la de los modelos en los que inspira la resolución proyectada-

Debe señalarse que la adopción del régimen de gobierno corporativo desde 2001 a partir del Decreto Nro 677/01, no parece haber contribuido a revertir la situación de reducción del mercado local, sino, muy por el contrario, pareciera haber contribuido a la disminución neta de las empresas cotizadas – incluso en el período posterior a 2003 donde la economía nacional experimentó elevadas tasas de expansión -, atento a que las Emisoras y empresas fuera de la oferta pública no perciben el beneficio de adiptar las denominadas “buenas prácticas” en términos del “beneficio reputacional” que les permitiría obtener más fondos y a menor tasa, a través de su capitalización o toma de deuda en el mercado de capitales. También es notorio, que los actores del mercado no valoran suficientemente los esfuerzos de aquellas entidades que ya poseen buenas prácticas de gobierno societario, por decisión propia y por cotizar en mercados del exterior en los que tales prácticas sí reciben su compensación. El primer beneficio que perciben las Emisoras nacionales que decidieron adoptar las prácticas de gobierno societario “demandadas por el mercado” y no por la regulación, es la magnitud de fondos que pueden captarse en mercados del exterior en emisiones primarias de acciones y deuda, las mejores tasas de interés y la profundidad del mercado secundario. Por eso muchas empresas nacionales han adoptado mejores prácticas de gobierno corporativo al acceder a mercados del exterior donde las regulaciones poseen esquemas flexibles tanto en materia de reglas de administración como en cuestiones de revelaciones de gobierno societario.

IV – 15.ii Creación de los incentivos adecuados para la adopción voluntaria de los principios de buen gobierno societario en el mercado de capitales local

Lo expuesto anteriormente no implica que se entienda que el sector público deba desentenderse totalmente de las cuestiones de gobierno societario, sino que primero hay que recrear el volumen del mercado local otorgando beneficios diferenciales a las Emisoras que realicen mayores contribuciones a la transparencia, la generación de información oportuna y de calidad y apliquen prácticas de administración de negocios que demanden los inversores de común acuerdo con el regulador.

Aguirre y de las Carreras (2011) plantean que la experiencia del Nuevo Mercado (“Mercado Novo”) de Brasil puede ser positiva en este sentido. En la misma, el regulador y la Bolsa aceptaron la creación de un nuevo segmento al que las Emisoras adherían voluntariamente, aceptando incorporar modificaciones estatutarias y compromisos más exigentes de prácticas e gobierno societario y revelación de información a cambio de financiación a costos convenientes.

En este sentido, la Cámara de Sociedades Anónimas, ha realizado diversas iniciativas en este sentido, para desarrollar el mercado local e instaurar voluntaria y genuinamente mejores prácticas de gobierno corporativo. Entre las mismas se encuentran: (i) equiparar incentivos fiscales hoy existentes a favor de la emisión de Obligaciones Negociables con los de la emisión primaria de acciones (conocido como deducción de intereses presuntos sobre el capital propio anticipando que tales incentivos no significarían una menor recaudación al fisco); (ii) la creación de un *segmento premium* al estilo Nuevo Mercado de San Pablo; (iii) revisión integral de regulaciones para reducir significativamente el costo de cumplimiento de tales normas y reducir las barreras de entrada a nuevas firmas, especialmente empresas de menor envergadura que actualmente desisten de ingresar al mercado por el elevado costo de cumplir las regulaciones vigentes; (iv) definir públicamente el modo de participación del principal inversor institucional del mercado nacional, tanto en el proceso de administración de instrumentos en cartera como en futuras emisiones y el grado de involucramiento de sus representantes designados en directorios y comisiones fiscalizadoras en el gobierno de tales entidades.

V - “Principios de Buen Gobierno Corporativo” de la OECD

Este capítulo es descriptivo y se basa en un extenso recorrido por literatura emanada de la OECD durante los últimos años (OECD, 1999^a, 1999b, 2001a, 2001b, 2001c, 2002^a, 2002b, 2003^a, 2003b, 2003c, 2003d, 2003e, 2003f, 2003g, 2003h, 2003i, 2004^a y 2004b, 2011, por citar sólo las institucionales).

Habiendo reseñado los principales puntos generales y regionales, el capítulo se estructura en seis secciones que se ocupan de “Principios de Buen Gobierno Corporativo”.

Los “Principios” del gobierno corporativo de la OECD fueron aprobados en 1999 y, desde entonces, se volvieron una referencia internacional para los hacedores de política, los inversores, corporaciones y otros interesados. Proveyeron una guía para las iniciativas regulatorias y se constituyeron en una base para un extenso programa de cooperación entre países miembros y no miembros de la OECD (OECD, 2004).

Los “Principios” pretenden asistir a gobiernos en sus esfuerzos para evaluar y mejorar el marco legal, institucional y regulatorio del gobierno corporativo de sus países. Se centran en las sociedades anónimas tanto financieras, como no financieras, aunque también pueden ser una herramienta útil para mejorar el gobierno de compañías no comerciales. Un buen gobierno corporativo debería proveer incentivos al directorio y a la gerencia para comportarse en interés de la compañía y sus accionistas, facilitando un efectivo monitoreo. Como resultado, el costo de capital bajaría. Para la OECD (2003), un buen gobierno corporativo facilita emitir capital accionario y obtener financiamiento de terceros. También ayuda a que una empresa honre sus compromisos legales y genere relaciones productivas con todos los interesados, incluidos empleados y acreedores.

Es relevante la relación entre la práctica de gobierno corporativo y el creciente carácter internacional de la inversión. Los flujos internacionales de capital permiten a las compañías el acceso a financiación, una buena práctica del gobierno corporativo se espera que ayude a asegurar dichos flujos (OECD, 2004).

Los “Principios” de la OECD son el resultado del primer esfuerzo multilateral para tener un lenguaje común sobre gobierno corporativo. Los “Principios” atacan seis puntos, están resumidos en la tabla siguiente y son desarrollados más abajo con mayor grado de detalle.

Tabla 2. Principios de buen Gobierno Corporativo de la OECD

Principio	Consistente en:
1) Asegurar las bases de un marco efectivo de gobierno corporativo.	Promover mercados eficientes y transparentes, ser consistente con el imperio de la ley y articular claramente la división de responsabilidades entre diferentes autoridades supervisoras, regulatorias y de control.
2) Derechos de los accionistas y funciones claves de la propiedad.	Proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.
3) Trato equitativo a los accionistas.	Asegurar el trato equitativo de todos los accionistas, incluyendo minoritarios y extranjeros.
4) Rol de los interesados (“stakeholders”) en el gobierno corporativo.	Reconocer los derechos de los interesados establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos y de cooperación activa entre empresas e interesados en crear riqueza, empleos y mantener la sostenibilidad de empresas financieras sanas.

5) Diseminación de información y transparencia.	Asegurar que una diseminación oportuna y cierta de la información se haga sobre todas las cuestiones substanciales acerca de la empresa, incluyendo la situación financiera, desempeño, propiedad y gobierno de la compañía.
6) Responsabilidades del directorio.	Asegurar la guía estratégica de la compañía y el monitoreo efectivo de la gerencia por el directorio. Que éste rinda cuentas a la compañía y los accionistas.
Fuente: OECD (2004)	

V-1 Principio 1: Marco del Gobierno Corporativo

Muy sintéticamente, el marco del gobierno corporativo debe promover la transparencia y la eficiencia de los mercados, ser consistente con leyes y regulaciones, y articular la división de responsabilidades entre las autoridades que supervisan, las que regulan y las que aplican. Es necesario contar con apropiados cimientos en lo legal, regulatorio e institucional en los cuales puedan confiar todos los participantes del mercado para establecer sus relaciones contractuales. Este marco debe ser desarrollado evaluando su impacto en toda la economía sobre la integridad del mercado y los incentivos que crea para los participantes del mismo. Los requerimientos legales y regulatorios que afectan las prácticas del gobierno corporativo en una jurisdicción deben ser consistentes con la ley, transparentes y ejecutables. Si son necesarias nuevas leyes y regulaciones, deberían ser diseñadas de forma que sea posible su implementación y aplicación eficiente, cubriendo todos los intereses. Los hacedores de políticas deben ser conscientes de la variedad de influencias legales que existen en la práctica del gobierno corporativo, ya que pueden existir solapamientos y conflictos que frustren a los objetivos de aquél. Para satisfacer sus cometidos de una manera objetiva y profesional las autoridades de supervisión, regulatorias y de aplicación deben tener autoridad, integridad, y recursos.

V-2 Principio 2: Los derechos de los accionistas y funciones claves de propiedad

En una corporación, el capital puede pertenecer a numerosos accionistas dispersos geográficamente. Los derechos de estos accionistas se agrupan en dos categorías. La primera son los que confiere la “propiedad”, como el derecho a la información sobre el desempeño de la empresa, a la distribución a prorrata de los dividendos y de la propiedad de la compañía antes de la liquidación, participar en la toma de decisiones en las reuniones, y enajenar acciones. La segunda categoría de derechos de los accionistas se relaciona con la separación entre la propiedad y la gestión. Los accionistas no tienen la responsabilidad de seguir todos los movimientos de la empresa, por ello deben encontrar medios para conciliar sus diferentes intereses, metas y horizontes de inversión en estrategias de decisión, delegando en gerentes profesionales.

Los derechos de los accionistas incluyen, entre los principales:

- 1) Seguridad para registrar la propiedad y transferencia de acciones.
- 2) Obtención de información sobre la firma.
- 3) Votación, elección y remoción de miembros del directorio.
- 4) Participación en decisiones importantes (como enmiendas en el estatuto de la firma, autorización de emisiones adicionales o transacciones extraordinarias).

5) Oportunidad de participar con su voto en las asambleas (con presencia física o sin ella) y estar informados acerca de las reglas y los procedimientos de las mismas. Tener la posibilidad de hacer preguntas al directorio, incluir temas en la agenda y efectuar propuestas dentro de ciertos límites. Poder nominar y elegir los miembros del directorio.

6) Aprobar los esquemas de compensación de los directores y gerentes.

7) Conocer los arreglos y estructuras que permitan a ciertos accionistas un grado de control más que proporcional a su propiedad de capital.

8) Conocer las reglas y procedimientos de las adquisiciones, y las grandes transacciones.

9) Facilitar el ejercicio de los derechos de propiedad por los accionistas, incluyendo los inversores institucionales.

10) Establecer comunicación de los accionistas entre sí sobre temas concernientes a sus derechos.

V-3 Principio 3: Trato equitativo entre los accionistas.

Implica:

1) Poder iniciar procesos administrativos y legales en contra de la gerencia y de los directores.

2) Todos los accionistas del mismo grupo debieran ser tratados de la misma forma, y todas las acciones deberían implicar los mismos derechos. Todos los inversores deben poder obtener información acerca de los derechos que confieren todas las series y clases de acciones antes de comprarlas¹⁵. Cualquier cambio en los derechos de votación deberían estar sujetos a la aprobación por aquellas clases de acciones que resulten negativamente afectadas.

3) Los accionistas minoritarios deben ser protegidos de posibles abusos de los grupos de control, directos o indirectos y deben tener efectivos medios de reparación. Sumado a la necesidad de revelación de información, una clave para proteger a las minorías es un claro mandato de lealtad de los directores hacia la compañía y a todos los accionistas. Otra forma de proteger a la minoría de accionistas, incluye los derechos de veto en relación con la distribución de las acciones, mayorías calificadas para ciertas decisiones de accionistas, y la posibilidad de usar la votación acumulada en la elección de los miembros del directorio para representar a las minorías.

4) Los votos deben poder ser emitidos por custodios, o por personas designadas con acuerdo del propietario de las acciones. Los impedimentos para el voto transfronterizo deben ser eliminados. Los inversores extranjeros pueden elegir mantener sus acciones a través de una cadena de intermediarios. Usualmente los accionistas disponen de un tiempo limitado para reaccionar ante una convocatoria de la empresa, o para tomar decisiones bien fundadas debido a las distancias. Los procesos y procedimientos en las asambleas de accionistas deben tener en cuenta un tratamiento igualitario para todos los accionistas. No deben ser dificultosa ni costosa la emisión de los votos. Una posibilidad la constituiría la facilitación del voto electrónico en ausencia.

¹⁵ Algunas compañías distribuyen acciones preferidas que establecen un privilegio con respecto a dividendos de la firma, pero normalmente no tienen derecho a voto. Las compañías pueden también distribuir certificados de participación o acciones sin derechos a voto, que se van a intercambiar presumiblemente a diferentes precios que las acciones con derecho a voto. Su razón de ser, es tener alternativas en la distribución del riesgo.

5) El “Insider trading” y la auto contratación abusiva (“abusive self-dealing”) deben ser prohibidos. Una operación de auto contratación abusiva puede tener lugar, cuando una persona teniendo una relación cercana con la compañía, se aprovecha de ello en detrimento de la compañía y de sus inversores. El “Insider trading” supone una manipulación de los mercados de capital. Es necesario que los directores y los ejecutivos clave revelen al directorio si tienen, directa o indirectamente, algún tipo de interés en la transacción que está realizando la compañía. Cuando el interés ha sido declarado, es buena práctica que esa persona no tome ninguna decisión que tenga que ver con esa transacción.

V-4 Principio 4: El rol de los Interesados en el Gobierno Corporativo

Los interesados (“stakeholders”) tienen derechos que les asigna la ley y otros que surgen de acuerdos privados. Se entiende por interesados a empleados acreedores, proveedores y clientes. Se incluyen también aquellos indirectamente afectados por el accionar de la compañía (por ejemplo, vía un impacto ambiental).

- 1) Cuando los interesados estén protegidos por la ley, deberán tener la oportunidad de obtener una efectiva reparación por la conculcación de sus derechos.
- 2) Deben permitirse mecanismos para encauzar la participación de los empleados.
- 3) Es importante que los interesados tengan acceso a información relevante, suficiente y confiable para poder cumplir con sus responsabilidades.
- 4) Los interesados deberán sentirse libres de comunicar al directorio sus preocupaciones acerca de prácticas ilegales o no éticas, y sus derechos no deberán quedar comprometidos por ello.
- 5) La estructura del gobierno corporativo debe ser complementada por un marco para insolvencias que sea efectivo y eficiente, y por una aplicación efectiva de los derechos de los acreedores.

V-5 Principio 5: Diseminación de información y Transparencia

El gobierno corporativo debe asegurar la oportuna y adecuada diseminación de información sobre la situación financiera, la performance, la propiedad y el gobierno de la compañía. Lo anterior es central para ejercer el derecho de propiedad de los accionistas con una base completa de información. La experiencia en países con mercados grandes y activos, muestra que la diseminación de información puede ser una herramienta poderosa para influenciar el comportamiento de las compañías y para la protección de los inversores. También puede ayudar a atraer capital y mantener la confianza en los mercados de capital. En contraste, prácticas no transparentes pueden contribuir al comportamiento poco ético y a una pérdida de mercado. La diseminación de información también ayuda a mejorar el entendimiento público de la estructura y las actividades de las empresas, sus políticas corporativas, las prácticas con respecto a estándares éticos y de medio ambiente y las relaciones con la comunidad en la que operan.

Para determinar cuánta información debe ser revelada como mínimo, varios países aplicaron el concepto de “sustancia”. La información “sustancial” (“Material information”), susceptible de ser difundida, puede ser definida como aquella cuya omisión o no-declaración puede influenciar decisiones económicas tomadas por sus usuarios. La diseminación debería incluir, los siguiente ítems:

- 1) Los resultados operativos y financieros de la compañía.

- 2) Información relacionada con la ética en los negocios y políticas referidas al medio ambiente de la firma.
- 3) La estructura de propiedad de la empresa, sus derechos y los de los otros propietarios.
- 4) Política de remuneración de los directores y ejecutivos claves, información acerca de los directores, sus capacidades, el proceso de selección, y si son considerados como independientes.
- 5) Es importante para el mercado conocer si la compañía está gestionada según los intereses de todos sus inversores, o existen intereses de individuos o de grupos. Los requerimientos de diseminación de información incluyen la naturaleza de la relación y el tipo y la cantidad de transacciones con partes interesadas.
- 6) Riesgos específicos del sector, o del área geográfica en donde la compañía opera, la dependencia en productos, riesgos de los mercados financieros, los relacionados con los derivados y las transacciones fuera de balance, y con las responsabilidades medioambientales.
- 7) Políticas de recursos humanos, programas de desarrollo y entrenamiento, tasa de retención de empleados y planes de propiedad accionaria para empleados.
- 8) Prácticas de toma de decisiones, estructuras de gobierno y políticas de la compañía, en especial la división de la autoridad entre accionistas, gerencia y el directorio y detalle de los procesos de implementación de decisiones.
- 9) La información debe estar preparada y diseminada según altos estándares de calidad contable. La calidad se espera mejore la capacidad de los inversores para monitorear la compañía, proveyendo un aumento en la fiabilidad del reporte, y mejorando la performance interna de la compañía.
- 10) Una auditoria anual efectuada por un auditor independiente, calificado y competente, es recomendable para asegurar una garantía externa y objetiva al directorio, y a los accionistas. Además de certificar que los estados contables representan efectivamente la posición financiera de la empresa, la auditoria debe incluir la opinión sobre cómo han sido preparadas y presentados los informes. Es una buena práctica que los auditores externos sean recomendados por un comité independiente del directorio.
- 11) Los canales de diseminación pueden ser tan importantes como los contenidos de información.

V-6 Principio 6: Responsabilidad del directorio

El directorio es responsable ante los accionistas quienes, según los “Principios” deberían ser capaces de ejercitar sus derechos de propiedad, incluyendo la designación y el despido de los miembros del directorio, y deberían ser tratados equitativamente por la compañía. La realidad usualmente es más compleja en compañías donde la gerencia es controlada por un accionista dominante. El directorio balancea los derechos de propiedad que tienen los accionistas, con la discreción concedida a los gerentes. Idealmente, el directorio, más allá de su estructura, se centraría en el largo plazo de las cuestiones, estrategias corporativas, y actividades que pueden implicar un cambio en la naturaleza y dirección de la compañía, más que en la toma diaria de decisiones de responsabilidades operativas, que compete a la gerencia. Al directorio compete la guía estratégica de la compañía, un efectivo monitoreo de la gerencia y la responsabilidad ética para rendir cuentas a la compañía y a los accionistas. Para que los directorios puedan efectivamente ocuparse de todas sus responsabilidades, los miembros deben poder tener un juicio independiente y objetivo.

El reciente e importante crecimiento en muchos países de las tenencias accionarias de inversores institucionales, ha conducido a la formación de una poderosa corriente de opinión a favor de su monitoreo de las compañías. De hecho, los inversores institucionales, continúan jugando un rol limitado en el gobierno corporativo como propietarios. En muchas instancias los inversores institucionales pueden encontrar que su inversión en compañías individuales no justifica los costos que acarrea el ejercicio activo de esos derechos. En otros casos, la misma regulación impone la pasividad de los inversores institucionales en el directorio.

El directorio cumple funciones clave como:

1) Fijar la estrategia corporativa, planes de acciones importantes, políticas de riesgo, presupuestos anuales y planes de negocios, establecer y monitorear los objetivos de desempeño, supervisando los gastos de capital más importantes, adquisiciones y ventas.

2) Monitorear la efectividad de las prácticas del gobierno corporativo y realizar modificaciones si fuera conveniente.

3) Seleccionar, monitorear y, cuando fuera necesario, reemplazar a ejecutivos clave, y supervisar el éxito del planeamiento. Asegurar un proceso de selección formal y transparente.

4) Supervisar el sistema de control interno relacionado con los estados financieros.

5) Asegurar la integridad de los estados financieros y contables de la compañía. Una forma es mediante un sistema de auditoría interna que reporte directamente al directorio.

6) Supervisar el proceso de diseminación de información y comunicación.

7) Tanto para prevenir conflictos de intereses y equilibrar las demandas de la corporación, como para ejercitar sus obligaciones al monitorear el desempeño de la gerencia, es esencial que el directorio pueda tener un juicio independiente y objetivo.

8) El directorio es responsable de monitorear a la gerencia y alcanzar un rendimiento adecuado para los accionistas, previniendo conflictos de intereses y conservando un equilibrio entre las demandas de la compañía.

9) Otra responsabilidad del directorio es supervisar los sistemas diseñados para asegurar que la corporación cumpla con las leyes e impuestos aplicables, sobre la competencia, el trabajo, el medio ambiente, la igualdad de oportunidades, la salud y la seguridad pública.

10) Los miembros del directorio deben actuar de buena fe y teniendo información suficiente, en el interés de la compañía y de los accionistas. El principio se centra en dos elementos del deber fiduciario de los directores: el deber de “cuidado”, que requiere que los miembros de directorio actúen teniendo una base de información completa, con la debida diligencia, y el deber de “lealtad”, que fomenta la implementación de otros principios.

11) Cuando el directorio pudiera afectar a diferentes grupos de accionistas de manera diferente, debería tratar a todos justamente. Al ejercer sus obligaciones el directorio no debe verse o actuar como representante de grupos particulares.

12) El directorio tiene un rol clave en la aplicación de los estándares de ética en la compañía, no sólo mediante sus propias acciones, sino supervisando a los ejecutivos clave y a la gerencia en general.

V-7 Una Revisión de los Principios (2004)

Respondiendo a la experiencia y los nuevos desafíos, los “Principios” han avanzado en cinco áreas. Estas son:

- 1) Inclusión de mecanismos regulatorios y de “implementación del cumplimiento” (“Enforcement”).
- 2) Mejorar las posibilidades de información para un ejercicio efectivo de los derechos de propiedad de los accionistas.
- 3) Aumentar la transparencia y la diseminación de la información, con atención especial a los conflictos de interés.
- 4) Asegurar la protección de los que informan sobre las malas acciones de la empresa.
- 5) Intensificar las responsabilidades del directorio.

Los “Principios” revisados son más específicos que los originales, destacando que los costos del voto pueden y deben ser reducidos, y haciendo notar los beneficios de la participación de los propietarios (OECD, 2004).

Se espera que los inversores refuercen su participación en cuestiones como la remuneración del directorio y los ejecutivos claves; que sean capaces de remover miembros del directorio, tanto como nominarlos y elegirlos. Los “Principios” revisados apelan a inversores institucionales para actuar con capacidad fiduciaria. En cuanto a los conflictos entre los accionistas que tienen el control de la compañía, y los minoritarios, los “Principios” revisados incluyen cuestiones como:

- 1) Refuerzo de la necesidad de diseminación de la información, particularmente con respecto a los conflictos de interés y transacciones con partes relacionadas.
- 2) El rol de varios proveedores de información corporativa que no están comprometidos con los conflictos de interés (entre ellos “soplones” o informantes).
- 3) Las funciones del auditor han sido reforzadas, también se le ha prestado más atención a su independencia, incluyendo pasos para manejar y minimizar los potenciales conflictos de interés
- 4) Una mayor atención a la protección de los derechos de los accionistas minoritarios.

Lo más importante de estos avances tiene que ver con la protección de los “informantes”, tanto como el rol de los empleados como interesados.

Los “Principios” que cubrían la estructura, la operación y las funciones del directorio han sido reforzados. Las responsabilidades han sido más claramente especificadas para cubrir con la ética corporativa, la conformidad con leyes y estándares, y los descuidos del control interno y los sistemas de reporte financiero.

VI Recomendaciones para fortalecer las políticas de buen gobierno y las buenas prácticas

Es el presente capítulo, se establecen recomendaciones y anotaciones sobre políticas y buenas prácticas para diseñadores de políticas y reguladores, y para el sector privado de acuerdo a OECD (2011), a lo largo de las siguientes cuestiones: (i) incentivar el involucramiento más activo por parte de los inversionistas institucionales (IIs), (ii) distinguiendo las empresas con mejor gobierno corporativo para propósitos de inversión, (iii) formalizando y divulgando las políticas de los IIs relacionadas con el gobierno corporativo de las empresas en las que invierten, (iv) ejerciendo los derechos de propiedad en compañías en cartera, (v) votando en las juntas generales de accionistas, (vi) incentivando la comunicación entre los IIs y las empresas en las que invierten, (vii) incentivando la comunicación entre distintos IIs, (viii) mejorando el funcionamiento de los directorios, (ix) fortaleciendo la responsabilidad de la gerencia, (x) abordando los temas internos del gobierno corporativo de los IIs, y (xi) enajenando la inversión.

VI-1 Políticas y buenas prácticas para incentivar un involucramiento más activo de los inversionistas institucionales (IIs) en promocionar un mejor gobierno corporativo.

Los inversionistas institucionales podrían contribuir más eficaz y eficientemente a mejoras en el gobierno corporativo en América Latina a través de acciones a múltiples niveles: (i) por gobiernos, legisladores y agencias regulatorias (y en algunos casos, a través de requisitos de cotización en bolsas) a nivel de políticas; (ii) por asociaciones y otras organizaciones colectivas de IIs a nivel de la auto-regulación; (iii) por IIs individuales a nivel de sus prácticas reales, y (iv) por compañías que incentivan y permiten que sus inversionistas, entre ellos los IIs, actúen como propietarios responsables.

Las recomendaciones que siguen tratan específicamente de cómo los IIs pueden mejor y más activamente promover prácticas de gobierno corporativo en las empresas en las que invierten para crear valor para los accionistas. Sin embargo, algunas de las acciones recomendadas son posibles y costo efectivas en su implementación solo si el marco legal, regulatorio y de políticas adecuado ha sido establecido. Esto requiere la atención de diseñadores de políticas para introducir medidas destinadas a crear las condiciones e incentivos apropiados para los IIs.

De acuerdo a OECD (2011), cada país debe determinar que tipo de intervención a nivel de políticas le hace más sentido desde su propia perspectiva, ya sea a través de leyes, regulaciones del mercado de valores o acciones de agencias regulatorias para distintas categorías de IIs, o iniciativas auto-regulatorias. El involucramiento legal y regulatorio debería no solo imponer requisitos adicionales sobre los IIs para que ejerzan sus derechos de propiedad, sino también habilitar e incentivar a los IIs para hacerlo en forma eficiente. Al hacerlo, los reguladores deberían considerar los costos y beneficios relacionados con establecer estándares más altos, deberían buscar minimizar los costos de implementación para que los beneficios a lograrse a través de la adopción de tales estándares sean mayores que los costos. Existe un debate activo en los mercados emergentes sobre este tema, y algunas de las experiencias de mercado más exitosas sugieren que estándares más altos pueden atraer mayor inversión, así aumentando los incentivos para que las empresas coticen. Sin embargo, si los nuevos requisitos y estándares llegasen a ser muy costosos de implementar, sin que haya una percepción de obtención de los beneficios correspondientes, los IIs y las empresas en las que invierten podrían verse desalentadas a mejorar su gobierno corporativo.

Cada país de la región Latinoamericana necesita definir para si mismo que papel debería jugar el marco de políticas para contribuir a mejoras en el gobierno corporativo de sus empresas y mercados en general. El marco de políticas debería tomar en cuenta factores tales como: cuan avanzado es el marco legal y regulatorio en el país, cuan estrictas son las prácticas de fiscalización, la existencia y la participación de mercado de los IIs en la economía, y el nivel de desarrollo de los gobiernos corporativos y los mercados de capitales. Un marco legal y regulatorio que se caracteriza por mejores prácticas de fiscalización, la existencia de una industria de IIs relativamente grande y establecida, y un mercado activo en general en el país dado, probablemente llevará a los diseñadores de políticas a enfocarse como mínimo, en eliminar cualquier barrera existente para entonces permitir que los IIs jueguen su papel apropiado. Aquellos países que tienen un marco menos desarrollado para las actividades de los IIs pueden alentar a los diseñadores de políticas a enfocar sus esfuerzos en no solamente eliminar las barreras sino también en considerar incentivos relevantes para estimular a los IIs a tomar los primeros pasos hacia un activismo en gobierno corporativo, o incluso maniar ciertas acciones por parte de los IIs para ejercer sus derechos en forma responsable. Los incentivos pueden materializarse en las siguiente formas: ofrecer incentivos tributarios para inversiones de mayor plazo hechas por IIs que toman un enfoque activo de propiedad; permitir que los IIs inviertan una mayor proporción de sus activos en empresas con mejor gobierno corporativo; desarrollar legislación/regulación facilitadora para permitir que los IIs y todos los demas accionistas accedan a la información necesaria de las empresas en las que potencialmente podrían invertir, o apoyar iniciativas para promover el debate y educar a todas las partes interesadas en el papel de los IIs.

VI-2 Distinguiendo las empresas con mejor gobierno corporativo para propositos de inversión

Consistente con las recomendaciones del White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina, los legisladores y las agencias regulatorias en la región debieran tomar medidas para crear condiciones razonables para que los IIs incluyan, en forma razonable, el análisis de gobierno corporativo en sus procesos de evaluación de inversiones.

Se incorporaron las recomendaciones del White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina en cuanto a las soluciones específicas que los reguladores de cada país podrían idear para incentivar a los IIs, cuyas carteras estan sujetas a limitaciones regulatorias, a distinguir empresas con mejor gobierno corporativo para la inversión, por ejemplo, restringiendo la inversión en empresas que no cumplen con los estándares mínimos de gobierno corporativo, o permitiendo inversiones proporcionalmente mayores en empresas que cumplen con ciertas condiciones mas exigentes de gobierno corporativo y divulgación de información.

En Brasil, el marco regulatorio facilita el reconocimiento de mejor gobierno corporativo por parte de los IIs particularmente a través de los segmentos especiales de gobierno corporativo de los Niveles 1 y 2 del BM&F Bovespa y de Novo Mercado, los cuales ofrecen el medio para que las empresas se comprometan a estándares de gobierno corporativo mas altos que aquellos requeridos por la ley.

En Perú, la Resolución 680 de la SBS, requiere que las administradoras de fondos de pensiones inviertan en aquellas empresas y fondos que siguen buenos principios de gobierno corporativo y encarga que los fondos de pensiones promuevan buenas prácticas de gobierno corporativo y de inversión en las empresas en las que invierten. Además, las empresas que reúnen los requisitos para recibir inversión de los fondos de pensiones son aprobadas por el regulador en base al tamaño y la liquidez de la empresa. El regulador de Perú, podría tomar medidas para introducir

parámetros objetivos de gobierno corporativo adicionales para la elegibilidad, los cuales podrían potencialmente ampliar el conjunto de empresas invertibles.

Manteniendo todo lo demás constante, los IIs debieran identificar y asignar una proporción más grande de sus carteras a empresas con mejor gobierno corporativo para salvaguardar sus inversiones e incentivar un mejor gobierno corporativo en empresas en las que potencialmente podrían invertir, ya que un mejor gobierno corporativo crea valor para todos los accionistas en el largo plazo. Para hacerlo, los IIs deberían integrar una evaluación de los riesgos y oportunidades de gobierno corporativo a su proceso global de “due diligence” y al análisis de clientes potenciales.

Tal análisis, mientras útil para identificar mejores alternativas de inversión y para hacer inversiones menos riesgosas y probablemente más rentables, no siempre se justifica en términos económicos para cada II y para cada inversión. Para algunos IIs, este enfoque es una parte clave de su estrategia y filosofía de inversión. Para otros, este análisis puede jugar un rol más pequeño. En todos los casos, los inversionistas debieran estudiar el rango completo de factores que impactan el éxito potencial de sus inversiones. Sin embargo, como regla general, la atención que se da al gobierno corporativo antes de hacer la inversión mejora las posibilidades de que la inversión sea exitosa y que los IIs estén preparados para abordar cualquier tipo de requerimientos y oportunidades de gobierno corporativo que pudieran aparecer durante la vida de la inversión.

La capacidad de los IIs para analizar los riesgos y las oportunidades que se asocian con el gobierno corporativo como parte de sus criterios de inversión en muchos casos se ve limitada por un marco legal y regulatorio restrictivo, la baja liquidez de los valores de las empresas en las que potencialmente podrían invertir, y la capacidad que tienen los IIs para eficientemente llevar a cabo un análisis tal. En algunos países, códigos y cuestionarios voluntarios de gobierno corporativo, que siguen el formato de “cumplir o explicar”, representan un intento de incrementar la información sobre gobierno corporativo disponible en el mercado, pero estos esfuerzos no necesariamente ofrecen una base suficiente para que los IIs evalúen las prácticas de gobierno corporativo en las empresas en las que invierten. Los reguladores deberían buscar eliminar límites innecesarios en las alternativas de inversión, para permitir que los IIs premien las empresas con mejor gobierno corporativo dentro de los límites de una regulación prudente para los IIs.

En países donde los fondos de pensiones son relativamente pequeños, fragmentados, y donde representan una participación de mercado relativamente pequeña comparado con otros IIs, se debería combinar un relajamiento de las restricciones con medidas destinadas a fortalecer la regulación prudente de alternativas de inversión y educación para mejorar la capacidad de los fondos de pensiones para analizar los riesgos y oportunidades de gobierno corporativo y, en forma más general, sus decisiones comerciales.

VI-3 Formalizando y divulgando las políticas de los inversionistas institucionales en relación al gobierno corporativo de las empresas en las que invierten.

Consistente con los principios de gobierno corporativo, los IIs deberían claramente formular sus políticas concernientes al gobierno corporativo, incluyendo las políticas y procedimientos establecidos para tomar en consideración el gobierno corporativo de las empresas en las que invierten. Tales políticas, y el cumplimiento de ellas por parte de los IIs, se deberían comunicar al mercado y a clientes potenciales para asegurar la transparencia de las actividades de los inversionistas.

La transparencia de la consideración que hace un II de los temas de gobierno corporativo se podría apoyar a través del desarrollo y la aprobación de un código o directrices de gobierno

corporativo, que definirían el punto de vista y las expectativas específicas del inversionista sobre el gobierno de sus clientes potenciales. El cumplir con estos estándares podría también ser el requisito necesario para que la empresa sea elegible de recibir una inversión del inversionista institucional. Además, tales códigos son un “benchmark” general útil para aquellas empresas que quisieran mejorar sus prácticas de gobierno corporativo. La coordinación entre inversionistas institucionales para avalar un código común podría ser útil para enviar una señal más fuerte sobre prácticas de gobierno corporativo deseables que el mercado premiaría.

En OECD (2011) plantean que el marco de las políticas debiera buscar proteger a los inversionistas institucionales de influencia política indebida con respecto a sus decisiones de inversión, sobre todo cuando los IIs tienen políticas formales sobre el gobierno corporativo de sus clientes potenciales. Tales medidas podrían incluir, por ejemplo, restricciones que impidan que funcionarios gubernamentales sean miembros de los directorios de los fondos de pensiones. Esto permitirá a los IIs aplicar y no comprometer sus propias políticas en sus operaciones regulares.

Algunos países de la región tienen códigos nacionales de gobierno corporativo que son reconocidos legalmente como un “benchmark” de divulgación, y han dictaminado que los IIs, en sus procesos de inversión, consideren hasta qué punto las empresas siguen estas prácticas. Tal es el caso para los fondos de pensiones en Colombia y Perú. Sin embargo, Perú no requiere que los IIs revelen sus políticas de gobierno corporativo para las empresas en las que invierten. El regulador debería asegurarse que los inversionistas revelen cómo aplican sus criterios de gobierno corporativo para poder monitorear adecuadamente su cumplimiento.

Varios fondos de pensiones en Brasil, Chile y Perú han emitido códigos/ lineamientos de gobierno corporativo no relacionados con códigos voluntarios nacionales que incluyen un subconjunto de “benchmarks” y principios a los cuales los fondos de pensiones pueden acudir para determinar sus decisiones de inversión y sus políticas de votación en juntas de accionistas.

En Chile, una de las administradoras de fondos de pensiones más grandes, Cuprum, en 2006 emitió un manual de gobierno corporativo destinado a guiar sus decisiones de inversión y votación. Este manual cubre temas como la composición del directorio, el rol del presidente, la elección de los directores, la rotación de los directores, conflictos de interés, el papel de los comités del directorio, la divulgación de información, la compensación para los ejecutivos, la protección de los accionistas en caso de fusiones y adquisiciones, y la responsabilidad social empresarial. Este manual de gobierno corporativo fue particularmente importante en el contexto chileno porque en Chile un código voluntario de gobierno no fue emitido hasta fines de 2007, por el Centro de Gobierno Corporativo de Chile, entidad patrocinada por el sector empresarial. En Brasil, tres de los fondos de pensiones más grandes Previ, Petros y Funcef, han emitido declaraciones de gobierno corporativo que ofrecen una orientación para las empresas en las que invierten. La asociación de fondos de pensiones de Perú, a la vez, ha desarrollado un manual de gobierno corporativo que sirve como referencia para sus miembros y como orientación para los directores.

Los inversionistas institucionales debieran asegurarse que sus políticas de inversión, votación y otras relacionadas con ejercer en forma responsable sus derechos de propiedad estén siendo evaluadas y mejoradas donde sea necesario, apropiadamente y regularmente. Los resultados de tal evaluación y las posibles modificaciones en sus políticas relevantes debieran ser informados a sus clientes actuales y potenciales, como así también a los beneficiarios de los IIs.

VI-4 Ejerciendo los derechos de propiedad en las compañías en cartera

Consistente con los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, el marco legal y regulatorio en América Latina debería asegurar que se facilite el ejercicio efectivo de los derechos de propiedad por parte de los inversionistas institucionales.

Los IIs deberían ejercer responsablemente sus derechos de propiedad cuando invierten con una perspectiva de largo plazo. Tales derechos de propiedad se pueden manifestar en múltiples niveles – actuando como un accionista responsable, contribuyendo a una mejora en el funcionamiento del Directorio, fortaleciendo la responsabilidad de la administración principal, promoviendo la transparencia y divulgación de información, y alentando al mercado en general a premiar las empresas con mejor gobierno corporativo y sancionar aquellas que son mal gobernadas.

VI-5 Votando en las Juntas Generales de Accionistas

La capacidad que tienen los IIs para asistir a las Juntas Generales de Accionistas (JGA) y votar depende de si el marco legal ofrece a los inversionistas la oportunidad de recibir notificación, agenda y otra información relevante acerca de la Junta con suficiente antelación como para poder tomar decisiones informadas sobre cómo votar. Consistente con las recomendaciones del White Paper sobre gobierno corporativo en América Latina, se debería eliminar cualquier restricción no necesaria que desincentiva o impide que los accionistas voten. Específicamente, la legislación debería estipular reglamentos para que IIs nacionales y extranjeros puedan asistir a la JGA y votar a través de un delegado o comunicación electrónica (Internet). Eliminar tales barreras es especialmente importante en un contexto de aumento en la votación a través de las fronteras.

Requisitos para la legalización ante notario de los votos delegados, aún cuando sea un aspecto importante para asegurar que la delegación de poderes de voto es válida, de todas maneras genera obstáculos que impiden que los inversionistas extranjeros participen y voten en las JGA. La situación se complica más aún por el hecho de que en la práctica la votación muchas veces se lleva a cabo por custodios y otros intermediarios quienes no siempre confirman con el II relevante que el voto delegado esté realmente sucediendo. Por lo tanto, los IIs deberían fortalecer su supervisión de cómo la votación en su representación está siendo ejercida en cada compañía en cartera.

Con las condiciones necesarias presentes, los IIs deberían participar activamente en las JGA Ordinarias y Extraordinarias y votar sus acciones cuando hacerlo se justifica económicamente. El grado en que algunos IIs ejercerán sus derechos de voto y otros muchas veces dependerá de su estrategia de inversión, que puede estar enfocada en un enfoque activista o comprometido a las compañías en cartera. Los inversionistas de los IIs, los beneficiarios, entonces, pueden esperar y estar dispuestos a pagar a los IIs por su enfoque más activo y hacerlos responsables.

En la práctica, los IIs en algunos países de la región ya siguen esta recomendación, ya sea como parte de su propia política, o mandatados por ley. En Perú, los representantes de los fondos de pensiones (AFP) deben dar a conocer sus puntos de vista sobre temas que se discuten en las JGA, emitir sus votos y verificar que su votación quede reflejada en las actas. Deben informar a las respectivas AFP los resultados de su labor.

Chile también ha tomado un paso para maniar el ejercicio responsable de los derechos de votación al requerir que los fondos de pensiones que son dueños de más del 1% de las acciones de la empresa en la que se invierte, emitan un voto sobre todos los asuntos en las JGA. Los reguladores en otros países de la región podrían estudiar la posibilidad de replicar esta experiencia.

Buscando remover los obstáculos no necesarios para una votación efectiva en las JGA, Perú enmendó su Ley General de sociedades en junio de 2008 para introducir el voto electrónico.

Esta modificación pretende facilitar la participación de accionistas minoritarios en sociedades abiertas, pero también se aplica a todos los demás tipos de compañías. Este mecanismo, sin embargo, requiere una regulación adicional, ya que no hay estipulaciones sobre la forma de las propuestas de agenda, el contenido de las citaciones a junta, la emisión de nuevas propuestas de agenda, etc.

El regulador de Brasil también ha tomado pasos para facilitar y hacer más eficientes los procedimientos para obtener la autorización para la votación por delegación y para monitorear las juntas de accionistas por Internet. En diciembre de 2009, la CVM emitió una instrucción que apuntó a apoyar mayor participación de los accionistas al permitir la adopción de sistemas electrónicos de votación para participar en las juntas generales. Otras jurisdicciones deberían revisar sus procedimientos para determinar si también pueden avanzar hacia una reducción en los obstáculos que afectan la votación y la participación del accionista.

Al mismo tiempo, los reguladores pueden dictaminar o incentivar a las empresas, o al menos a aquellas que cotizan sus valores en mercados de capital organizados, para ofrecerles mejor información a todos los accionistas, incluyendo los IIs, sobre los procedimientos y fechas límite relevantes para la organización de las JGA y mecanismos para incluir las propuestas de los accionistas en la agenda. Este es uno de los objetivos que el regulador de Brasil, CVM, busca lograr a través de su reciente Regulación 480, emitida en 2010, que entra a un conjunto consolidado de nuevas reglas que son aplicables a las empresas abiertas a bolsa para el registro, terminación del registro, y divulgación de información.

Consistente con los Principio de Gobierno Corporativo de la OCDE y las recomendaciones del White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina, los IIs deberían desarrollar y revelar públicamente sus políticas y procedimientos del uso de sus derechos de votación¹⁶. El propósito es asegurar la transparencia de sus prácticas de votación y fortalecer la responsabilidad de los IIs hacia sus beneficiarios. La ICGN ofrece una orientación útil en su recomendación que los IIs entreguen un resumen anual de sus registros de votación, junto con un registro completo de votación en casos importantes. Los registros de votación deberían incluir una referencia al número o a la proporción de votos emitidos a favor o en contra de las recomendaciones de la administración de la empresa. En casos en los que los IIs no han votado o no pudieron ejercer sus votos, deberían revelar las razones para ello.

Independiente de la tesis de inversión de los IIs, hay un nivel creciente de expectativa de que los IIs, quienes muchas veces son los accionistas minoritarios más sofisticados y organizados de las compañías, ejerzan responsablemente su derecho para beneficio de todos los accionistas y lideren por medio del ejemplo. Al mismo tiempo, esto conllevará a mejores resultados para los beneficiarios de los IIs dado que el mejor gobierno corporativo probablemente lleva a mayor éxito de largo plazo. Esta expectativa es particularmente cierta con respecto a aquellos tipos de inversionistas que también tienen un rol social, e.g. los fondos de pensiones.

La provisión de incentivos relevantes para que los IIs adhieran a esta recomendación se puede basar en la intervención legal/regulatorio, o en medidas de auto-regulación. Cada país debería considerar los pros y contras de estos dos enfoques y hacer una elección de política.

Mientras Perú requiere que los fondos de pensiones revelen sus políticas de votación, y Chile requiere que sus fondos de pensiones voten, la mayor parte de los países latinoamericanos no requieren legalmente tales medidas. Hay un tercer grupo de países que ha adoptado la auto-regulación. Específicamente, las directrices/lineamientos desarrollados por asociaciones de IIs,

¹⁶ Esta recomendación también se realice en el informe de 2010 de la OCDE, Gobierno Corporativo y la Crisis Financiera: Conclusiones y Buenas Prácticas Emergentes para Mejorar la Implementación de los Principios

incentivan a sus miembros o a la industria en general a informar voluntariamente sus políticas y prácticas de votación.

En Brasil, el regulador requiere que los IIs le informen sobre sus prácticas de votación. El regulador del mercado de valores ha emitido la Instrucción 409 según la cual si un fondo mutuo tiene una política activa de votación, esta obligado a informar al regulador como ejerce los derechos de votación relacionados a sus intereses en empresas en las que invierte. Esta información incluye un resumen de los votos emitidos durante el año fiscal por el administrador del fondo o por sus representantes en las JGA de las empresas en las que invierten y una justificación breve de los votos emitidos, o una explicación de las razones para una abstención o por la no presencia en la Junta.

Donde sea permitido por los marcos legales, los IIs deberían también, ejercer sus otros derechos relacionados con la votación, tales como elegir directores, donde se permita legalmente proponer ítems para incluirse en la agenda de la JGA, y exigir o convocar una JGA Extraordinaria para discutir asuntos urgentes como aquellos que se relacionan con la reestructuración de las empresas, los cambios de control, y derechos asociados con distintas clases de acciones. Otro tema importante al que los IIs deberían prestar atención son las prácticas de compensación de los ejecutivos, para las cuales los IIs deberán buscar asegurar que tal compensación se vincule con el desempeño del ejecutivo y que sus incentivos se alineen con aquellos de los accionistas

VI-6 Incentivando la comunicación entre los IIs y las empresas en las que invierten

Se debería incentivar la comunicación entre los IIs y las compañías en sus carteras. Este enfoque complementario debería ser facilitado también por parte de las empresas en las que invierten los IIs, ya que es del interés tanto de los IIs como de las empresas en las que invierten tener claridad sobre sus posiciones con respecto a temas importantes. Adicionalmente, la calidad de la información comunicada es tan importante como el tener un diálogo permanente entre las empresas e inversionistas.

En OECD (2011) plantean que los IIs deberían tomar pasos para efectivamente relacionarse con las empresas en las que invierten en temas de importancia para inversionistas relacionados con las prácticas de gobierno corporativo de la sociedad. Esta relación podría, con el tiempo, formalizarse para que haya una expectativa mutua que ciertos ítems estén en el centro de atención de todas las partes relevantes y creará cierto grado de disciplina para inversionistas y también para las sociedades.

Los reguladores deberían asegurar que haya reglamentos apropiados establecidos para proteger el principio de acceso igualitario a la información, y que los IIs, quienes debido a su tamaño e intervención más activa puedan tener mayores oportunidades para acceder a información de las sociedades, no estén recibiendo información material no-pública de manera inapropiada, antes que otros accionistas. En la práctica, la interacción entre los IIs y las empresas en las que invierten puede tomar la forma de inversionistas comunicándoles a las empresas sus preocupaciones en relación al gobierno corporativo, en vez de una conversación sobre los resultados operacionales de la empresa u otra información material.

Los IIs también pueden influir eficazmente en el gobierno corporativo a través de un diálogo activo con los directorios de las empresas en las que invierten. Tal diálogo debería ser establecido, como mínimo, con el Presidente del Directorio o con el director de más alto nivel que sea independiente o no-ejecutivo cuando el asiento de Presidente del Directorio está tomado por el director Ejecutivo o por el accionista controlador. El diálogo debería buscar asegurar que el Directorio completo actúe tomando en cuenta los mejores intereses de la empresa y todos sus

accionistas, y que políticas y procedimientos apropiados de buen gobierno corporativo estén vigentes para las operaciones del Directorio.

Cuando tal comunicación no es posible o efectiva, los IIs podrían recurrir a comunicaciones públicas, para dar a conocer su posición sobre temas sujetos a la toma de decisiones por parte de los accionistas. Esto ayuda especialmente cuando los IIs buscan ejercer presión sobre la administración y/o los accionistas controladores de las empresas en las que invierten para que actúen con los mejores intereses de la empresa y todos sus accionistas en mente.

VI-7 Incentivando la comunicación entre distintos IIs

Consistente con los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, el marco legal y regulatorio debería permitir e incluso incentivar la comunicación entre IIs que invierten en la misma sociedad, porque puede que colectivamente influyan de mejor forma el gobierno corporativo de manera de asegurar la protección de todos los derechos de los accionistas minoritarios. Esta comunicación podría cubrir tales aspectos como la cooperación y coordinación de acciones en el momento de nombrar y elegir directores, proponer ítems de la agenda, y llevar a cabo conversaciones con la empresa en la que se invierte para mejorar su gobierno corporativo.

Si bien se les debe permitir a los accionistas comunicarse entre sí en relación a aquellos temas mencionados arriba, de todas maneras hay restricciones que son necesarias para evitar la manipulación del mercado, sobre todo la actuación concertada para lograr cambios en el control corporativo. Para tales casos, se requieren reglamentos claros para la solicitud de delegados, pero no deberían ser tan restrictivos como para impedir que los accionistas se comuniquen entre sí en otras circunstancias sobre el ejercicio de sus derechos básicos.

Al parecer, el regulador de Brasil se está moviendo en la dirección correcta ya que recientemente abordó el tema para permitir los foros de Internet o blogs, en los que los accionistas pueden subir sus comentarios sobre la agenda de la JGA. Estos blogs pueden incluso permanecer abiertos durante las Juntas, con la supervisión de la administración de la empresa. El propósito de estos blogs es de permitir que los accionistas discutan entre sí los temas que aparecen en la agenda, y se organicen para votar por cualquier tema, como la selección de los representantes de los accionistas minoritarios en el Directorio y el Consejo Fiscal.

Los IIs deberían buscar coordinar sus actividades para asegurar la protección de los derechos básicos de los accionistas no sólo dentro del contexto de una empresa específica sino también a un nivel más general de mercado. Estando coordinados y colectivamente estableciendo buenas prácticas y expresando preocupación sobre ciertas acciones o la falta de acción de sus clientes o del mercado en general será beneficioso tanto para los IIs como para las empresas.

Las acciones coordinadas tomadas por los fondos de pensiones de Perú y Chile al elegir miembros de directorios son un ejemplo de tales acciones. En Brasil, la coordinación se enfoca en asegurar que se respeten más generalmente los derechos de los accionistas minoritarios. Los IIs monitorean las transacciones materiales que involucran a las empresas en las que invierten o potencialmente podrían invertir y solicitan información de los directorios y los departamentos de relaciones con inversionistas de tales empresas involucradas en reestructuraciones corporativas cuando se cree que representan un riesgo para los derechos de los accionistas minoritarios.

Los IIs deberían no sólo tomar medidas para que las empresas con buen gobierno corporativo reciban el reconocimiento que se traduce en más inversión o inversión de mayor plazo, sino también considerar la posibilidad de sancionar las empresas mal gobernadas a través del desarrollo de “focus groups” en los que tales prácticas negativas sean informadas al mercado. Esto se puede hacer aumentando el nivel de conocimiento acerca de aquellas empresas en las que los

propietarios controladores y/o la administración no actúan considerando los mejores intereses de la empresa y sus accionistas (OECD, 2011). Los IIs podrían cooperar para compartir información acerca de tales empresas, o podrían establecer procedimientos internos que permitan que todo el personal responsable de las decisiones de inversión esté consciente de las empresas con mal gobierno corporativo.

VI-8 Mejorando el funcionamiento de los Directorios

Consistente con las recomendaciones del white Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina, el marco legal y regulatorio debería proporcionar mecanismos para permitir que los inversionistas institucionales efectivamente influyeran la composición de los Directorios de las empresas en las que invierten.

Los inversionistas institucionales deberían contribuir al mejoramiento del funcionamiento del directorio de las empresas en las que invierten donde sea posible y costo efectivo para los IIs. La forma más efectiva para hacerlo es influenciar la composición de los Directorios. Esto es particularmente importante en América Latina debido a la alta concentración de propiedad, que permite que el accionista controlador nombre a todos o la mayoría de los directores. Los IIs deberían procurar que los Directorios de las empresas en las que invierten tengan una cantidad suficiente de directores no-ejecutivos e independientes. Específicamente, los IIs deberían votar para la elección de tales directores no-ejecutivos e independientes, y en casos en que se permita por ley, deberían proponer sus propios candidatos, los que cumplan con los criterios de directores independientes y no-ejecutivos.

Las empresas en las que invierten los IIs deberían hacer todo lo posible para ayudar a éstos a identificar las necesidades a nivel de Directorio para permitir que los inversionistas nominen/voten por candidatos que no sólo cumplan con los requisitos de independencia, sino también posean la experiencia y las habilidades profesionales necesarias. Es posible que los países quieran seguir la iniciativa reciente de Brasil de emitir la nueva regulación 480, que requiere que desde 2010, las empresas cotizadas proporcionen descripciones de las reglas, prácticas y políticas relacionadas con el funcionamiento del Directorio, y revelen información personal sobre los miembros actuales del directorio y de los comités, como el nombre, la profesión, el tiempo que llevan en el cargo e información sobre algún seguro de responsabilidad legal para Directores y Ejecutivos, si lo hubiere.

El regulador puede requerir que ciertos tipos de IIs, e.g. los fondos de pensiones públicos, nominen activamente a directores independientes como se podrían definir por jurisdicción local. En este caso, para lograr el impacto deseado, son importantes los mecanismos efectivos para asegurar que los IIs de hecho nominen y voten por tales directores y para supervisar las actividades de estos directores.

En Argentina, luego de establecer el sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones en 2009, el gobierno nacional decidió jugar un rol más activo al nominar miembros del directorio en compañías en cartera, a diferencia de lo que fueran las administradoras de fondos de pensiones, antes de la reforma. Sin embargo, todavía hay ambigüedad en el marco legal con respecto a si la limitación que indicaba que las administradoras privadas de fondos de pensiones no podían ejercer más del 5 por ciento de los derechos de votación en las empresas en las que invertían, sin importar el tamaño real de su propiedad en estas sociedades, también se aplica al gobierno como accionista o no. Si aplicara, esto impediría a la Administración Nacional de Seguridad Social de tener los votos suficientes para elegir sus miembros del directorio, y estaría en contradicción con

otra ley que provee el llamado “voto acumulativo”, un mecanismo legal que pretende asegurar que los accionistas minoritarios tengan una representación de un tercio de los directores del directorio. Otro tema que tiene implicancias importantes para el éxito de la reforma es el abordar potenciales conflictos de interés. Si bien el gobierno no tendrá intereses mayoritarios en ninguna empresa en la que invierte, de todas maneras tendrá el derecho, y tal vez también la obligación, de ejercer sus derechos de accionista (para votar, para cuestionar decisiones, y para acceder a toda la información financiera) y, al mismo tiempo, tener poderes regulatorios. Como se destaca en los Lineamientos para el Gobierno Corporativo de Empresas estatales de la OCDE, un tema clave para abordar cuando el Estado pasa a ser propietario activo de empresas, es la necesidad de asegurar que el papel del gobierno como dueño se separe claramente de su función como regulador, para asegurar un campo de juego nivelado para todas las empresas.

Los fondos de pensiones de Brasil y Chile juegan un rol activo en elegir miembros de directorios, y los fondos de pensiones de Perú muchas veces juegan un rol más informal en consulta con los accionistas controladores y sociedades en las que invierten, para identificar candidatos independientes adecuados para la elección del directorio. Además, Previ, unos de los fondos de pensiones más grandes de Brasil, también organiza reuniones anuales con todos los directores que ha nominado para educarlos a jugar un rol activo e informado con respecto a temas de gobierno corporativo.

Los IIs chilenos, especialmente las administradoras de fondos de pensiones, tienen de forma colectiva suficiente participación accionaria como para poder elegir directores en la mayor parte de las empresas cotizadas chilenas en las que invierten. Una vez elegidos, estos directores deben representar la compañía en forma independiente, en otras palabras, deben actuar tomando en cuenta los intereses de todos los accionistas y de la empresa, en vez de representar a la administradora de fondos de pensiones y otros accionistas que los eligieron. La ley además requiere que los directores independientes formen parte del Comité de Directores, que está a cargo de supervisar transacciones de partes relacionadas, seleccionar auditores, agencias de clasificación y planes de compensación de los ejecutivos, entre otras cosas. Legislación reciente chilena fortalece aún más este marco al proporcionar nuevos criterios concernientes con relaciones económicas y familiares, como para determinar los directores independientes elegibles por los cuales los accionistas podrían votar.

En Perú, se les prohíbe a los representantes de los fondos de pensiones votar por candidatos que sean accionistas, directores, administradores, o trabajadores en una AFP. Esto se ha traducido en la promoción del buen gobierno corporativo en las sociedades en las que invierten a través del nombramiento de directores no-ejecutivos e independientes. Estos directores, a su vez, han jugado un rol en la modernización de los directorios con la introducción de comités de directorio como es el comité de auditoría. Varias sociedades en las que las administradoras de fondos de pensiones han invertido han pasado de tener reuniones de directorio tres veces al año a tenerlas una vez al mes. El manual para directores de la asociación de fondos de pensiones de Perú también da una orientación sobre sus expectativas de gobierno corporativo. La calidad de la información proporcionada a los directores también ha mejorado.

Otros países de la región se podrían beneficiar al emular el enfoque de Perú. Además, la IBGC de Brasil ha lanzado un programa de certificación para asegurar, entre otras cosas, que los directores nombrados por los IIs tendrán las habilidades, la educación, y la experiencia necesarias para ser miembro de los Directorios de las empresas en las que invierten.

Aún cuando no haya un requerimiento legal o regulatorio, los IIs deberían activamente buscar promover el involucramiento de directores independientes al identificar tales candidatos para director y sensibilizarlos acerca de los temas que atañen a un buen gobierno corporativo. Los

IIs podrían encontrar útil en algunos casos involucrar a empresas de búsqueda de ejecutivos profesionales para ayudarles en su búsqueda por candidatos.

El involucramiento de los IIs a nivel de Directorio se podría expresar también al apoyar activamente el establecimiento y funcionamiento de comités relevantes del Directorio, y al incentivar que los miembros de estos comités sean directores no-ejecutivos e independientes que tengan las habilidades especiales que se requieran. Tales comités de Directorio como un Comité de Auditoría o un Comité de Nombramientos y Gobierno corporativo podrían jugar un rol significativo en mejorar la toma de decisiones del Directorio y en contribuir a la creación de valor para todos los accionistas.

En Chile, iniciativas importantes relacionadas con el Directorio han sido apoyadas por algunas de las administradoras de fondos de pensiones más grandes. Tales iniciativas incluyen la rotación de directores luego de seis años de su designación, como para preservar su independencia, y la búsqueda de candidatos para el directorio por una entidad profesional de búsqueda de ejecutivos, y la evaluación del desempeño de los directores.

VI-9 Fortaleciendo la responsabilidad de la gerencia

Los inversionistas institucionales deberían buscar fortalecer la responsabilidad de la administración principal de las empresas en las que invierten para que se desempeñe en línea con la estrategia de negocios de la sociedad y para que se preserve e incremente el valor de los accionistas (OECD, 2011).

Comúnmente, esto se hará persuadiendo y equipando el Directorio para que mejore su supervisión de la administración, y para que monitoree el progreso hacia estos indicadores. También es importante asegurar que los intereses de la administración se alineen con los intereses de la sociedad y de sus accionistas en el largo plazo, a través de la compensación en base a incentivos, entre otras cosas. Los IIs podrían adicionalmente pedir que el Directorio, con cierta periodicidad, mantenga informados a los inversionistas sobre cómo el desempeño de la administración está siendo supervisado y qué acciones correctivas el Directorio ha adoptado.

El monitoreo del desempeño de la administración permitirá a los IIs identificar cualquier problema potencial tempranamente, y tomar las medidas para abordarlos. Los IIs que están preocupados con temas particulares de gobierno corporativo deberían solicitar que la administración principal de la sociedad proporcione información adicional sobre aquellos temas. Además, los IIs podrían llevar a cabo reuniones por separado con la administración de empresas en las que invierten para discutir cualquier tema relacionado con el desempeño de la sociedad.

El involucramiento cercano de algunos IIs en el Directorio y en los niveles de la administración principal se debería balancear con la visión de salvaguardar contra el uso indebido de información privilegiada. El regulador debería asegurar que haya reglas establecidas que requieran la entrega de información material al mercado global en forma oportuna, y asegurar que las reglas apropiadas contra la compra y venta de acciones por personas que tienen acceso a información privilegiada estén establecidas y que se hagan cumplir. Los IIs deberían tomar pasos para no actuar sobre la base de tal información antes de que sea informada al mercado, mientras la sociedad debería también tomar pasos para proporcionar esa misma información al mercado tan pronto como sea posible.

VI-10 Abordando los temas internos de gobierno corporativo de los inversionistas institucionales

Consistente con las recomendaciones del White Paper sobre Gobierno corporativo en América Latina, el marco legal y regulatorio debería establecer un régimen que proporciona estándares avanzados de gobierno corporativo para los inversionistas institucionales. Tales reglamentos deberían, como mínimo, abordar la responsabilidad de las administradoras de fondos hacia los beneficiarios del II, el establecimiento de la supervisión apropiada de la administración por parte del Directorio/Fideicomisarios, la puesta en lugar de los mecanismos relevantes para manejar los conflictos de interés, el alineamiento de estructuras de honorarios a favor de decisiones de inversión basadas en su calidad en vez de incentivos que distorsionan y que favorecen la alta rotación de carteras de inversión, así como también otros aspectos del marco regulatorio que hacen que los administradores actúen de manera que no maximiza los retornos para los inversionistas.

En algunos países, el regulador podría elegir requerir que los IIs adhieran voluntariamente a las recomendaciones del Código de Gobierno Corporativo nacional, o que expliquen dónde y por qué se desvían de tales recomendaciones. Esto ya sucede en Perú, donde todos los fondos de pensiones están listados en bolsa y se les ordena revelar sus propias políticas y prácticas de gobierno corporativo en cuanto al cumplimiento con los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas.

Los inversionistas institucionales también deberían tratar sus propios asuntos de gobierno corporativo para asegurar que siguen prácticas de gobierno corporativo fundamentalmente tan robustas como las mejores prácticas para sociedades anónimas abiertas y similares a lo que requieren de sus clientes, donde sea relevante. Esto es particularmente cierto con respecto a la supervisión apropiada de su administración, actuando en beneficio de los intereses de sus beneficiarios y administrando conflictos de interés.

Los lineamientos de la OCDE para el gobierno de Fondos de Pensiones ofrecen una buena referencia para los reguladores latinoamericanos para comparar con los reglamentos de su país en esta área. Específicamente, un buen marco de política debería ser apoyado por una división apropiada de responsabilidades operacionales y de supervisión, y mecanismos apropiados de control, comunicación e incentivos que fomenten buenas tomas de decisiones, ejecución adecuada y oportuna, transparencia, y revisión y evaluación regulares.

Mientras no hay un marco igualmente reconocido para el gobierno de fondos mutuos, se necesita atención similar hacia los mismos aspectos de supervisión e independencia del Directorio, responsabilidad hacia inversionistas, estructuras de incentivos de la compensación de la administración, y manejo de conflictos de interés, todos aspectos críticos de un buen régimen y estructura legal para el gobierno corporativo de fondos mutuos.

Legislación reciente en la Argentina en la práctica nacionalizó su industria de fondos de pensiones a partir de 2009. Consistente con recomendaciones en otras partes de este informe, prácticas de buen gobierno corporativo deberían aplicarse también a fondos de pensiones estatales, usando como referencia no sólo los Lineamientos de la OCDE para el Gobierno de Fondos de Pensiones, sino también los Lineamientos para el Gobierno Corporativo de Empresas Estatales. Es importante asegurar los recursos estatales y que al financiar empresas, se promuevan estándares más altos de gobierno corporativo y de transparencia demandados por el mercado de capitales.

En cuanto a los fondos mutuos de Argentina, se les requiere a las administradoras de fondos divulgar sus estatutos, estados financieros trimestrales y anuales, estructura de propiedad, composición del directorio y de la administración, actas de juntas de accionistas y reuniones de directorio, y el prospecto del fondo mutuo (incluyendo el objetivo del fondo, políticas de inversión, comisión de administración, etc.) Finalmente, se les requiere a las compañías de seguros

establecer un Comité de Control Interno a ser integrado por al menos tres directores no-ejecutivos para los fondos de pensiones y al menos un director no-ejecutivo para las compañías de seguros. Sin embargo, la legislación no incluye ningún requerimiento con respecto a la independencia de los directores y la administración de conflictos de interés y podría ser mejorada en estas áreas.

La legislación en Brasil establece algunas reglas de gobierno corporativo para fondos de pensiones cerrados de compañías del sector público, que les requieren tener un Comité Asesor, un Consejo Fiscal y un Directorio Ejecutivo. El Consejo Fiscal debería evaluar el cumplimiento de la administración de activos por parte del fondo de los requisitos legales y de la propia política de inversión del fondo. Además, cada tipo de plan de pensión debería ser administrado según su propia política de inversión específica, la cual debería ser revisada anualmente. Finalmente, las cuentas de los fondos de pensiones deben ser auditadas por auditores independientes.

El marco legal y regulatorio de Brasil también establece ciertas reglas para el gobierno corporativo de fondos mutuos. Bajo la regulación brasileña, los fondos mutuos son un conjunto de recursos constituidos bajo una estructura de condominio y registrados ante el regulador nacional de valores. El regulador establece requisitos para autorizar la administración de tales fondos, y requisitos de divulgación relacionados con el valor cuota diario (activos) y el patrimonio neto del fondo. Un balance general de prueba y un estado de la composición y diversificación de la cartera se deben divulgar mensualmente. Anualmente, los administradores del fondo deben revelar los estados financieros acompañados por el informe de auditoría independiente.

En México, el marco legal y regulatorio incluye varias reglas con respecto al gobierno corporativo de los fondos mutuos y de pensiones. Específicamente, sus Directorios deben estar integrados por entre 5 y 15 miembros, de los cuales un 33% tiene que ser independiente. Los fondos también deben tener un Comité de Auditoría, presidido por un director independiente.

En Chile, por ley se les requiere a los fondos de pensiones crear un comité de directores para las inversiones y la resolución de conflictos de interés. Se le requiere al comité controlar y evaluar el cumplimiento de políticas relacionadas con la inversión y los conflictos de interés y emitir un informe anual al Directorio del fondo de pensiones. Una copia de este informe también debe ser entregada al regulador del fondo de pensiones. La composición de este comité también se mandata por ley – será integrado por tres directores, de los cuales al menos uno tiene que ser un director independiente. La legislación también aborda el tema de la independencia de los directores al prohibir que sean miembros del directorio de los fondos de pensiones miembros del poder legislativo, ministros de gobierno y subdirectores de servicios públicos, dentro del plazo de su mandato y durante los 12 meses luego de la salida de su puesto.

Consistente con los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE, el marco legal y regulatorio debería asegurar que los IIs divulguen cómo manejan conflictos de interés materiales que podrían afectar el ejercicio de derechos claves de propiedad con respecto a sus inversiones. Los reguladores latinoamericanos deberían requerir que los inversionistas institucionales divulguen información sobre su propiedad y sus políticas para manejar conflictos de interés, y que revelen a sus clientes la naturaleza de las acciones que han tomado para implementar sus políticas.

Las administradoras de fondos mutuos y fondos de pensiones en la región muchas veces son de propiedad de o afiliadas con otras instituciones financieras, y en tales casos, usualmente con bancos. Asimismo, las compañías cotizadas en las que estos IIs invierten – que, en el caso de las administradoras de fondos de pensiones tienden a ser de las empresas más grandes en el país – también pueden ser de los clientes más importantes de los bancos. En consecuencia, es posible que los administradores de los IIs resistan – o sean presionados en contra de – adoptar una estrategia de propiedad activa que pudiera eventualmente desafiar al Directorio y/o administración de

la empresa en la que se invierte, ya que la empresa podría entonces quejarse ante el banco/dueño de la administradora del fondo de pensiones, lo que podría poner en peligro sus relaciones comerciales. También podría ser el caso que, debido a estructuras de propiedad particulares, los IIs y las sociedades en las que invierten sean, parcial o completamente, propiedad de la misma institución financiera.

En Chile, este tema es abordado a nivel legislativo al requerir que las administradoras de fondos de pensiones establezcan los mecanismos apropiados para lidiar con conflictos de interés tal como haya sido aprobado por el Directorio de la administradora de fondos de pensiones. Estos mecanismos deben ser divulgados a los reguladores, así como también al público general en el sitio Web de la administradora.

Mientras una sólida regulación y supervisión de conflictos de interés limita los abusos que podrían surgir de estas relaciones, los IIs deberían tomar pasos adicionales para manejar conflictos de interés existentes y potenciales y revelar sus políticas y procedimientos para manejar tales conflictos. Más específicamente, las administradoras de fondos de IIs podrían introducir “muralas chinas” entre sus tomadores de decisiones de inversión y otras compañías en el mismo grupo, así como también entre distintos tomadores de decisiones que manejan inversiones de deuda y acciones en la misma empresa. Adicionalmente, la divulgación de un manual exhaustivo de gobierno corporativo y política de votación podría ofrecer una manera en que los partícipes de los fondos mutuos y los beneficiarios de los fondos de pensiones se aseguren que los administradores sean responsables en cuanto a la votación por temas claves para beneficio del fondo y en concordancia con la política, en vez de estar meramente en concordancia con los intereses comerciales más amplios de ciertos propietarios/patrocinadores del fondo.

VI-11 Enajenando la inversión como última opción

Enajenar una inversión en acciones de una compañía en cualquier momento y por cualquier razón es un derecho fundamental de los IIs. Sin embargo, el derecho a enajenar debe ser equilibrado cuidadosamente en mercados de capitales generalmente ilíquidos, con los intereses de largo plazo de los IIs, las compañías en cartera y la economía en general.

Una de las razones para tal enajenación podría ser el deterioro de las políticas y prácticas de gobierno corporativo de la empresa en la que se invierte. En este caso, los IIs deberían intentar incentivar a la empresa a abordar las preocupaciones relacionadas con gobierno corporativo. Cuando tales esfuerzos no se justifican económicamente, o una vez ejercidos no conllevan a mejoras, la enajenación por parte de los IIs podría ser vista por el mercado como una señal de que la empresa no presta atención suficiente a proteger los derechos del inversionista, lo cual podría llevar a una menor inversión en aquella empresa.

Sin embargo, en la práctica la opción de enajenar podría estar restringida, por ejemplo debido a la baja liquidez de las acciones y restricciones sobre ciertas opciones de inversión. Algunos países de la región tienen restricciones o incluso una prohibición sobre la inversión en compañías extranjeras, lo que limita el rango de elección de acciones disponible para los administradores de fondos de IIs. A los fondos de pensiones cerrados brasileños no se les permite invertir en el extranjero. Hay un límite del 3% para la inversión en acciones extranjeras listadas en Brasil y en compañías de países miembros del Mercosur. Esto limita su capacidad de votar con sus pies al moverse de valores locales a valores extranjeros, cuando los emisores locales son indiferentes a las preocupaciones sobre gobierno corporativo. Sin embargo, la regla 409 del regulador de valores permite que los fondos “multimercado” inviertan en el extranjero hasta el 20% de sus activos

bajo administración, y otros fondos pueden invertir hasta un 10%. Inversiones más conservadoras en renta fija siguen siendo otra alternativa. De forma similar a otros países en América Latina, los fondos de pensiones chilenos, colombianos y peruanos enfrentan una liquidez limitada en el mercado local, lo que restringe el conjunto de acciones que transan activamente en las que pueden invertir. Por lo tanto, si están buscando retornos más altos de las acciones, tienen un interés en ejercer su voz, en vez de enajenar, y tienden a mantener las acciones. Reformas recientes a la ley de pensiones en Chile han comenzado a incrementar la flexibilidad de los fondos de pensiones al relajar los límites sobre cuánto estos fondos de pensiones pueden invertir en acciones en el extranjero.

VII – Una aplicación para Argentina utilizando un modelo de equilibrio general computado dinámico (sección desarrollada con Javier Maquieyra).

En este capítulo vamos a desarrollar un modelo dinámico de equilibrio general computado, en donde se analizan los efectos en la economía argentina de la implementación de buenas prácticas en Gobierno Corporativo.

Incurrir en buenas prácticas de Gobierno Corporativo, ofrece beneficios a los agentes privados, pero para hacerlo puede requerir incurrir en un costo social. Se van a evaluar aquí las consecuencias de gastar más para resolver las fallas en Gobierno Corporativo, con una perspectiva complementaria a los habituales análisis de equilibrio parcial. No se hace un análisis tan preciso de los beneficios, pero en trabajos anteriores (Chisari y Ferro, 2009) calculamos la reducción necesaria de costo de capital para la economía que justificaría una reforma.

Claessens (2003) estudia como las mejores prácticas de gobierno corporativo benefician a las empresas mediante un mejor acceso al financiamiento, reduciendo el costo del capital y ofreciendo a los accionistas un trato más favorable.

También se argumenta que el gobierno corporativo también redistribuye el bienestar. Si hay conflictos entre una minoría y una mayoría de accionistas (como sucede en países donde el capital es concentrado) o entre accionistas y directores (en países con capital atomizado), entonces la implementación de “buenas prácticas”, mejora la situación en ambos casos.

Desde nuestro punto de vista, el enfoque distributivo es indisputable, mientras que las ganancias de eficiencia deben calcularse. La introducción de prácticas de buen gobierno corporativo debe calcularse mediante un análisis costo-beneficio.

Estas reformas son cualitativas y no son fácilmente mensurables. Los mayores costos son detectables fácilmente, pero los beneficios futuros y condicionales, no lo son. Para poder lograrlo, nos enfocamos en algunos elementos cuantificables para ejemplificar y resolver este problema. Nos concentramos en el costo-beneficio del comité de auditoría y en que las empresas se hagan públicas y recuperen esta “inversión”.

En un análisis previo (Chisari y Ferro, 2009), se mostró que existe un “trade-off” entre gastar hoy y tener un costo de capital menor en el futuro. Utilizando un modelo estático de equilibrio general (CGE) se determinó la reducción condicional en el costo de capital necesaria para compensar la decisión de hacerse pública de una compañía en un país en desarrollo.

En este trabajo, el propósito es medir las consecuencias de gastar más, para resolver una particular falla de información, pero en un contexto dinámico. Empleamos un modelo dinámico recursivo de equilibrio general para evaluar el costo beneficio de la implementación de nuevas prácticas en una economía específica, que son costosas, pero tienen beneficios futuros.

El modelo dinámico muestra que los costos pueden ser menores a los calculados en el modelo estático.

En la Sección 1 sintetizamos el estado mundial de esta discusión. En la Sección 2 presentamos el problema a analizar. El modelo es presentado en la Sección 3, las simulaciones en la Sección 4.

VII – 1 Estado de la situación mundial y en Argentina

Durante la década de los 2000s, los escándalos corporativos como el de Enron, World-Com, Tyco, Adelphia, Global Crossing, entre otros, dispararon cambios en la normativa y regulación, el más importante fue el Acta Sarbaness – Oxley (“SOX”) en 2002. En respuesta, reconociendo las interconexiones con los mercados de capitales globales, el movimiento se extendió al

resto del mundo. Muchas empresas de los mercados emergentes son transnacionales (con su sede Central en los Estados Unidos) o son empresas locales que quieren pertenecer a los mercados de capitales de los países desarrollados. Las nuevas reglas disponen obligaciones para los contadores y auditores, sus responsabilidades y las de los directores en general, nuevas penalidades por malversaciones y demandan mayor cantidad de reportes.

Por muchas razones, la discusión respecto a Gobierno Corporativo es muy relevante hoy en día. La ola global de privatizaciones fue un fenómeno importante en América Latina, el Este de Europa, Asia y la ex Unión Soviética. Los activos financieros en manos de inversores institucionales crecieron considerablemente. Mejores prácticas de gobierno corporativo se utilizan para proteger la inversión extranjera de inversores individuales e institucionales.

La desregulación y la integración de los mercados de capitales fomentaron las buenas prácticas de gobierno corporativo para proteger y alentar la inversión extranjera en los mercados emergentes. Las crisis debidas a los “sudden stops” en los flujos de capital mostraron ciertos vicios en algunos mercados. Las organizaciones internacionales y foros, de manera subsecuente comenzaron a tratar el tema como forma de prevenir futuras crisis financieras.

Nuestro “laboratorio” es Argentina, un país con un mercado pequeño, poca capitalización, escasas transacciones, pocas empresas cotizando públicamente y una importancia declinante en las últimas décadas. Recientemente, muchas empresas dejaron de cotizar o eligieron hacerlo en mercados internacionales. CEF (2005) examina la estructura de propiedad y la calidad del gobierno corporativo de las empresas públicas de los países. Bebczuk (2005) analiza la evidencia empírica con respecto a los resultados pasados y esperados comparando índices cualitativos de buen gobierno corporativo. El patrón de propiedad muestra que la mitad de las empresas son familiares y la otra mitad con compañías transnacionales. En ambos casos, el capital es concentrado en el grupo de control y no hay compañías de capital atomizado. La cantidad de directores independientes generalmente es el mínimo estipulado en la reugulación.

Cambios importantes en la propiedad y el control ocurrieron durante las últimas dos décadas. Algunas familias locales vendieron sus compañías a capitales internacionales. Muchas de las empresas más grandes comenzaron a cotizar internacionalmente. Algunas empresas decidieron dejar de cotizar y volverse privadas. Los Inversores Institucionales, creados en los 90s para manejar los fondos privados de pensiones, eran importantes accionistas en muchas empresas públicas, pero fueron nacionalizados en 2008, y sus tenencias son actualmente parte de la administración del estado nacional.

En los 1990s, algunas nuevas disposiciones y regulaciones de gobierno corporativo fueron aplicadas. El Decreto 677/01 trajo dos innovaciones importantes: Asignó nuevas tareas a los directores y reforzó sus responsabilidades con mayores penalizaciones.

El Decreto fue regulado con la Resolución 400/02 de la Comisión Nacional de Valores, que asignó nuevas funciones al Comité de Auditoría. Este está integrado por tres o más miembros de la Junta de Directores. Son designados por la Junta, y deben tener experiencia en contabilidad, finanzas y management. Su actividades principales son supervisar el riesgo de las actividades, evaluar el proceso de reportes financieros, monitorear los sistemas de control interno y revisar el plan de Auditoría.

VII – 2 Modelo de equilibrio general computado (CGE) y simulaciones

Se desarrolló una simulación computacional aplicando las mejores prácticas de gobierno corporativo en Argentina, utilizando un modelo dinámico de equilibrio general computado (CGE). Este es una representación cuantitativa de las condiciones de equilibrio, a nivel agregado

y en todos los mercados de la economía donde las condiciones de comportamiento sobre productores y consumidores son modeladas. La Matriz de Contabilidad Social (SAM) es su principal insumo, mostrando todos los flujos de ingresos y gastos de los agentes en la economía.

Para realizar este experimento computacional, las empresas son separadas en 2 grandes grupos, empresas públicas (ECA), que cotizan en los mercados de capitales, y empresas privadas (ECC) que no lo hacen. Las empresas públicas tienen requerimientos de ciertas prácticas de Gobierno Corporativo. Adicionalmente hay otro sector de la economía que vende servicios de auditoría (Sector 25).

Las empresas públicas son más intensivas en “servicios de auditoría” por unidad de producto que las privadas. Los “servicios de auditoría” adicionales pedidos a las empresas cotizantes (específicamente la constitución de un Comité de Auditoría formado por tres directores independientes) son nuestro proxy a los costos extra que tienen las empresas públicas. Las ECA también se espera que sean más intensivas en la utilización de capital financiero por unidad de producto que las ECC. En caso de racionamiento del crédito, las ECC serán las primeras en quedarse sin financiamiento. El racionamiento del crédito puede ser una situación permanente en países en desarrollo.

Se construyó un listado de empresas que tienen la posibilidad de cotizar (pasar de ser ECC a ECA). El listado se construyó con empresas que pueden soportar los costos de mayores “servicios de auditoría”. Se dividió el listado en empresas grandes y medianas.

Se identificaron 415 grandes ECC, 2500 medianas ECC, que pueden soportar los costos adicionales en servicios de auditoría al hacerse públicas.

En la muestra, “grandes” empresas son aquellas cuyas ventas anuales sobrepasan los \$50 millones de pesos (U\$S 16 millones de dólares) en 2006, el año en que se calibró el modelo. “Medianas” empresas en la muestra son consideradas aquellas cuyas ventas anuales se encuentran entre \$10 millones u \$50 millones de pesos (U\$S 3.3 a U\$S 16 millones de dólares) en 2006.

Luego de eso, las empresas fueron clasificadas por categorías en la SAM. Para “grandes” empresas los costos adicionales de auditoría estimados son \$0.6 millones de pesos (U\$S 0.2 millones de dólares), mientras que para las empresas “medianas”, los costos totales de auditoría estimados rondan los \$ 0.3 millones de pesos (U\$S 0.1 millones de dólares). Estos costos adicionales son estimados como proxy del costo adicional de formar un Comité Auditor integrado por tres directores independientes, según información suministrada en entrevistas personales por referentes en el tema de gobierno corporativo, sobre la base de lo efectivamente pagado por las empresas cotizantes. Hasta esa fecha, las mismas fuentes informan que los costos externos de auditoría no se han incrementado con el Decreto 677/01.

VII – 3 El Modelo

Para presentar el modelo, nos enfocamos en una versión simplificada para entender los elementos de su estructura básica.

Agentes Domésticos

Consideremos una economía con un agente representativo, cuya función de utilidad depende de los bienes domésticos transables c , servicios y no transables a , bienes importados m y tenencias de bonos de los hogares b^h , oferta de trabajo L^s y bienes de inversión I^d :

$$[1] \quad u(c, a, m, b^h, L^s, I^d).$$

La restricción presupuestaria de los agentes domésticos puede escribirse como:

$$[2] \quad p_T(1+t) c + p_m^* (1+t_m) m + p_{NT} (1+t_a) a + p_b b^h + p_I I^d = wL^s + \eta (\pi_T + r K_{MT} + r_T K_T) + \theta (\pi_{NT} + r K_{MNT} + r_{NT} K_{NT})$$

En esta expresión w representa salarios, π_T y π_{NT} son beneficios en las industrias que producen bienes y servicios respectivamente. Los parámetros η y θ representan la participación de los agents domésticos en los beneficios de cada uno de los sectores ($0 < \eta, \theta < 1$), y solo para simplificar, suponemos que la participación en la propiedad del capital (específico y móvil) coincide con la participación en los beneficios. K_T y K_{NT} son capital específico de los sectores transables y no transables, mientras que K_M es el capital que se mueve entre sectores. Los impuestos pagados están representados por t , t_a y t_m (el modelo incluye otros impuestos que no se han incluido aquí). A pesar de que en la expresión [1] I^d entra en la función de utilidad directamente, también es posible incluir una función de inversión Q (haciendo que la inversión sea una función de r , r_T , r_{NT} y de los precios de los bienes de inversión) o inversión específica para solucionar o anticipar los shocks.

Bienes transables.

La producción de bienes transables domésticos c y exportaciones x en términos de capital y empleo está dada por:

$$[3] \quad x + q_T = F(L_T, K_T, K_{MT}).$$

Los beneficios de la industria de transables está dado por:

$$[4] \quad \pi_T = p_T q_T + (1-t_x) p^* x - p_{NT} a_{NT} - (w L_T + r_T K_T + r K_{MT}) (1+t_{VT})$$

En esta expresión $p_{NT} a_{NT}$ son los gastos en los bienes no transables (insumos y coeficientes fijos), t_x son los impuestos a las exportaciones, y t_{VT} corresponden a impuestos al valor agregado.

Bienes no transables y servicios

Las ecuaciones análogas para la función de producción de bienes no transables y servicios es la siguiente:

$$[3] \quad q_{NT} = G(L_{NT}, K_{NT}, K_{MNT}).$$

Beneficios de la industria no transable están dados por:

$$[4] \quad \pi_{NT} = p_{NT} q_{NT} - p_T a_{TN} - (w L_{NT} + r_{NT} K_{NT} + r K_{MNT}) (1+t_{VNT})$$

En esta expresión q es la producción total, $p_T a_{TN}$ es el gasto en bienes transables (insumos y coeficientes fijos), t_x son los impuestos y t_{VT} corresponden a impuestos al valor agregado.

Bienes de Inversión

Los bienes de inversión son producidos utilizando bienes transables, importados y servicios. El impuesto al valor agregado no es aplicable en la mayoría de estos bienes, y en algunas ocasiones también hay exenciones para importar bienes de capital. En esta sección suponemos que son producido utilizando únicamente bienes transables.

Sector Público

El sector público tiene una restricción presupuestaria que está dada por:

$$[5] \quad wL^G + p_b b^G + p_I I^G = (wL_T + r_T K_T + r K_{MT})t_{VT} + (wL_{NT} + r_{NT} K_{NT} + r K_{MNT}) t_{VNT} + p_T t_c + p_m^* t_m m + p_{NT} t_a a + p_b b^0.$$

El lado derecho de la expresión representa los impuestos a los ingresos, incluyendo impuestos a la exportación, como así también la venta de bonos (para que haya una posición neta en bonos). Aquí suponemos que el gobierno no participa activamente en los mercados de bienes y servicios, aunque esto no ocurra en un modelo general. En este caso simplificado, el gobierno recolecta impuestos y utiliza esos ingresos para contratar trabajadores y repagar la deuda doméstica en manos de agentes domésticos

Balance externo

Notemos que en esta versión, el sector externo no compra bonos domésticos ni vende bonos a agentes domésticos. Dados estos supuestos, podemos obtener el equilibrio en la siguiente cuenta corriente:

$$[6] \quad p^*x = p_m^* m + (1-\eta) (\pi_T + r K_{MT} + r_T K_T) + (1-\theta) (\pi_{NT} + r K_{MNT} + r_{NT} K_{NT}).$$

Estas son parte de las condiciones de equilibrio en el mercado. La expresión anterior incluye de forma implícita el supuesto de equilibrio en los mercados de capital específico y móvil, como así también en los mercados de exportación. Condiciones adicionales de equilibrio requieren:

$$[7] \quad a + a_{NT} = q_{NT}.$$

$$[8] \quad c + xI^d + I^G + a_{TN} = q_T.$$

Con respecto al mercado de trabajo, la presencia de desempleo implica en la mayoría de los casos que:

$$[9] \quad L_T + L_{NT} + L^G \leq L^s,$$

y

$$[10] w \geq w^0,$$

Aquí w^0 es una restricción de salario mínimo (en la mayoría de los modelos suponemos que se encuentra indexada al nivel de precios, entonces los salarios reales son constantes). En varias ocasiones la solución implica [9], una igualdad, por ejemplo cuando el crecimiento de la población es menor que la creación de empleo debido a la acumulación de capital. Entonces w está determinado como el resto de los precios en la economía, a través de las fuerzas de mercado.

Crecimiento

Hay tres fuentes de crecimiento en el modelo: progreso tecnológico, inversión neta y crecimiento de la población (a una tasa constante). Incrementos adicionales en el capital móvil están dados por la inversión pública y privada, netos de la depreciación del capital instalado: $\Delta K_M = I^d + I^G - \delta (K_T + K_{NT} + K_M)$, donde δ es la tasa de depreciación del capital.

Simulaciones

El crecimiento en los gastos de auditoría está representado por un incremento en los coeficientes a_{Taudit} y a_{Naudit} que representan la demanda de servicios de auditoría por parte de las industrias de bienes transables y no transables. Una reducción en los costos de capital es equivalente a una reducción de p_1 relativo al resto de los bienes de la economía.

Datos y calibración

El modelo está construido con datos del 2006¹⁷ con un crecimiento base del 4 por ciento anual como referencia. Hay dos tipos de agentes en el modelo: productores y consumidores. Los sectores productivos están divididos en varios sub-sectores. Nuestro modelo de equilibrio general computado tiene todas las propiedades básicas de un modelo con perspectivas Walrasianas, y es resuelto desde la perspectiva numérica utilizando GAMS/MPSGE.

Los precios relativos y la movilidad de los factores pueden explicar porque ciertas industrias y tecnologías se expanden o se contraen. Por eso en este modelo, la producción no es obligatoria o inevitable, está determinada por las fuerzas de mercado y los precios relativos.

Para cada período, los precios se computan de manera simultánea para vaciar todos los mercados. El modelo utilizado es un modelo dinámico recursivo que simula crecimiento en la economía, basado parcialmente en el Modelo de Equilibrio General para Argentina presentado en Chisari et al.(2009). No es un modelo de crecimiento óptimo; en su lugar, los agentes toman las

¹⁷ El PBI inicial es de AR\$ 0,655 billones, la cuenta de importaciones es de AR\$ 0,125 billones, entonces la oferta global es AR\$ 0,780 billones. La inversión alcanza AR\$ 0,149 billones. El consumo representa el 71% del GDP, las inversiones el 23%, las exportaciones son el 24% y las importaciones el 19%. La recaudación del gobierno es del 28% del GDP. El ahorro privado alcanza los AR\$ 0,137 billones, mientras que el ahorro público alcanza los AR\$ 15 mil millones.

El coeficiente Gini es 0.48. El valor agregado alcanza el 42% del capital fijo doméstico, 36% de trabajo formal, 6% de trabajo informal y 16% de trabajo no asalariado.

La recaudación del gobierno principalmente se deriva del impuesto al valor agregado (AR\$ 50 mil millones), los impuestos directos a los hogares (AR\$ 23 mil millones), impuestos a la exportación (AR\$ 12 mil millones), entre otros. Los gastos del Gobierno incluyen el consumo público (AR\$ 81 mil millones), transferencias a los hogares (AR\$ 62 mil millones), e inversión pública (AR\$ 14 mil millones). El superávit fiscal es de AR\$ 25 mil millones.

decisiones de ahorro en el período t utilizando solo información para ese período, entonces, los ahorros son utilizados en el período $t+1$ como capital adicional. Este nuevo capital no es específico a un sector sino que es móvil totalmente entre sectores de producción. De esta manera es asignado al mismo tiempo que los precios están siendo determinados en el modelo; la asignación final del capital nuevo responde endógenamente a las oportunidades relativas de ganancias y son reasignados hasta que el las ganancias del nuevo capital es la misma en todas las industrias.

Desde el lado de la oferta, la función de producción en cada sector es una función de producción Leontief entre el valor agregado y los bienes intermedios: una unidad de insumo requiere un x por ciento de un agregado de factores productivos (trabajo, capital físico, capital financiero y tierra) y $(1 - x)$ por ciento de bienes intermedios. La función de bienes intermedios es una función de Leontief de todos los bienes, que son estrictamente complementarios en la producción. Contrariamente, la función de valor agregado es una función Cobb-Douglas de los factores productivos.

Con respecto a las dotaciones de factores, ambos tipos de capital se encuentran en pleno empleo, mientras que existe desempleo de trabajo. Los salarios se supone que están fijos en términos reales. La manera de modelar el desempleo es bastante importante en el caso de Argentina. El supuesto de pleno empleo puede modificar la evaluación de los beneficios de la liberalización del comercio (Diao et al. 2005), el incremento en la demanda de trabajo (por incrementos en la actividad y exportaciones) llevan a salarios reales más altos, entonces el origen de la ventaja comparativa es erosionado progresivamente, pero en modelos con desempleo, los salarios reales son constantes y los incrementos en las exportaciones son mayores. El capital financiero y el trabajo son perfectamente móviles, mientras que el capital físico es específico de cada sector, teniendo los mismos costos entre sectores para los dos primeros factores y costos específicos de cada sector para el último factor.

El lado de la demanda es modelado a través de hogares representativos, el sector gobierno y el sector externo. Los hogares compran o venden bonos, invierten y consumen en proporciones constantes (Cobb-Douglas) dada la remuneración de los factores que poseen (y las transferencias del gobierno). La elección de las proporciones óptimas de consumo de bienes se obtiene de una función de producción anidada en la función de utilidad, mediante el proceso de minimización de costos. El gobierno es representado como un agente que participa en los mercados de inversión, consumo y hace transferencias a los hogares y tiene una función de utilidad tipo Cobb-Douglas, su principal fuente de ingresos es la recaudación de impuestos (aunque también realiza transacciones financieras a través de la cuenta de bonos). El sector externo compra exportaciones de bienes domésticos y vende importaciones, también realiza transacciones de bonos y recibe dividendos de inversiones.

Los impuestos son aplicados a las importaciones, al valor agregado, a los factores, a los hogares y a las exportaciones. Los gastos del gobierno consisten en transferencias a los hogares, compras de bonos, inversión pública y consumo público. La demanda de consumo público es dirigida a los sectores 26, 27, 28 y 29 de la economía (administración pública, defensa, seguridad social, educación, salud, and other social services).

Los hogares son modelados a través de 10 agentes representativos, utilizándolos como referencia para la clasificación del ingreso. El primer decil es el más pobre y el décimo es el más rico.

Cada hogar recibe ingresos de la venta de sus factores productivos (trabajo formal e informal, trabajo no asalariado, capital móvil y capital específico) y de las transferencias. Los ingresos por venta de bonos son exclusivos de los cinco deciles más ricos. Las transferencias se dirigen a los cinco deciles más pobres. Suponemos un país pequeño, entonces los precios de los

bienes transables se consideran como dados. Los agentes del resto del mundo poseen activos locales y reciben sus correspondientes dividendos. También invierten en capital móvil y realizan proyectos de inversión por fuera de su economía. Entonces, las reformas en gobierno corporativo pueden ser interpretadas como beneficiosas para ellos y llevar a reducciones en la prima de riesgo.

5. Simulaciones¹⁸

Se simula que 415 empresas grandes y 2500 medianas ingresan al mercado de capitales como empresas en oferta pública, pasando a tener la obligación de solventar un Comité de Auditoría compuesto por tres directores independientes. El incremento de costos para las empresas varía según el sector: para entenderlo, considerese la intersección de dos dimensiones: la atomización del sector (un sector atomizado tiene más empresas) con la presencia de firmas potencialmente públicas (grandes y medianas) de la muestra. Un sector concentrado, con un escaso número de grandes firmas potencialmente en oferta pública resulta menos afectado por los incrementos de costos que en el otro extremo un sector económico donde hay muchas firmas medianas potencialmente en oferta pública.

Se corrieron cuatro simulaciones, identificadas cada una por una letra mayúscula:

A) La economía efectúa los gastos adicionales requeridos por estándares legales de gobierno corporativo que encarecen sus costos (el establecimiento del Comité de Auditoría), pero no hay ganancias en términos del costo del capital.

B) El costo del capital cae un 1% en forma permanente por la reforma, pero se hace efectivo recién a partir del octavo año de aquella.

C) La economía efectúa los gastos, pero la ganancia en términos de caída del costo del capital aparece antes que en escenario B, pero es transitoria.

D) En vez de cambiar la tasa media de costo del capital, la reforma reduce su volatilidad.

6. Resultados

La Tabla 3 resume los efectos cuantitativos de las simulaciones. El escenario base es el de statu quo, asumiendo una tasa de crecimiento del PBI del 4% anual, con una tasa anual de crecimiento del bienestar de los hogares pobres del 3,96% anual y siendo la de los hogares ricos del 3,8% anual, respectivamente. Partiendo de niveles iniciales del PBI de 100 en el año 1, la economía alcanzará un nivel 139,74 en el año 10. Como consecuencia de diferentes tasas de crecimiento de los sectores de la economía (primario, industrial, servicios), y de la de los diferentes grupos sociales (aquí conformados por la primera mitad rica de las familias, que posee la mayoría del capital físico y humano en la economía, y la otra mitad más pobre, menos calificada y dotada de menor proporción del capital físico), en diez años se espera que el PBI haya crecido 39,74%, el sector primario un 42,26%, la industria un 42,88%, los servicios 37,51%, el bienestar de los ricos 37,97% y el de los pobres un 37,86%. Los diferentes sectores de la economía no efectúan gastos adicionales en gobierno corporativo, dado que las firmas de la muestra permanecen sin cotizar

¹⁸ Contamos para las mismas con el aporte de Javier A. Maquieyra.

públicamente y por ende sin gastar en nuestra Proxy de los mayores gastos de gobierno corporativo, el Comité de Auditoría.

Las simulaciones llevan a diferentes resultados, dada la consideración de diferentes retornos al incremento de gastos en servicios adicionales de auditoría. La incidencia de esos costos es diferente en los sectores primario, industrial y de servicios. Las diferentes direcciones que la economía asume respecto del caso base difieren en que en éste se considera que los gastos que con la reforma irían al Comité de Auditoría irían a la formación de capital. Al ser desviados de ese uso, la tasa de crecimiento se desacelera. Sin una compensación de algún tipo (por ejemplo, una reducción en la tasa promedio de costo de capital, o en su volatilidad), la economía acumulará menos capital y la tasa de crecimiento se reducirá.

Tabla 3: Resultados of the simulaciones: caso base y escenarios alternativos.					
Variables	Caso base (statu quo)	Escenario A	Escenario B	Escenario C	Escenario D
Tasa de crecimiento del PBI en el año 1	4.00%	3.46%	3.46%	3.46%	3.48%
Tasa de crecimiento del PBI del sector primario en el año 1	3.89%	3.87%	3.87%	3.87%	3.87%
Tasa de crecimiento del PBI del sector industrial en el año 1	4.39%	3.70%	3.70%	3.70%	3.71%
Tasa de crecimiento del PBI del sector servicios en el año 1	3.89%	3.59%	3.59%	3.59%	3.60%
Tasa de crecimiento anual del bienestar de las familias más ricas en el año 1	3.80%	3.36%	3.36%	3.36%	3.36%
Tasa de crecimiento anual del bienestar de las familias más pobres en el año 1	3.96%	3.39%	3.39%	3.39%	3.39%
Crecimiento acumulado del PBI en el año 10	39.74%	39.54%	39.98%	40.45%	39.31%
Crecimiento acumulado del PBI del sector primario en el año 10	42.26%	42.49%	43.07%	43.89%	42.19%
Crecimiento acumulado del PBI del sector secundario en el año 10	42.88%	42.57%	42.93%	43.47%	42.38%
Crecimiento acumulado del PBI del sector servicios en el año 10	37.51%	37.68%	38.03%	38.41%	37.50%
Crecimiento acumulado del nivel de bienestar de las familias más ricas en el año 10	37.97%	37.86%	38.08%	38.75%	37.62%
Crecimiento acumulado del nivel de bienestar de las familias más pobres en el año 10	37.86%	37.71%	38.30%	38.41%	37.52%

Fuente: Cálculos propios

Escenario A.,

La muestra de empresas potencialmente entrando en oferta pública efectúa los gastos, pero no se beneficia de una reducción en el costo del capital. Los gastos son de 0.13% del PBI anual. El destino alternativo de esos fondos es la formación de capital. Dado que la relación capital producto es de aproximadamente 3, el efecto inmediato de las mayores erogaciones en auditoría/menor acumulación de capital es una reducción en la tasa de crecimiento del producto al

3,36% anual (el crecimiento cae un 0.64% anual). Acumulativamente, el PBI en el décimo año es 0,2% menor que en el escenario del statu quo. El sector industrial es el más afectado dado que en ese sector es donde se están pagando mayor proporción de costos de auditoría. El costo de la reforma se distribuye más o menos igualitariamente entre los deciles ricos y los pobres de la distribución del ingreso. Los primeros porque son los dueños del capital (se pagan entre sí los costos de auditoría) y los segundos porque sufren la pérdida de acumulación de capital en forma de menores salarios.

Escenario B. Las pérdidas iniciales se recuperan al final del período, cuando el costo del capital cae 1%. Desde el año noveno en adelante, las ganancias sobrepasan las pérdidas. Como la Tabla permite apreciar, las ganancias son mayores para los deciles ricos que son los que enfrentan menores costos de inversión. ¿Por qué esperar al año 8 para cosechar las ganancias de los mejores estándares de gobierno corporativo? Porque es la forma que encontramos de modelar la alta tasa implícita de descuento de las firmas, que apreciar los beneficios de listar como “muy limitados y muy lejanos”. El PBI en su conjunto, por sector y por clase de la distribución del ingreso es mayor en el año décimo que en el escenario base y en el A. Hay ganancias de implementar la reforma de 0,24% del producto.

Escenario C. Aquí las ganancias aparecen antes, en el tercer año de la reforma, pero son temporarias y duran sólo cinco años. La razón es la siguiente: si la reforma es imitada por otras economías, la diferencia en el costo del capital será transitoria. Sin embargo, a pesar de las pérdidas iniciales, las ganancias anticipadas tienen un impacto favorable y los efectos de las reducciones en el costo del capital generan un resultado persistente en el crecimiento económico debido a la acumulación de capital móvil. Comparado con los anteriores escenarios, los resultados de la reforma son aún mejores en el décimo año (crecimiento adicional acumulado de 0,47% del PBI respecto al statu quo). Al final del día, sin embargo, los resultados tenderán a converger, dado que la reducción del costo del capital es transitoria. Pero como esos años están muy distantes, en términos de valor presente, se diluyen en el largo plazo.

Escenario D. El nivel del costo del capital se reduce como resultado de la reforma en el gobierno corporativo, pero se lo supone volátil. La volatilidad inicial se modela como subas y bajadas (comenzando con una suba) en el costo del capital equivalente a un 1% (como una desviación de una media de cero). El escenario D arroja un resultado que es pero que el escenario A (resultados sin reforma).

7. Conclusiones

El propósito de este capítulo es contribuir a la evaluación cuantitativa de reformas en el gobierno corporativo de un país. En la literatura los estudios cuantitativos sobre el particular no son comunes. El gobierno corporativo construye mecanismos e incentivos para reducir conflictos de interés. Si tienen éxito, se pone un tope a los riesgos de los inversores y acreedores de las firmas. Ello implica un menor costo del capital y mayor acumulación de aquél (*ceteris paribus*), lo que a su vez implica un crecimiento económico más veloz.

Aquí se emplea un modelo de equilibrio general dinámico para evaluar el costo/beneficio de esas prácticas en una economía específica. Se ha desarrollado una aplicación empírica de mejores prácticas de gobierno corporativo en Argentina usando un modelo de equilibrio general

computable (CGE). El “laboratorio” utilizado es un país con un pequeño mercado bursátil, de baja capitalización, con escasas transacciones, pocas firmas listando y en disminución en las últimas décadas. Se construyó una muestra de firmas que podrían potencialmente listar. La muestra se construyó con firmas que podrían afrontar los costos de un Comité de Auditoría, obligatorio para las firmas en oferta pública en ese país, como una Proxy de mayores costos de servicios de auditoría. Se dividió la muestra en empresas grandes y pequeñas y los costos incrementados se asignaron a ellas. Luego se simulan diferentes impactos posibles de la reforma.

Brevemente se halla que:

- 1) La reforma es costosa. En ausencia de una baja en el costo del capital, la economía estaría sacando recursos de la acumulación de capital a pagar mayores gastos de auditoría. Aún cuando los recursos destinados al pago de los Comités de Auditoría fueran del 0,13% del PBI, la relación capital/producto de 3 arroja una reducción en la tasa de crecimiento del PBI de un 0,5% respecto de sus niveles tendenciales.
- 2) Si la reforma lograra decrecer el costo del capital, aún modestamente, en el largo plazo (Escenario B) los resultados en la tasa de crecimiento son diferentes que en el statu quo y en el Escenario A.
- 3) Mejores resultados se lograrían en el caso de rápida recuperación de la inversión aún cuando las ganancias fueran transitorias (Escenario C).
- 4) La mayor volatilidad en el costo del capital tiene efectos negativos aún cuando se lograron reducciones en su valor medio por la reforma.

Está implícito en los resultados un parámetro clave: la elasticidad de oferta de la industria proveedora de servicios de auditoría. Dicha industria emplea trabajo calificado y la relativa escasez o abundancia de dicho factor puede también explicar diferentes propensiones de las economías a adoptar este tipo de reformas o no, y cuán rápido se lo hace.

VIII Conclusiones

El propósito de este trabajo es contribuir a la evaluación de las reformas sobre gobierno corporativo de un país, una cuestión no demasiado discutida en la literatura.

El trabajo se estructuró en siete capítulos antes de este de conclusiones, que se ocuparon respectivamente de una introducción a aspectos de gobierno corporativo, discusión de los problemas, realizar un examen a la literatura sobre gobierno corporativo, mirar la evolución reciente del gobierno corporativo en el mundo y en Argentina, comentar los “Principios sobre Gobierno Corporativo de la OECD”, recomendaciones para fortalecer las políticas de buen gobierno y las buenas prácticas y realizar una aplicación para Argentina utilizando un Modelo dinámico de Equilibrio General Computado.

Sintéticamente se definió al gobierno corporativo como un sistema de instituciones o mecanismos que inducen incentivos en firmas privadas que hacen oferta pública de su capital para el reparto de los beneficios entre todos los interesados, y restringen la discreción sobre tal distribución, en presencia de información asimétrica y contratos incompletos. Dichas instituciones y mecanismos procuran resolver conflictos de intereses y de hacerlo, bajan el riesgo para los inversores y acreedores de la firma.

En el mundo conviven a nivel empírico dos grandes modelos de gobierno corporativo. El de Outsiders/capital atomizado/control por el mercado, que predomina en Estados Unidos y el Reino Unido, cuyo problema principal es el de agencia entre accionistas y gerencia. El otro modelo, es el de Insiders/capital concentrado/control por relaciones, difundido en el Resto del Mundo. Su principal problema parece ser el de potencial expropiación entre accionistas controladores y minoritarios.

Del examen de la literatura se concluyeron los principales temas abordados, y se determinó la virtual inexistencia de análisis semejantes al aquí propuesto.

Varias razones se han acumulado para hacer este tema tan relevante. Hubo una ola de privatizaciones en las últimas dos décadas, también en muchos países se hicieron reformas de pensiones y aumentó el ahorro contractual. En Estados Unidos tuvo lugar una ola de capturas en los 1980s, que motivó interés por estudiar su rol disciplinador. Contemporáneamente, se produjo la desregulación e integración de los mercados de capitales, y se difundieron inversiones de alcance global. La crisis asiática de 1997, desnudó problemas de gobierno corporativo en los países emergentes. Lo más reciente fueron los escándalos corporativos en Estados Unidos, que dieron otro impulso al estudio del tema.

Las tendencias regulatorias internacionales han ido en dos direcciones. Por un lado, el dictado de Normas blandas (códigos de buenas prácticas, locales y promovidos por organismos internacionales. Ejemplos: Cadbury Report en el Reino Unido, Informe Winter de la Comisión Europea, Principios de la OECD), generalmente indicativas, y a nivel de los países reformas legislativas (Ley Sarbanes Oxley, Decreto 677) de alcance obligatorio.

La ley Sarbanes-Oxley tenía como objetivo proteger a los inversores, mejorar la exactitud y confiabilidad de la información que las sociedades cotizadas están obligadas a divulgar en cumplimiento de las normas de oferta pública.

Pero los costos de implementación de los mayores requerimientos de auditoria se han revelado altos. Un cálculo reciente debido a Zhang (The Economist, 31 de mayo de 2005), calcula una pérdida de capitalización imputable a los eventos del tratamiento legislativo de U\$S 1,4 miles de millones. Las compañías han pagado más de lo estipulado en concepto de auditoria en U\$S 2,4 millones promedio durante 2004. Los costos indirectos incluyen la posible menor toma de riesgo en la economía, así como el retiro de oferta pública de muchas empresas.

El gobierno corporativo en Argentina antes de 1991 puede caracterizarse como uno de estructura de propiedad concentrada, con muchas empresas familiares. Normalmente, los directores son propios, del grupo de control. Hubo muchos ceses de cotización, los takeovers fueron generalmente amistosos y raramente se pagaron dividendos en efectivo. Hubo una total ausencia de emisiones de bonos entre 1913 y 1990. Las empresas cotizantes cayeron un 80% entre 1960 y 2005.

En la década de los 1990s hubo normas trasplantadas de sociedades con Common Law, y desde 2000 las reformas se concentraron en el derecho del mercado de valores. El Decreto 677/01 incorporó cambios importantes: nuevas responsabilidades a los directores, normas sobre independencia de directores y auditores externos y sanciones. Las sociedades anónimas en oferta pública fueron establecidas como una categoría con trato especial de sociedades abiertas. El Decreto regula conductas antijurídicas propias como insider trading, manipulación y fraude de mercado, así como responsabilidad por prospecto defectuoso. También generó un régimen optativo de OPAs (al que el 75% de las firmas cotizantes han elegido no adherir), valuación por recompras en el mercado, obligatoriedad de constituir un Comité de Auditoria con directores independientes, y colocó mayores responsabilidades de los directores, sin llegar a las penalidades draconianas de la Ley Sarbanes-Oxley.

Los Principios de la OECD han ejercido importante influencia intelectual y de diseño de políticas. Los Principios fueron aprobados en 1999, y desde entonces son una referencia internacional.

El papel que cumplieron los inversionistas institucionales en su en generar competencia entre las empresas públicas por sus fondos de inversiones, mejorando sus respectivos gobiernos corporativos, fue muy importante, pero los efectos de estas mejoras no son suficientes, ya que el mayor problema a superar hoy en día es la baja participación en el mercado de capitales argentino. La creación de un panel especial al estilo del Nuevo Mercado de San Pablo puede ser una herramienta eficaz para que las empresas sigan compitiendo con mejores prácticas de gobierno corporativo, pero no es suficiente para el caso argentino.

Aquí empleamos un Modelo Dinámico de Equilibrio General Computado para evaluar la aplicación de mejores prácticas en gobierno corporativo en Argentina. Nuestro “laboratorio es un país con un mercado pequeño, baja capitalización, pocas transacciones, pocas empresas cotizando y una caída en la importancia relativa durante las últimas décadas. Construimos la muestra con empresas que tienen la posibilidad de hacerse públicas (esto es, pasar de ser ECC a ECA). La muestra fue construida con empresas que pueden pagar los mayores costos de servicios de auditoría. Dividimos la muestra en empresas grandes y medianas, y se asignaron los mayores costos a las mismas. Más tarde simulamos los diferentes posibles impactos de la reforma. Sintéticamente, encontramos los siguientes resultados:

1. La implementación de la reforma tiene un costo para la economía de una reducción del crecimiento de alrededor del 0.5 por ciento del PBI.
2. Cuando suponemos que hay ganancias, que son equivalentes a la reducción en los costos de capital, hay una mejora en la economía.
3. El resultado neto de la reforma depende en la reducción de los costos de capital por dos motivos: primero, aumenta el valor actual neto de las empresas, y segundo, si es anticipada, favorece a la acumulación de capital móvil en la economía, que en definitiva, mejora la asignación de recursos.

También está implícito en los resultados un parámetro clave: la elasticidad de la oferta de la industria de auditoría. Esa industria emplea trabajo cualificado y la relativa escasez o abundancia relativa de este factor, puede también explicar las diferentes propensiones en la economía a adoptar la reforma o cuan rápido hacerlo.

IX - Bibliografía

Acemoglu, Daron y Andrew Newman (2002). "The labor market and corporate structure". *European Economic Review* 46, pp. 1733-1756.

Aganin, Alexander y Paolo Volpin (2003). *History of Corporate Ownership in Italy*. Finance Working Paper N° 17/2003. European Corporate Governance Institute. March.

Aguirre, Carlos y de las Carreras Horacio (2011). *Código de Gobierno Societario*. Proyecto de modificación de la RG Nro. 516/07. Camara de Sociedades Anonimas.

Anandarajan, Asokan, Kleinman, Gary y Palmon, Dan (2008). "Auditor independence revisited: The effects of SOX on auditor independence". *International Journal of Disclosure and Governance*. Vol. 5, num. 2, pag. 112-125.

Apreda, Rodolfo (2001). *Corporate Governance in Argentina. The Outcome of Economic Freedom (1991-2000)*. *Corporate Governance, An International Review*, Volume 9, Number 4. October

Apreda, Rodolfo (2002). *How Corporate Governance and Globalization Can Run Afoul of the Law and Good Practices in Business: The Enron's Disgraceful Affair*. Working Paper Series, No 225. Universidad del CEMA, October.

Apreda, Rodolfo (2003). *The Semantics of Governance (The Common Tread Running Through Corporate, Public, and Global Governance)*. Working Paper Series, No. 245. Universidad del CEMA, September.

Apreda, Rodolfo (2004). *Governancia del sector público y del sector privado*. *La ley*, martes 3 de agosto. Año LXVIII, N° 148

Apreda, Rodolfo (2004). *Enhancing Corporate Governance With One- and Two-Tiered Convertible Preferred Stock*. Working Paper Series, No. 260. Universidad del CEMA, April.

Arun, Thankom y John Turner (2009). *Corporate Governance of Banks in Developing Economies: Concepts and Issues*. in Thankom Arun and John Turner (editors) *Corporate Governance, Regulation, and Development*, London: Edward Elgar.

Arya, Anil, Jonathan Clover y Shyam Sunder (2002). *Are Unmanaged Earnings Always Better for Shareholders?* Yale ICF Working Paper No. 02-37. Yale International Center For Finance.

Baker, George, Robert Gibbons y Kevin Murphy (1997). *Implicit Contracts and the Theory of the Firm*. Working Paper 6177. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, September.

Batyuk, Oleg (2002) Shareholder Meeting and Voting Procedures. Shareholder Rights, Equitable Treatment and the Role of the State. 3^o Meeting of the Eurasian Corporate Governance Roundtable. OECD.

Bebchuk, Lucian y Alma Cohen (2003). Firms' Decisions Where to Incorporate. Discussion Paper No. 351. Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business.

Bebczuk, Ricardo (2005a). Política de dividendos en Argentina, 1996-2003. CEF.

Bebczuk, Ricardo (2005b). Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance in Argentina. XLI Congreso Anual Asociación Argentina de Economía Política (AAEP).

Becht, Marco, Patrick Bolton y Ailsa Roell (2002). Corporate Governance and Control. Finance Working Paper N° 02/2002. European Corporate Governance Institute. October.

Beiner, Stefan, Wolfgang Drobetz, Markus Schmid y Heinz Zimmermann (2004). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation – Evidence from Switzerland. Finance Working Paper No. 34/2004. European Corporate Governance Institute. January.

Bergen, Lara (2005). The Sarbanes-Oxley Act of 2002 And Its Effects on American Business. Financial Services Forum. College of Management. University of Massachusetts Boston.

Berglof, Erik y Ernst-Ludwig von Thadden (1999). The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries. Working Paper 263. June.

Berglof, Erik y Stijn Claessens (2004). Corporate Governance and Enforcement. Policy Research Working. Paper No.3409. The World Bank

Biriuk, S.O. (2002). Registration of Shareholders at General Meeting: Problems and Violations of Shareholders Rights. Shareholder Rights, Equitable Treatment and the Role of the State. 3^o Meeting of the Eurasian Corporate Governance Roundtable. OECD.

Blume, Daniel y Charles Omar (2005). Corporate Governance: A Development Challenge. Policy Insights No. 3. OECD.

Bohren, Oyvind y Bernt Arne Odegaard (2003). Governance and Performance Revisited. Finance Working Paper N° 28/2003. European Corporate Governance Institute. September.

Bradley, Michael, Cindy Schipani, Anant Sundaram y James Walsh (2000). The Purposes and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroad. Law and Contemporary Problems. Vol. 62, No. 3.

Bris, Arturo y Christos Cabolis (2002). Corporate Governance Convergence By Contract: Evidence From Cross-Border Mergers. Yale ICF Working Paper No. 02-32. Yale International Center For Finance.

Brogi, Ricardo y Santella, Paolo (2003). Two new measures of Bankruptcy Efficiency. Paper to be presented at the 2003 Annual Conference of the European Association of Law and Economics (EALE).

Caprio, Gerard, Luc Laeven y Ross Levine (2004). "Governance and Bank Valuation". Policy Research Working Paper 3202. The World Bank. February.

Carlstrom, Charles y Timothy Fuerst (1997). Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations: A Computable General Equilibrium Analysis. *The American Economic Review*. Vol. 87, No. 5. December, 893-910.

CEF (2005). El gobierno corporativo en Argentina. Nota de Política # 5. Buenos Aires, julio.

Chisari, O y G. Ferro (2009). "Gains and Losses of Adopting New Standards of Corporate governance. A CGE Analysis For the Case of Argentina". In: "Corporate Governance and Development. Reform, Financial System and Legal Framework", edited by Thankom Gopinath Arun and John Turner. Edward Elgar Publishers, May.

Chisari, O y G. Ferro (2006). "Ganancias y pérdidas de difundir estándares más exigentes de gobierno corporativo. Análisis para la Argentina usando un Modelo de Equilibrio General Computado". Preparado para la "Conferencia Internacional Modelos y Simulación en Economía y Administración", Universidad Nacional del Sur. Bahía Blanca, 27 al 29 de septiembre de 2006.

Chisari, O y G. Ferro (2006). "Gains and Losses of Adopting New Standards of Corporate Governance. A CGE Appraisal For the Case of Argentina". Paper prepared for "One-day Workshop on Corporate Governance, Regulation and Development", University of Manchester, 17th November 2006.

Chisari, O y G. Ferro (2005). "Macroeconomic shocks and regulatory dilemmas: The affordability and sustainability constraints and the Argentine default experience". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Volume 45, Issues 2-3, May. Pages 403-420.

Chisari, O. , G. Lambardi, C. Romero y M. Sala (2002). "Manual para la construcción de una Matriz de Contabilidad Social", mimeo.

Ciancanelli, Penny y José Antonio Reyes Gonzalez (2000). Corporate Governance in Banking: A Conceptual Framework. Paper presented at the European Financial Management Association Conference, Athens, June.

Claessens, Stijn (2003). Corporate Governance and Development. Focus 1: Corporate Governance and Development. World Bank, Washington.

Claessens, Stijn y Daniela Klingebiel (1999). Alternative Frameworks for the Provision of Financial Services. Economic Analysis and Country Experiences. The World Bank.

Claessens, Stijn y Joseph Fan (2002). Corporate Governance in Asia: A Survey *International Review of Finance* 3:2, June, 105-129.

Claessens, Stijn, Leora Klapper (2002). *Bankruptcy Around the World*. Policy Research Working Paper Series. The World Bank

Claessens, Stijn y Luc Laeven (2003). Financial Development, Property Rights, and Growth. *Journal of Finance* Vol. LVIII, No. 6. December.

Claessens, Stijn, Daniela Klingebiel y Sergio Schmukler (2002). Explaining the Migration of Stocks from Exchanges in Emerging Markets to International Centers. CEPR Working Paper 3301.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Gerhard Pohl (1996). Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic. Presented at the International Symposium on Capital Markets and Enterprise Reform in Beijing. November.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Larry Lang (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 81-112.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Leora Klapper (2003). Resolution of Corporate Distress in East Asia. Forthcoming *Journal of Empirical Finance*

Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Tatiana Nenova (2001). Corporate Risk around the World. In: Reuven Glick, Ramon Moreno and Mark Spiegel (eds), *Financial Crises in Emerging Markets*, Cambridge University Press 305-338.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan y Larry Lang (2001). When Does Corporate Diversification Matter to Productivity and Performance? Evidence from East Asia. Forthcoming *Pacific-Basin Finance Journal* Vol. 11.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan y Larry Lang (1999). Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. *World Bank Working Paper*. Washington, February.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan, y Larry Lang (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. Forthcoming *Journal of Finance*.

Claessens, Stijn y Simeon Djankov (1998). "Managers, Incentives and Corporate Performance: Evidence from the Czech Republic". Policy Research Working Paper. The World Bank. May.

Cortijo-Gallego, Virginia y Yezegel, Ari (2008). "Contagion effect of the Sarbanes – Oxley Act: Evidence from Spain". *International Journal of Disclosure and Governance*. Vol. 5, num. 2, pag. 140-152.

CRA International (2006). *Sarbanes-Oxley Section 404 Costs and Implementation Issues: Spring 2006 Survey Update*.

Cremers, Martijn y Vinay Nair (2004). Governance Mechanisms and Equity Prices. Working Paper No. 03-15. Yale International Center for Finance (ICF).

Crespi-Cladera, Rafel y Luc Renneboog (2003). Corporate Monitoring by Shareholder Coalitions in the UK. Finance Working Paper N° 12/2003. European Corporate Governance Institute. February.

Denis, Diane y John McConnell (2003). International Corporate Governance. Finance Working Paper No. 05/2003, January. European Corporate Governance Institute (ECGI).

Dewatripont, Mathias y Jean Tirole (1994). The Prudential Regulation of Banks. The Walras-Pareto Lectures, at the École des Hautes Études Commerciales. Université de Lausanne. MIT Press.

Dittmann, Ingolf y Ernst Maug (2003). Lower Salaries and No Options: the Optimal Structure of Executive Pay. Finance Working Paper No. 32/2003. European Corporate Governance Institute. November.

Djankov, Simeon, Edward Glaeser, Rafael La Porta, Florencio López de Silanes y Andrei Shleifer (2003). The New Comparative Economics. Working Papers YSM355. Yale School of Management. May

Edlin, Aaron y Benjamin Hermalin (1997). Contract Renegotiation in Agency Problems. Working Paper 6086. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, July.

FMI (2005). Global Financial Stability Report. World Economic and Financial Service. IMF, June

Franks, Julian, Colin Mayer y Stefano Rossi (2003). Ownership: Evolution and Regulation. Mimeo

Fremont, Olivier y Miarta Capaul (2002). The State of Corporate Governance: Experience from Country Assessment. World Bank Policy Research Working Paper 2828. Washington, June.

Fretes, Guillermo (2005). Questionnaire on the Key Issues in the Latin America White Paper. Mimeo. Buenos Aires, Julio.

Gentile, Mary (2005). Training Managers for the Future. En Economic Perspectives. February. US. Department of State. Bureau of International Information Programs.

Ginsburgh, V. y M. Keyzer (1997). "The Structure of Applied General Equilibrium Models" MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Giordano, Ronald E. (2006). "Enabling efficient small and midcap Sarbanes – Oxley § 404 compliance — Check the (Sar) Box." International Journal of Disclosure and Governance. Vol. 4, num. 1, pag. 42-51.

Goergen, Marc, Miguel Manjon y Luc Renneboog (2004). Recent Developments in German Corporate Governance. Finance Working Paper No. 41/2004. European Corporation Governance Institute. May.

Gordon, Kathryn (2001). The OECD Guidelines and other Corporate Responsibility Instrument: A Comparison. Working Paper on International Investment Number 2001/5.

Gordon, Kathryn y Maiko Miyake (1999). Deciphering Codes of Corporate Conduct: A review of their Contents. Working Paper on International Investment 1999/2.

Gordon, Kathryn y Maiko Miyake (2000). Business Approaches to Combating Bribery: a Study of Codes of Conduct. Working Paper on International Investment 2000/1.

Gugler, Klaus, Dennis Mueller y B. Burcin Yurtoglu (2003). Corporate Governance and the Returns on Investment. Finance Working Paper N° 06/2003. European Corporate Governance Institute. January.

Gifford, Richard and Harry Howe (2004). Regulation and Unintended Consequences: Thoughts on Sarbanes Oxley. The CPA Journal on Line. NY Societies of CPAs. June.

Guy, Marie-Laurence, Stilpon Nestor y Takahiro Yasui (2000). The Relevance of Corporate Governance to Eurasian Transition Economies. Presentado en la Eurasia Corporate Governance Roundtable. October.

Hart, Oliver y John Moore (1999). On the Design of Hierarquies: Coordination versus Specialization. Working Paper 7388. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, October.

Hauser, Samuel y Beni Lauterbach (2004). The Value of voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual Class Stock Unifications. Finance Working Paper N° 33/2004. European Corporate Governance Institute. January.

Haworth, Hugh (2002). Regional Corporate Governance Enforcement Efforts. Shareholder Rights, Equitable Treatment and the Role of the State. 3° Meeting of the Eurasian Corporate Governance Roundtable. OECD.

Hermalin, Benjamin y Michael Weisbach (2001). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. Working Paper 8161. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, March.

Hirota, Shinichi y Kohei Kawamura (2002). What Makes Autonomous Management Do Well?: Corporate Governance Without External Controls. Yale ICF Working Paper No. 02-22. Yale International Center For Finance.

Holmstrom, Bengt y Steven Kaplan (2003). The State of US Corporate Governance: What's Right and What's Wrong? Finance Working Paper No. 23/2003. European Corporate Governance Institute. September.

Houmes, Robert y Dickins, Denise (2008). "The impact of SOX on securities fraud classaction dismissals". *International Journal of Disclosure and Governance*. Vol. 5, num. 2, pag. 104-111.

IAGO (Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones) (2004). *Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina*. FUNDECE e IDEA. Buenos Aires.

IDEA (2004). *Workshop sobre Comité de Auditoria*. Instituto para el Desarrollo Empresarial de la Argentina. Buenos Aires, abril.

INDEC (2001). "Matriz de Insumo Producto para Argentina 1997", Ministerio de Economía y Servicios Públicos, Argentina.

Jensen, Michael (2000). *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*. In M. Jensen, *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*. Harvard University Press, December.

Jensen, Michael (2000). *Value Maximization and the Corporate Objective Function*. Working Paper 00-058. Harvard Business School.

Jensen, Michael y Jerold Warner (2000). *The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors*. *Negotiation, Organization and Markets Research Papers*. Harvard NOM Research Papers. December.

Jensen, Michael, Kevin Murphy y Eric Wruck (2004). *Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*. Finance Working Paper No. 44/2004. European Corporate Governance Institute. July.

Jesover, Fianna y Kirkpatrick, Grant (2004). *The Revised OECD Principles of Corporate Governance and their Relevance to Non – OECD Countries*.

Kaplan, Steven y Per Stromberg (2000). *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*. The Center for Research in Security Prices Working Paper No. 513. University of Chicago, Graduate School of Business.

Kirkpatrick, Grant (2003). *La reforma a los Principios de la OECD y su aplicación en América Latina*. Speech given to Seminario Internacional Bogota. OECD (15099793)

Krakovsky, Alexander (2002). *Corporate Governance Upside-Down. How the pieces (and lemons) fit after the mass privatization. Shareholder Rights, Equitable Treatment and the Role of the State*. 3° Meeting of the Eurasian Corporate Governance Roundtable. OECD.

Kumar, Krishna, Raghuram Rajan y Luigi Zingales (1999). *What Determines Firm Size?*. NBER Working Papers 7208. National Bureau of Economic Research. July.

Lannuti, Juan Carlos y Carlos Oteiza Aguirre (2005). Carta de la Cámara de Sociedades Anónimas a Laura Attack Coordinadora de Proyecto de la División de Asuntos Corporativos de la OECD. Septiembre 13.

La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes y Andrei Shleifer (1998). Corporate Ownership Around the World. Working Paper 6625. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, June.

La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes y Andrei Shleifer (2003). What Works in Securities Laws?. NBER Working Paper No. 9882. National Bureau of Economic Research.

La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (1998). Agency Problems and Dividend Policies Around the World. Working Paper 6594. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, June.

La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (1999b). Investor Protection: Origins, Consequences, Reform. Working Paper 7428. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, December.

La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (1999a). Investor Protection and Corporate Valuation. Working Paper 7403. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, October.

La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (1996). Trust in Large Organizations. Working Paper 5864. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, December.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes y Guillermo Zamarrita (2002). “Related Lending”. Yale International Center for Finance – Working Paper N° 02-19.

Leblanc, Richard (2007). “Proceedings of the Inaugural IJDG Conference. Recruitment, training and assessment (and removal) of directors post SOX.” International Journal of Disclosure and Governance. Vol. 5, num. 1, pag. 8-14.

Levine, Ross (2004). The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts and Evidence. Policy Research Working Paper 3404. The World Bank, September.

Lins, Karl y Francis Warnock (2004). Corporate Governance and the Shareholder Base. Finance Working Paper No. 43/2004. European Corporate Governance Institute. July.

López de Silanes, Florencio (2003). A Survey of Securities Laws and Enforcement. Mimeo

López de Silanes, Florencio, Rafael La Porta, Cristian Pop-Eleches y Andrei Shleifer (2002). The Guarantees of Freedom. Yale ICF Working Paper No. 02-05. Yale International Center for Finance. January

MacGregor, James y Campbell, Ian (2006). "What every director should know about investor relations". *International Journal of Disclosure and Governance*. Vol. 3, num. 1, pag. 59-69.

Maechler, Andrea y Roland-Holst, David (1995). *Empirical specifications for a General Equilibrium Analysis of Labor Market Policies and Adjustments*. Working Paper No.106. OECD (1919890)

Marsili, María Celia (Directora), Miguel Araya, Diana Fabio de Montalbán, Eduardo Bacqué, Enrique Peláez, Ricardo Jucarrell Moffo y Gabriela Dall'Asta (2003). *Mercado de Capital. Régimen de las emisoras. Adhesión al 50° aniversario de la CSA (1953-2003)*. UADE-CSA, Rubinzal-Culzoni Editores.

Macey, Jonathan y Maureen O'Hara (2003). *The Corporate Governance of Banks*. Federal Reserve Bank of New York Policy Review, April.

Millstein, Ira (2005). *Laying the Groundwork for Economic Growth*. En *Economic perspectives*. February. US. Department of State. Bureau of International Information Programs.

Mohanram, Partha y Shyam Sunder (2004). *How Has Regulation Fair Disclosure Affected the Functioning of Financial Analysts?*. *Contemporary Accounting Research*. January.

Monks, Robert (2005). *The Case for Powerful Shareholders*. En *Economic perspectives*. February. US. Department of State. Bureau of International Information Programs.

Morck, Randall y Masao, Nakamura (2003). *Been There, Done That. The History of Corporate Ownership in Japan*. Finance Working Paper N° 20/2003. European Corporate Governance Institute. July.

Murphy, Kevin (1998). *Executive Compensation*. Mimeo, April.

Nestor, Stilpon (2001). *Corporate Reform in Russia and the former Soviet Union: the first ten years*. Organization for Economic Cooperation and Development.

Nestor, Stilpon y Fianna Jesover (2000). *OECD Principles of Corporate Governance on Shareholder Rights and Equitable Treatment: Their relevance to the Russian Federation*. OECD/World Bank Corporate Governance Roundtable for Russia.

Nestor, Stilpon y John Thompson (2001). *Corporate Governance Patterns in OECD Economies: Is Convergence under Way?*.

Nestor, Stilpon (2001). *International Efforts to Improve Corporate Governance: Why and How*. OECD.

OECD (2001a). *Corporate Responsibility: Results of a fact-finding Mission on Private Initiatives*. Working Paper on International Investment. Number 2001/2.

OECD (1999a). Conference on the Role of International Investment in Development Corporate Responsibilities and the OECD Guidelines for Multinational Enterprises Analytical Summary.

OECD (2001b) Corporate Governance in OECD Member Countries: Recent Developments and Trends. Draft Room Document 1. OECD Steering Group on Corporate Governance.

OECD (2002a) Roundtable on Corporate Responsibility: Supply chains and the OECD Guidelines for Multinational Enterprises. Summary of the Roundtable discussion.

OECD (2002b). Informal Workouts, Restructuring and the future of Asian Insolvency Reform. Proceedings from the second forum for Asian Insolvency Reform.

OECD (2003a). Experiences from the Regional Corporate Governance Roundtables. Corporate Affairs Division.

OECD (2003b). The Fifth Asian Roundtable on Corporate Governance. Synthesis Note.

OECD (2003c). White Paper on Corporate Governance in Latin America.

OECD (2004a) The Legal Regulatory and Institutional Framework for Enforcement Issues in Latin America: A comparison for Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Peru. The Fifth Meeting of the Latin America Corporate Governance Roundtable.

OECD (1999b). Conference on “Corporate Governance in Russia” (1999). Synthesis Note.

OECD (2001c). Codes of Corporate conduct: Expanded Review of their Contents. Working Paper in International Investment. Number 2001/6.

OECD (2003d). Roundtable on Corporate Responsibility: Enhancing the Role of business in the Fight against Corruption. Making the most of the OECD Guidelines for Multinational Enterprises. Summary of the Roundtable Discussion.

OECD (2003e). Guidelines for Multinational Enterprises: 2003 Annual Meeting of the National Contact Points. Report by the Chair.

OECD (2003f). White Paper on Corporate Governance in Asia.

OECD (2003g). White Paper on Corporate Governance in Russia.

OECD (2003h). White Paper on Corporate Governance in South East Europe.

OECD (2004b). Principles of Corporate Governance.

OECD (2002c). Globalization and Governance. Main Results of the OECD Development Center's. 2001-2002. Program of Work.

OECD (2003i). Survey of Corporate Governance Development in OECD Countries.

OECD (2011). Fortaleciendo el Gobierno Corporativo Latinoamericano. El Papel de los Inversionistas Institucionales.

Oman, Charles (2001). Corporate Governance and National Development. OECD Working Paper No. 180. OECD. October.

Oman, Charles y Daniel Blume (2005). Corporate Governance: The Development Challenge. En Economic Perspectives. February. US. Department of State. Bureau of International Information Programs.

Oster, Sharon y Katherine O'Regan (2002). Does the Structure and Composition of the Board Matter? The Case of Nonprofit Organizations. Yale SOM Working Paper No. PM-04. September.

Pagano, Marco y Paolo Volpin (2002). Managers, Workers, and Corporate Control. Finance Working Paper N° 01/2002. European Corporate Governance Institute. October.

Paliashvili, Irina (2002). Outline for the Case Study on Share Dilution. Shareholder Rights, Equitable Treatment and the Role of the State. 3° Meeting of the Eurasian Corporate Governance Roundtable. OECD.

Perotti, Enrico (2003). "State Ownership: A Residual Role?". Foro Global de Gobierno Corporativo. October.

Perotti, Enrico y Ernst-Ludwig von Thadden (2003). The Political Economy of Bank- and Market Dominance. Finance Working Paper N° 21/2003. European Corporate Governance Institute. September.

Polo, Andrea (2007). Corporate Governance of Banks: The Current State of the Debate. INCFAI Journal of Banking Law, October.

Pyatt, G. y J. I. Round (1985). "Social Accounting Matrices. A basis for Planning" World Bank, Washington.

Reina, Laura (2005). Mala praxis. Seguros: protección para altos ejecutivos. La Nación, Buenos Aires, 3 de abril.

Rashkover, Barry W. y Winter, Catherine B. (2005). "The impact of Sarbanes-Oxley on SEC enforcement in public company disclosure cases — Part I". International Journal of Disclosure and Governance. Vol. 2, num. 4, pag. 312-324.

Rashkover, Barry W. y Winter, Catherine B. (2006). "The impact of Sarbanes-Oxley on SEC enforcement in public company disclosure cases — Part II". International Journal of Disclosure and Governance. Vol. 3, num. 1, pag. 49-58.

Redington, William C. (2006). "An underwriter's perspective on audit committee financial expertise". *International Journal of Disclosure and Governance*. Vol. 3, num. 2, pag. 107-114.

Renneboog, Luc ad Grzegorz Trojanowski (2003). *The Managerial Labor Market and the Governance Role of Shareholder Control Structures in the UK*. Finance Working Paper N° 16/2003. European Corporate Governance Institute. March.

Santella, Paolo (2002). *Bankruptcy and Corporate Governance*. Banca d' Italia.

Schneider, Arnold (2008). "The roles of internal audit in complying with the Sarbanes – Oxley Act".

International Journal of Disclosure and Governance. Vol. 6, num. 1, pag. 69-79.

Shah, Anish y Shyam Sunder (1999). *Directors' Incentives and Corporate Performance*. Research Institute for Economics and Business, Kobe University Workshop.

Shleifer, Andrei y Robert Vishny (1996). *A Survey in Corporate Governance*. Working Paper 5554. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA,

Shoven, J. B. y J. Whalley (1992). "Applying General Equilibrium". Cambridge University Press, New York.

Sullivan, John y Georgia Sambunaris (2005). *Creating a Sustainable Corporate Environment*. En *Economic perspectives*. February. US. Department of State. Bureau of International Information Programs.

Sunder, Shyam (2002). *Management Control, Expectations, Common Knowledge and Culture*. Revised Version of the plenary address at the Management Accounting Research Conference 2002. Austin, January.

Tafara, Ethiopis y Robert Strahota (2005). *Fostering an International Regulatory Consensus*. En *Economic perspectives*. February. US. Department of State. Bureau of International Information Programs.

Veasey, E. Norman (2000). *The Role of the Judiciary in Corporate Law, Corporate Governance and Economics Goals*. *Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends*. OECD.

Velasco San Pedro, Luis (2005). *El Gobierno Corporativo en Estados Unidos y Europa*. Exposición en UADE.

Vitols, Sigurt (2005). "German corporate governance in transition: Implications of bank exit from monitoring and control". *International Journal of Disclosure and Governance*. Vol. 2, num. 4, pag. 357-367.

Wallison, Peter (2005). Sarbanes-Owley and the Ebbers Conviction. Financial Services Outlook. AEI Online, Washington: June

Witherell, Bill (2002). Corporate Governance and responsibility. Foundations of markets integrity. OECD.

Ward, John (2005). Governing Family Businesses. En Economic perspectives. February. US. Department of State. Bureau of International Information Programs.

Witherell, Bill (2003) The Role of Market Discipline and Transparency in Corporate Governance Policy. OECD.

Witherell, Bill. (2004). The revised OECD Principles of Corporate Governance: A management Roadmap for Healthy, Well-Governed Companies. OECD.

Witherell, William. (2003). Strengthening market foundations through Corporate Governance Reform at the 28th Annual Conference of the International Organization of Securities Commissions. OECD .

Zegarowski, Greg (2006). “Corporate sustainability after Sarbanes – Oxley linking social – political initiatives and small and medium-sized enterprise resources”. International Journal of Disclosure and Governance. Vol. 4, num.1, pag. 52-58.

Zhang, Ivy Xiyang (2005). Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. William E. Simon Graduate School of Business Administration. University of Rochester.

Zingales, Luigi (1997). Corporate Governance. Working Paper 6309. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, December.