



DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

**XXXV Jornadas Nacionales de Administración Financiera  
Septiembre 2015**

# **RELEVANCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO PARA LAS FINANZAS**

## **Análisis de la normativa vigente**

**Anahí Briozzo**

*Universidad Nacional del Sur  
CONICET- IIESS*

**Diana Albanese**

**Agustín Argañaraz**

**Diego Santolíquido**

**Eliana Barco**

*Universidad Nacional del Sur*

*SUMARIO: 1. Introducción; 2. Marco conceptual; 3. Marco normativo del GC en la Argentina; 4. Análisis comparativo; 5. Comentarios finales*

Para comentarios: [abriozzo@uns.edu.ar](mailto:abriozzo@uns.edu.ar)

### ***Resumen***

El gobierno corporativo (GC) describe cómo una empresa debe ser administrada, dirigida y controlada, lo cual involucra los roles de los accionistas y directores de la empresa, y la integridad de los reportes financieros. El objetivo de este trabajo es analizar marco normativo del GC para las empresas sujetas al régimen de oferta pública en los Mercado de Valores de la Argentina. Se estudian en forma comparativa los requerimientos obligatorios versus las recomendaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

## 1. Introducción

El gobierno corporativo (GC) describe cómo una empresa debe ser administrada, dirigida y controlada. El impacto del gobierno corporativo (o gobernanza empresaria) en las finanzas se ha centrado en diversas áreas. El GC mejora la oportunidad de la presentación de la información financiera, ayuda prevenir el fraude contable, aumenta la transparencia de los reportes, y construye responsabilidades sobre los altos directivos en caso de incumplimiento. Existen varios nexos por los cuales se espera una relación entre GC y valor de la empresa, siendo el riesgo uno de las principales vías. El nexo entre el GC y el riesgo deriva de una de las proposiciones fundamentales del GC: que el mismo puede disuadir el comportamiento oportunista de los directivos, y la toma excesiva de riesgos (Balachandran y Faff, 2015).

La relación entre GC y valor de la empresa se deriva también de otros canales, como la participación de los directivos en la propiedad de la empresa, los sistemas de compensación y el comportamiento de atrincheramiento (*entrenchment*), la opacidad contable y la construcción de la confianza en la información, la toma de riesgos por parte de los directivos, y la participación activa de los accionistas.

El mercado de capitales de la Argentina muestra un menor desarrollo que el de otros países de la región y que el promedio de economías emergentes. Presenta un bajo nivel de emisiones domésticas, de empresas listadas, de capitalización y de volumen negociado, mientras que la concentración es superior al de los otros grupos de referencia. Esto último se debe a que en economías con baja protección legal a los inversionistas, la mejor forma de protegerse es eliminando el problema de free-rider aumentando la concentración en la propiedad de la empresa y generando algún tipo de accionista controlador, ya sea otra empresa, una familia, un banco o el Estado. No existen en la Argentina empresas con propiedad atomizada, más de la mitad de las compañías cuenta con un accionista principal de nacionalidad extranjera, y el número de directores independientes coincide en promedio con el requisito regulatorio mínimo (Chisari y Ferro, 2012). Según el CEF (2005) esta solución de gobierno corporativo implica la existencia de un accionista controlador expropiando a accionistas minoritarios, otros inversionistas y demás stakeholders.

El bajo desarrollo de un mercado de capitales tiene una relación causal que actúa en ambas direcciones con la calidad de gobierno corporativo. Por un lado, el deficiente gobierno corporativo reduce la demanda de títulos por parte de los inversores, y, por el otro, el escaso desarrollo del mercado desalienta la entrada de inversores extranjeros ante la percepción de que un mercado poco desarrollado no premia las buenas prácticas de gobierno. Por eso, justamente, en contextos institucionales relativamente más débiles se espera que los compromisos contractuales asumidos por las propias empresas generen un mayor beneficio para las mismas.

Los principios de GC de la OCDE fueron desarrollados considerando que las políticas de GC tienen un rol importante en la consecución de objetivos económicos amplios, en relación a la confianza de los inversores, y la formación y asignación de capital. En conjunto, las normas y prácticas de GC brindan un marco para atenuar la distancia entre los ahorros de las familias y las inversiones en la economía real. Como consecuencia, se espera que las buenas prácticas de GC garanticen a los accionistas y otras partes interesadas que sus derechos serán protegidos, y así las empresas puedan disminuir su costo de capital y obtener un mejor acceso a los mercados de capitales.

El objetivo de este trabajo es estudiar el marco normativo del gobierno corporativo (GC) de las empresas sujetas al régimen de oferta pública en la Argentina. Se analiza tanto el marco regulatorio obligatorio como el voluntario, y se comparan los requerimientos con las recomendaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE 2015).

## 2. Marco conceptual

### 2.1 Gobierno corporativo

El GC puede definirse como un conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversores externos pueden protegerse contra la expropiación de rentas por parte de los agentes internos de la firma (LaPorta, López-de-Sinales, Shleifer&Vishny, 2000).

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

Según OCDE (Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo): conjunto esencial de acciones directivas seguidas por la organización a fin de lograr razonabilidad, rendición de cuentas, transparencia y responsabilidad. Estas acciones ayudarán a crear un capital reputacional positivo (crédito mercantil) para la firma, y a construir en inversionistas y acreedores confianza en la firma como una entidad viable.

La definición tradicional es la que relaciona al GC con la protección de los intereses de los accionistas (Tirole, 2001) y tiene su origen en los problemas surgidos como consecuencia de la separación entre la propiedad y el control (Berle&Means, 1932). La importancia del correcto funcionamiento de los sistemas de Gobierno Corporativo deriva principalmente de este aspecto fundamental que se puede observar en empresas que hacen oferta pública de su capital, debido a la imposibilidad de manejo por parte del gran número de accionistas propietarios, generando la necesidad de designar managers profesionales.

En este esquema, surge el planteamiento de la teoría de agencia clásica, Jensen &Meckling (1976) proponen que esta separación entre propiedad y control genera un conflicto de interés entre dueños (principales) y managers (agentes), entendido éste como la tendencia a la expropiación de rentas por parte de los segundos. La expropiación se da cuando los managers utilizan las ganancias de la firma para beneficio propio, en lugar de retornarlos a los accionistas. De la misma forma, los problemas de agencia también pueden surgir entre los *insiders* de la empresa y los tenedores de deuda.

En forma más general, Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang (2008) establecen que los conflictos de agencia se pueden presentar en diferentes formas, y que la forma clásica descrita anteriormente se suele presentar principalmente en mercados desarrollados, en los cuáles la propiedad está muy dispersa en un conjunto atomizado de accionistas. En mercados emergentes, como los latinoamericanos, el conflicto se da de manera diferente, ya que una característica común de éstos es la gran concentración de la propiedad en pocos individuos (o familias fundadoras) y grupos económicos. Así, queda planteado el conflicto Principal-Principal, que surge entre el manager representante de la familia controlante y los otros inversores no pertenecientes a este grupo.

La importancia de un buen GC es que mitiga los conflictos de interés entre los distintos participantes de una empresa, y reduce la opacidad informativa, lo cual se espera tendría un efecto positivo sobre el desempeño de las mismas y su valoración en el mercado (para mercados emergentes ver Campos, Newell, & Wilson (2002); Klapper & Love (2004); Garay & González, (2008); Braga Alves & Shastri (2011), entre otros). En el caso particular del mercado argentino, Streb (2013) propone la implementación de un código de GC en el ámbito de las PyMEs autorizadas para ofertar públicamente, que serviría como un atractivo para los potenciales inversores, y también aminoraría el costo de financiamiento de las empresas en la medida que se requieran menores avales.

## 2.2 Los principios de GC de la OCDE

La Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OCDE) emitió, en 1999, sus “Principios de Gobierno Corporativo” en los que se encuentran las ideas básicas que dan forma al concepto, emitiendo una visión revisada de los mismos en el 2004 y posteriormente en el 2015. Los Principios representan una base común que los países miembros de la OCDE consideran esencial para el desarrollo de buenas prácticas de gobierno. El Foro sobre Estabilidad Financiera ha calificado a los Principios como una de las normas fundamentales para garantizar sistemas financieros sanos.

Las empresas son conscientes en comprender que buenas medidas de Gobierno Corporativo contribuyen a potenciar su competitividad, y garantizar el buen y normal funcionamiento a los *stakeholders*.

El GC constituye un elemento clave para aumentar la eficacia económica y potenciar el crecimiento, así como para fomentar la confianza de los inversores; además, abarca toda una serie de relaciones entre el cuerpo directivo de una empresa, sus accionistas y otras partes interesadas. Asimismo, proporciona una estructura para el establecimiento de objetivos por parte de la empresa, y determina los medios que pueden utilizarse para alcanzar dichos objetivos y para supervisar su cumplimiento.

Los principios tienen un carácter no vinculante, y no pretenden la incorporación de disposiciones detalladas en las legislaciones nacionales. Lo que se pretende con ellos, es identificar los objetivos y diversos medios para lograr un adecuado gobierno corporativo.

Los Gobiernos y los agentes de mercado son quienes deben decidir cómo deben aplicarse estos principios a la hora de desarrollar sus propios marcos de gobierno corporativo.

Los principios hacen referencia los siguientes aspectos: I) garantizar la base de un marco eficaz para el GC, II) los derechos de los accionistas y funciones clave en el ámbito de la propiedad, III) un trato equitativo hacia los accionistas, IV) el papel de las partes interesadas, V) revelación de datos y transparencia y VI) las responsabilidades del Consejo de Administración o Directorio. Cada Principio se analiza en forma comparativa con la normativa argentina en la sección 4.

Si bien los Principios se focalizan en empresas de capital abierto, también pueden resultar útiles para empresas de capital cerrado. De la misma forma, mientras algunas Principios pueden resultar mayormente apropiados para empresas de gran tamaño, OCDE (2015) señala que los hacedores de políticas de cada país pueden desear fomentar la toma de conciencia respecto a las buenas prácticas de GC para empresas de todo tamaño.

## 3. Marco normativo del GC en la Argentina

Chisari y Ferro (2012) señalan que en la década de los 1990s, la Argentina adoptó una serie de normas de gobierno corporativo similares a los países con CommonLaw, 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 de la Comisión Nacional de Valores.

El CEF indica que el Decreto 677/01 del Poder Ejecutivo Nacional (Régimen de transparencia de la oferta pública) significó un primer y significativo paso en la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo para las empresas con oferta pública en nuestro país. Aunque la reforma tuvo una recepción positiva en el mercado, la evidencia indica que existe amplio margen para mejorar el Gobierno Corporativo Institucional en la Argentina, incluyendo no sólo a empresas de oferta pública sino también, empresas sin oferta pública y entidades financieras. En tal sentido, uno de los aspectos críticos se relaciona no sólo a la existencia del

marco institucional, legal y normativo adecuado sino también a la efectiva aplicación de las leyes y normas (enforcement).

Por el lado voluntario, el Código de Mejores Prácticas de Gobierno de las Organizaciones para la República Argentina, preparado por el Instituto Argentino para el Gobierno de las Organizaciones (IAGO, 2004) proporciona pautas para la mejor administración y control de las organizaciones. Estas pautas, basadas en experiencias y normas internacionales, se adaptan a la legislación vigente en la Argentina y buscan aumentar la transparencia en el Gobierno Corporativo con el fin de aumentar el valor de las empresas, mejorar la gestión empresarial, facilitar el acceso al mercado de capitales y la resolución de conflictos de interés.

El Código establece pautas relativas a:

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

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

Sucintamente, los contenidos mínimos del Código abarcan seis aspectos:

- 1) el ámbito de aplicación del Código (incluyendo la relación emisora-grupo económico y la inclusión en el estatuto societario)
- 2) la actuación del directorio en general (incluyendo sus responsabilidades por la estrategia de la compañía, el control de la gestión, la gestión de riesgos, el comité de auditoría, la integración del directorio, la cantidad y calidad de independencia de los mismos, su pertenencia a diversas sociedades, la evaluación de su desempeño, y su capacitación)

- 3) la independencia de los directores (incluyendo la difusión de su independencia, la designación de ejecutivos gerenciales, y la proporción y reunión de los directores independientes)
- 4) la relación con los accionistas (incluyendo la información brindada a los mismos, la atención a sus consultas, la participación de los accionistas minoritarios en las decisiones, el mercado de control, y la política de dividendos)
- 5) la relación con la comunidad (incluyendo cuestiones sobre la comunicación vía Internet)
- 6) los comités (incluyendo cuestiones relativas a la dirección del comité de auditoría, a la rotación y relación del síndico y los auditores externos, y a la remuneración y nombramiento de los directores).

En mayo de 2012 la CNV emite la Res. 606/12 que modifica los contenidos del Código de Gobierno Societario (Res. 516/07), y es de cumplimiento obligatorio para los EEFF que se inicien a partir de enero de 2012. Al igual que en la resolución anterior, cada empresa debe autoevaluar su GC, informando si sigue las recomendaciones, y de qué modo, o explicar las razones por las cuales no se las adopta. Esta modificación al Código de Gobierno Societario incluye nueve principios:

- 1) Relación entre la emisora, su grupo económico, y sus partes relacionadas: busca garantizar la divulgación de las políticas aplicables en estos casos, la existencia de mecanismos preventivos de conflictos de interés y la prevención del uso indebido de información privilegiada.
- 2) Administración y supervisión de la emisora: busca garantizar que el Directorio asuma la administración y supervisión de la empresa, asegurar un efectivo control de gestión, dar a conocer el proceso de evaluación del desempeño del Directorio, que el número de miembros externos e independientes sea una proporción “significativa”, que existan normas y procedimientos para la selección de miembros del Directorio y gerentes de primera línea, y capacitaciones para los mismos.
- 3) Política de identificación, medición, administración y divulgación del riesgo empresarial: indica que la empresa debe tener una política específica al respecto, contar con un Comité de Gestión de Riesgos dentro del Directorio o gerencia general, tener una función de oficial de gestión de riesgos o equivalente dentro de la gerencia general, actualizar permanentemente las políticas de gestión integral de riesgos, indicando las metodologías empleadas, y comunicar sobre los resultados de la supervisión de riesgos realizada en los estados financieros y en la memoria anual.
- 4) Integridad de la información financiera y auditorías independientes: busca garantizar la independencia y transparencia de las funciones del Comité de Auditoría del Auditor externo, indicando que la mayoría de los integrantes del dicho comité debe ser independiente, se debe contar con una función de auditoría interna que reporte al Comité o al presidente del Directorio, que los integrantes del comité evalúen en forma anual a los auditores externos, y contar con una política referida a la rotación de los miembros de la Comisión Fiscalizadora y/o del Auditor externo.
- 5) Respeto por los derechos de los accionistas: busca asegurar que los accionistas tengan acceso a la información de la empresa, promover la participación activa de todos los accionistas, garantizar el principio de igualdad entre acción y voto, establecer mecanismos de protección frente a tomas de control, alentar la dispersión accionaria, y asegurar una política de dividendos transparente.
- 6) Vínculo con la comunidad: se basa en el suministro de información mediante un sitio web, y la emisión de un Balance de Responsabilidad Social y Ambiental.
- 7) Remuneración justa y responsable: busca establecer políticas claras de remuneración de los integrantes del Directorio y de los gerentes de primera línea, mediante un Comité de Remuneraciones.

- 8) **Ética empresarial:** busca garantizar comportamientos éticos, mediante un Código de Conducta Empresarial, mecanismos para recibir denuncias sobre conductas ilícitas o antiéticas, y políticas específicas para el tratamiento de las mismas.
- 9) **Alcance del Código:** fomenta la inclusión de estas previsiones de GC en el Estatuto Social.

Con respecto a la normativa legal general, la Ley General de Sociedades N°19550 (previamente denominada Ley de Sociedades Comerciales) contempla en su Sección V las características y requerimientos de las Sociedades Anónimas. La entrada en vigencia en agosto de 2015 del nuevo Código Civil y Comercial incorpora esta Ley la nueva figura la Sociedad Anónima Unipersonal (SAU), la cual queda incluida en el Art. 299 de sociedades sujetas a fiscalización estatal permanente, junto con las sociedades que hacen oferta pública de sus títulos. De esta forma, las SAU deberán contar con un Directorio integrado por un mínimo de tres miembros y poseer un órgano de fiscalización colegiado.

Adicionalmente, las empresas que hacen oferta pública de sus títulos están sujetas a la Ley Mercado de Capitales N° 26831 promulgada en diciembre del 2012, y a las Normas 2013 de la Comisión Nacional de Valores, las cuales serán analizadas en la próxima sección del trabajo.

#### 4. Análisis comparativo

Se presenta en esta sección la normativa vigente respecto a gobierno corporativo en la Argentina, aplicable a empresas emisoras de valores negociables, y que por lo tanto se encuentran bajo la órbita la CNV. Los requerimientos han sido agrupados en cinco dimensiones:

- *Composición y funcionamiento del Directorio (Tabla 1):* Para todas las sociedades anónimas emisoras es obligatoria la constitución de un directorio con un mínimo de tres miembros. Para las PyMEs no es obligatorio constituir un órgano de fiscalización colegiado.
- *Transparencia e integridad de la información (Tabla 2):* Es obligatorio el requisito de auditor externo independiente. Los requisitos informativos para las PyMEs son menores.
- *Ética, conflictos de interés y RSE (Tabla 3):* Implica la responsabilidad social y ambiental, tanto de directores como gerentes, y las políticas de manejo de conflictos y regulaciones sobre contratos con partes interesadas.
- *Protección de los accionistas (Tabla 4):* Derechos legalmente otorgados a los accionistas, en cuanto a representación, voto y control, se enfoca especialmente en la protección de los accionistas minoritarios.
- *Medición, administración y divulgación del riesgo (Tabla 5):* Obligatoriedad de difundir las políticas para manejo de riesgos.

Para cada dimensión del GC se realiza una comparación de la normativa argentina y los principios de la OCDE.

La Tabla 1 describe las características requeridas al Directorio, en cuanto a número de miembros, condición de independencia, comités del directorio, plazos de designación, entre otros. Con respecto al Directorio, el Principio VI de la OCDE trata las responsabilidades de este órgano, y establece que el GC:

- Debe garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección ejecutiva por parte del Consejo y la responsabilidad de éste frente a la empresa y los accionistas. Los miembros del Consejo deberán actuar disponiendo siempre de la información más completa, de buena fe, con la diligencia y atención debidas y en el más alto interés de la sociedad y accionistas.

- Las decisiones del Consejo que puedan afectar a los distintos grupos de accionistas, deberán conceder un trato justo a todos los accionistas, aplicando unos niveles de ética muy elevados, debiendo siempre considerar los intereses de las partes interesadas.
- Asimismo el Consejo debe tener la posibilidad de realizar juicios objetivos e independientes sobre cuestiones relativas a la sociedad: designar un número suficiente de miembros no ejecutivos del Consejo, con capacidad para realizar juicios independientes sobre tareas en las que pueda existir un conflicto potencial de intereses y de comprometerse de manera efectiva con sus responsabilidades, para ello deberá tener acceso a una información precisa, relevante y oportuna.
- El Consejo deberá desempeñar las siguientes funciones clave: 1) la revisión y orientación de la estrategia de la empresa, de los principales planes de actuación, de la política de riesgos, de los presupuestos anuales y de los planes de la empresa; el establecimiento de objetivos en materia de resultados; el control del plan previsto y de los resultados obtenidos por la empresa; la supervisión de los desembolsos del capital, las adquisiciones y desinversiones de mayor cuantía, 2) el control de la eficacia de las prácticas de gobierno de la sociedad, y la introducción de los cambios necesarios, 3) la selección, la retribución, el control, la sustitución de los directivos principales, y la supervisión de los planes de sucesión, 4) el alineamiento de la retribución a los directivos principales y miembros del Consejo con los intereses de la sociedad y de los accionistas a largo plazo, 5) garantizar la formalidad y transparencia del proceso de propuesta y elección de los miembros del Consejo, 6) el control y gestión de conflictos potenciales de interés entre directivos, miembros del Consejo y accionistas, incluida la utilización indebida de los activos de la empresa, 7) garantizar la integridad de los sistemas de presentación de informes contables y financieros de la sociedad, incluida la auditoría independiente, y la disponibilidad de sistemas de control adecuados y, en particular, de sistemas de gestión del riesgo, de control financiero y operativo, y garantizar la adecuación de estos sistemas a la ley y a las normativas aplicables y 8) la supervisión del proceso de revelación de datos y de las comunicaciones.

En este último aspecto, la normativa argentina brinda especial importancia al punto 3, ya que la Res. CNV 606/12 solicita indicar si existe un Comité de Nombramientos y al punto 7, ya que la Ley de Mercado de Capitales establece que es obligatorio el Comité de Auditoría.

En la Tabla 2 se comparan los requerimientos respecto a transparencia e integridad de la información. Estos contenidos se expresan en parte en el Principio V de Divulgación y transparencia de la OCDE, donde se señala que el GC:

- Debe garantizar la revelación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales relativas a la sociedad, incluida la situación financiera, los resultados, la titularidad y el gobierno de la empresa.
- La información a divulgar debe incluir –como mínimo–: los resultados financieros y de explotación de la sociedad, sus objetivos, la titularidad de los grandes grupos de acciones y de derechos de voto, la política de remuneraciones de los miembros del Consejo y directivos principales, sus méritos, proceso de selección y los cargos desempeñados en otras empresas y si son considerados independientes por parte del Consejo, operaciones de partes vinculadas, factores de riesgo previsible, cuestiones relativas a los empleados y otras partes interesadas, estructuras y políticas de gobierno corporativo. Los canales de divulgación deben garantizar un acceso igualitario, puntual y asequible por parte de los usuarios a la información de interés.



- Los reportes deben ser elaborados y divulgados con arreglo a normas de alta calidad en materia de contabilidad y revelación de información financiera y no financiera.
- Se debe llevar a cabo una auditoría anual por un auditor independiente, competente y cualificado a fin de ofrecer a los miembros del Consejo y a los accionistas una garantía externa y objetiva de que los estados financieros reflejan fielmente la situación financiera y los resultados de la empresa en todos sus aspectos materiales.
- Por último, la revelación de datos y transparencia debe complementarse con un planteamiento efectivo que prevea y promueva la disponibilidad de un análisis o de asesoramiento por parte de analistas, corredores o agencias de calificación, que pudieran ser de interés para los inversores a la hora de adoptar decisiones; y deberán estar libres de posibles conflictos de materiales de interés que pudieran comprometer la integridad de su análisis o asesoramiento.

En particular con respecto al requisito de independencia del auditor externo, debe tenerse en cuenta que la independencia permite a una persona realizar su trabajo sin dejarse influenciar por hechos externos, ni restricciones o limitantes relacionadas con sus sentimientos o relaciones con sus pares.

El principio de independencia es excluyente para que un contador público matriculado en los Consejos Profesionales respectivos, realice encargos de auditoría de estados financieros, según lo normado por la Resolución Técnica 37 de la Federación Argentina de Consejos Profesionales en Ciencias Económicas (FACPCE) y el código de Ética Unificado del mismo organismo. Es obligatoria según la Ley 26.831 (Mercado de Capitales), y la definición de independencia correspondiente se encuentra reglamentada en las Normas 2013 de la CNV (Título II Capítulo III Sección VI, Artículo 21). En la Argentina conviven actualmente las normas contables emitidas por la FACPCE, denominadas Resoluciones Técnicas (RT) que luego son aprobadas por los respectivos Consejos Profesionales, las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y las NIIF para PyMES. Actualmente las NIIF son obligatorias para las empresas que cotizan en la CNV, excepto las que se encuentran bajo el contralor de otros organismos tales como Banco Central de la República Argentina, Superintendencia de Seguros, entre otros, y las que califican como PyMES. Si bien los auditores externos deben presentar a la CNV una declaración jurada que contenga, entre otras cosas, el detalle de sus relaciones profesionales con la emisora, sus accionistas y sociedades relacionadas, la información disponible públicamente sólo identifica al auditor (nombre, DNI, CUIL/CUIT y domicilio). El Código de Ética Unificado (CEU) de la FACPCE, menciona una serie de cualidades básicas necesarias para cumplir con los objetivos de la profesión tales como: “trabajar al más alto nivel de profesionalidad con el fin de obtener el mayor nivel posible de ejecución y en general para satisfacer los requisitos del orden público...” y enumera una serie de situaciones en las cuales expresamente existe falta de independencia.

Como puede verse en la Tabla 3, los aspectos referidos a ética, conflictos de intereses y RSE no están contemplados en la Ley 19550. La normativa argentina trata este tema solo para las empresas bajo régimen de oferta pública, si bien puede considerarse que los conflictos entre partes interesadas no se limitan únicamente a este ámbito. El Principio IV de la OCDE referido al rol de las partes interesadas en el GC, propone que:

- Deben reconocerse los derechos de las partes interesadas establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos, y fomentar la cooperación activa entre sociedades y las partes interesadas con vistas a la creación de riqueza y empleo, y a facilitar la sostenibilidad de empresas sanas desde el punto de vista financiero.
- Las partes interesadas que participen deberán tener un acceso puntual y periódico a información relevante, suficiente y fiable; pudiendo manifestar libremente al Consejo de Administración sus preocupaciones en relación con posibles prácticas ile-

gales o no éticas y sus derechos no deberán quedar comprometidos por realizar este tipo de manifestaciones.

- En procesos en que se presenten casos de insolvencia, el marco para el gobierno corporativo deberá ser efectivo, eficaz y por medio de la aplicación efectiva de los derechos de los acreedores.

De las sugerencias desarrolladas por la OCDE, el marco regulatorio argentino no menciona el siguiente aspecto:

- Los empleados deben contar con mecanismos que favorezcan su participación.

Como se muestra en la Tabla 4, la protección de los derechos de los accionistas es un tema ampliamente tratado en la normativa argentina. Considerando el Principio II de la OCDE, derechos y trato igualitario de accionistas y sus funciones clave, sobre el particular indica que el GC:

- Debe garantizar un trato equitativo a todos los accionistas, incluidos los minoritarios y los extranjeros. Estos deben tener la oportunidad de realizar un recurso efectivo en caso de violación de derechos.
- Todos los accionistas de una misma serie dentro de una categoría deben gozar de un tratamiento igualitario. Los minoritarios deben ser protegidos frente a actos abusivos o en interés de accionistas con poder de control. Deberá prohibirse el uso de información privilegiada y las operaciones abusivas de autocartera.
- Asimismo debe exigirse a los miembros del Consejo y a los directivos principales, que pongan en conocimiento del Consejo cualquier interés material que pudieran tener de forma directa, indirecta o por cuenta de terceros, en cualquier de las transacciones o asuntos que afecten directamente a la sociedad.
- Debe amparar y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas. Entre ellos, los derechos a asegurar métodos para registrar su propiedad, ceder o transferir acciones, obtener información relevante y sustantiva sobre la sociedad en forma puntual y periódica, participar y votar en las juntas de accionistas, elegir y revocar a los miembros del Consejo y participar en los beneficios de la sociedad.
- Asimismo deben tener derecho a participar en las decisiones referidas a cambios fundamentales en la sociedad y a ser informadas sobre estas: los cambios en estatutos, las autorizaciones de la emisión de nuevas acciones, las transacciones extraordinarias que supongan la venta de la sociedad total o parcialmente.
- También deben tener oportunidad de participar y votar en las juntas generales de accionistas, deben estar informados sobre la modalidad de las mismas y de los procedimientos de votación.

Estos aspectos están contemplados en la Ley 19550 y son de cumplimiento obligatorio para todas las sociedades. La reglamentación es más detallada para las empresas bajo régimen de oferta pública, ya que en este caso interesa especialmente proteger los derechos de los accionistas minoritarios.

Con respecto a las siguientes recomendaciones de la OCDE realizadas en el Principio II:

- Los convenios y agrupaciones de capital que permitan a determinados accionistas adquirir un grado de control desproporcionado en relación con las acciones de las que son titulares, deben hacerse públicos.
- Los mercados de control societario deben poder funcionar de forma eficiente, transparente y facilitarse el ejercicio de los derechos de propiedad por parte de todos los accionistas, incluidos los inversores institucionales.

Se encuentran reflejados en la normativa argentina solo para aquellas empresas bajo régimen de oferta pública, lo cual concuerda con el ámbito de aplicación de ambas recomendaciones.

*Tabla 1. Composición y funcionamiento del directorio*

<b>Ley 19550 (Ley Sociedades Comerciales)</b>	<b>Ley 26831 (Ley Mercado de Capitales)</b>	<b>Normas CNV 2013</b>	<b>Res. CNV 606/12 -Código Gobierno societario (cumplir o explicar)</b>	<b>Código IAGO (voluntario)</b>
<p>Número de directores lo elige la Asamblea.</p> <p>Mínimo 3 integrantes para SA comprendidas en Art 299 (Art 255).</p> <p>Duración en el cargo de director: máximo tres ejercicios. (Art 257). Si los miembros los elige el Consejo de Vigilancia la duración máxima es 5 años (Art 281 inc. d). El directorio deberá reunirse mínimamente una vez cada tres meses (Art.267). Puede nombrar gerentes generales o no (Art. 270), celebrar contratos (Art. 271) y deben representar a la sociedad (Art. 268).</p>	<p>Las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones deberán contar un Comité de auditoría, integrado por mínimo 3 miembros del directorio y cuya mayoría deberá ser independiente (Art 109).</p> <p>Deber de lealtad del directorio (Art. 78): prohíbe hacer uso de los activos sociales, aprovechar oportunidades de negocio, conflictos de interés, y deben actuar según ley y estatuto.</p>	<p>Criterios de independencia de Directores (Tít. II Cap. III. Sec. III. Art 11). La designación, remoción y reemplazo de los miembros deberá ser informado a la CNV (Tít. II Cap. III Sección II).</p> <p>Se debe presentar DDJJ de carácter de dependencia / independencia de cada director a la CNV.</p>	<p><i>Principio II Sentar las bases para una sólida administración y supervisión de la Emisora:</i> Se debe informar si a) la Asamblea acordó que la proporción de directores independientes sea al menos de 20% (P.II.4.2) b) se cuenta con Comité de Nombramientos (P. II.5.1)</p>	<p>Mayoría de directores independientes (en ciertos casos) (P.1.2.b).</p> <p>Presidente del directorio independiente o director líder independiente (P.1.2.c).</p> <p>Criterios de independencia de los directores (P.1.3)</p> <p>Como mínimo deberán constituirse los siguientes: de</p> <p>Auditoría; de Remuneraciones; de Nominaciones y Gobierno Corporativo; y de Finanzas. (P.1.6.1).</p>

*Tabla 2. Transparencia e integridad de la información*

<b>Ley 19550 (Ley Sociedades Comerciales)</b>	<b>Ley 26831 (Ley Mercado de Capitales)</b>	<b>Normas CNV 2013</b>	<b>Res. CNV 606/12 -Código Gobierno societario (cumplir o explicar)</b>	<b>Código IAGO (voluntario)</b>
<p>Remuneración del directorio y consejo de vigilancia: 5% de las ganancias si no se reparten dividendos, máx. 25% si se reparten todas las ganancias. En caso de ganancias bajas o nulas lo establece la Asamblea (Art. 261).</p> <p>Informar retribución de administradores, directores, síndicos y consejo de vigilancia como un ítem en un cuadro anexo a los EEFF (Art 64).</p>	<p>Los auditores externos deben ser independientes (Art. 105).</p> <p>Informar en las notas a los EEFF: a) acciones emitidas y autorizadas, y valores convertibles, b) la organización de la toma de decisiones y al sistema de control interno de la sociedad; c) las modalidades de remuneración del directorio y la política de remuneración de los cuadros gerenciales de la sociedad. Las memorias deben incluir la política comercial, toma de decisiones y de dividendos (Art. 60).</p> <p>Los contratos con partes relacionadas deben ser aprobados por directorio y asamblea, para luego ser informados a la CNV (Art. 73).</p>	<p>El auditor externo es designado por la Asamblea (Tít. II Cap. III. Sec. VI. Art. 20).</p> <p>Los criterios de independencia son fijados en el (Tít. II Cap. III. Sec. VI. Art 21).</p> <p>Rotación: de la asociación o estudio que realiza tareas de auditoría no deberá superar los 3 años. Los profesionales integrantes de la asociación o estudio no podrán ejercer su tarea por un plazo superior a los 2 años. (Tit. II Cap. II. Sec. VI. Art 28).</p> <p>El auditor debe presentar DDJJ de carácter de independencia, información de la sociedad y Consejo Profesional al que pertenece.</p> <p>Presentar de EEFF anuales hasta 70 días corridos después del cierre del ejercicio y trimestrales hasta 42 días corridos después. (Tít. IV. Cap. I Sec. I. Art. 1).</p> <p>Las normas de la CNV tratan en general de toda la información que debe ser remitida de forma obligatoria</p>	<p><i>Principio IV Auditorías Independientes:</i> Garantizar la independencia y transparencia de las funciones que le son encomendadas al Comité de Auditoría y al Auditor externo (P. IV.1.2) El Comité de Auditoría debe ser elegido considerando la independencia de sus miembros, el Comité debe realizar evaluaciones anuales, y sus miembros deben ser evaluados en cuanto a idoneidad, independencia y desempeño (P. IV. 3).</p> <p><i>Principio VII Remuneraciones:</i> Establecer políticas de remuneración del órgano Administrativo, creando un comité orientado al cumplimiento y actualización de las mismas, con funciones específicas referentes al tema.</p>	<p>Transparencia, Fluidez e integridad de la información. Confiabilidad de la información (P.6.1), revelación de información financiera y no financiera (P. 6 2-3), sitio web (P. 6.5) e informe anual de GC (P.6.4).</p> <p>Auditoría: Auditoría interna (con un comité designado y un responsable) (P. 7.1), auditoría externa, independiente (P.7.2).</p>

*Tabla 2. Transparencia e integridad de la información (cont)*

<b>Ley 19550 (Ley Sociedades Comerciales)</b>	<b>Ley 26831 (Ley Mercado de Capitales)</b>	<b>Normas CNV 2013</b>	<b>Res. CNV 606/12 -Código Gobierno societario (cumplir o explicar)</b>	<b>Código IAGO (voluntario)</b>
	<p>Régimen de información a la CNV para administradores, agentes, directores, síndicos, personas físicas y/o jurídicas relacionadas (Art. 99).</p> <p>Publicidad de operaciones (identidad del valor negociable, cuantía, precio, momento de perfeccionamiento de la operación) en el Art. 111.</p>	<p>por parte de las emisoras a la misma, en los diferentes aspectos: asambleas (Tít. II. Cap. II), la necesaria para poder hacer oferta pública (Tít. II. Cap. V), contenido de los prospectos de emisión (Tít. II Cap. IX). De forma más específica, el Tít. IV se refiere al régimen informativo tanto anual (Memoria del directorio, EEFF, acta del directorio, informe de la comisión fiscalizadora) y trimestral (EEFF de períodos intermedios, informe de comisión fiscalizadora; dentro de los 42 días de cerrado el período).</p> <p>El Tít. XII Cap. I se refiere a la Transparencia, específica que se debe informar sobre: hechos relevantes, identidad de las autoridades de las emisoras, identidad de personas físicas/jurídicas que adquieran más del 5% de los derechos a voto.</p> <p>Esta información estará disponible en la Autopista de Información Financiera, en el sitio web de la CNV (Tít. XV).</p>		

*Tabla 3. Ética, conflictos de intereses y RSE*

<b>Ley 26831 (Ley Mercado de Capitales)</b>	<b>Normas CNV 2013</b>	<b>Res. CNV 606/12 -Código Gobierno societario (cumplir o explicar)</b>	<b>Código IAGO (voluntario)</b>
<p>En el Art. 72 se regulan los contratos con partes relacionadas, definiendo qué se entiende por 'partes relacionadas' (directores, personas físicas/jurídicas con control sobre el capital, sociedades bajo control común, parientes de cualquiera de éstos), y definiendo el procedimiento para la aprobación de los mismos.</p>	<p>Presentar con periodicidad anual nómina de las entidades controladas y vinculadas - directas o indirectas- y de sus miembros titulares y suplentes del órgano de administración (Tít. IV. Cap. I Sec. I. Art. 1).</p> <p>Contratos con partes relacionadas según Art. 72 Ley 26.831, son "partes relacionadas" las personas físicas/jurídicas que poseen por lo menos el 15% del capital social o con capacidad de elección de un director (Tít. II Cap. III. Sec. IV Art. 14).</p>	<p><i>Principio I Transparentar la relación entre la Emisora, el grupo económico que la encabeza y/o integra y sus partes relacionadas:</i> Garantizar la divulgación de políticas (P I.1) y prevenir el uso indebido de la información divulgada (P. I. 3).</p> <p><i>Principio VI Vínculo con la comunidad:</i> Suministrar a la comunidad la revelación de cuestiones relativas a la Emisora y un canal de comunicación directo con la empresa, además de la emisión de un Balance Social.</p> <p><i>Principio VIII Ética empresarial:</i> Garantizar comportamientos éticos en la Emisora, estableciendo un código de conducta empresarial y mecanismos para recibir denuncias.</p> <p><i>Principio I Transparencia:</i> asegurar la existencia de mecanismos para la resolución de conflictos.</p>	<p>Conflictos de Interés: Mecanismos de prevención y solución (P.5.1), Prácticas prohibidas (P.5.2), Divulgación, Políticas (P. 5.3).</p> <p>Grupo de Interés y RSE. Mecanismos (P.9.1), Grupos de interés (identificación y pautas de conducta) (P.9.2), RSE (políticas: medio ambientales, de protección de propiedad intelectual, anti-soborno, inversión social, comercio electrónico) (P.9.3).</p> <p>Administración y resolución de controversias. Mecanismos, Grupos de interés, Conflictos internos y cómo preverlos. (P.8).</p>

*Tabla 4. Protección de los accionistas*

<b>Ley 19550 (Ley Sociedades Comerciales)</b>	<b>Ley 26831 (Ley Mercado de Capitales)</b>	<b>Normas CNV 2013</b>	<b>Res. CNV 606/12 - Código Gobierno societario (cumplir o explicar)</b>	<b>Código IAGO (voluntario)</b>
<p>Debe respetarse la proporción de cada accionista en la capitalización de reservas y otros fondos especiales inscriptos en el balance, en el pago de dividendos con acciones y en procedimientos similares (Art. 186). El art. 194 establece que las acciones ordinarias otorgan derecho preferencial a la suscripción de nuevas acciones de la misma clase, mientras que el art. 195 ampara la protección de este derecho concediéndole al accionista el derecho a exigir judicialmente que se cancelen las suscripciones de no ser respetada la preferencia. Las acciones dentro de una misma clase deben tener igual derecho a voto (art. 207). Las minorías que no hayan votado favorablemente, pueden impugnar decisiones de la asamblea que vayan en contra de la ley, el estatuto o reglamento (Art. 251).</p>	<p>Los accionistas minoritarios que representen como mínimo el 5% del capital pueden designar un auditor externo si sus intereses fuesen afectados (Art. 108).</p> <p>Informar en las notas a los EEFF la política de dividendos propuesta o recomendada por el directorio (Art 60).</p> <p>Los mercados de capitales deben garantizar la protección de los inversores, la equidad y la transparencia, crear garantías a favor de los agentes y responder ante pérdidas si no lo hiciesen (Art. 39-45).</p> <p>Los accionistas minoritarios tienen derecho a recibir una oferta pública de adquisición o canje por parte de quién quieren adquirir una cantidad de acciones con derecho a voto que le den una participación significativa en el capital social o los votos (Art. 87).</p>	<p>Individualización de los accionistas que forman parte de participaciones sociales para poder votar en asamblea (Tít. II Cap. II Sec. I Art. 26).</p> <p>Régimen de acreditación de los accionistas minoritarios que soliciten la designación del auditor externo (Tít. II Cap. III Sec. VI Art. 26).</p> <p>El Tít. III Cap. II regula la oferta pública de adquisición en cuanto a procedimiento, información, precio, derechos de los accionistas que estén en contra; definiendo a su vez qué se entiende por participación significativa (superiores al 15% y al 51% del capital social con derecho a voto y/o los votos de la sociedad).</p>	<p><i>Principio V Derechos de los accionistas:</i> Asegurar el acceso a información, promover la participación activa, respetar el principio de igualdad de voto, establecer mecanismos de protección de todos los accionistas frente a las tomas de control, alentar la dispersión accionaria y asegurar una política de dividendos transparente.</p>	<p>Accionistas: Trato equitativo (P.4.1), Suministro de información (P.4.2), Asamblea de accionistas (protocolo de celebración, convocatoria, orden del día, mecanismos de representación, revelación de información, proceso de votación) (P.4.3).</p>

*Tabla 4. Protección de los accionistas (cont)*

<b>Ley 19550 (Ley Sociedades Comerciales)</b>	<b>Ley 26831 (Ley Mercado de Capitales)</b>	<b>Normas CNV 2013</b>	<b>Res. CNV 606/12 - Código Gobierno societario (cumplir o explicar)</b>	<b>Código IAGO (voluntario)</b>
<p>Cuando existan diversas clases de acciones el estatuto puede prever que cada una de ellas elija uno o más directores (Art 262).</p> <p>El estatuto puede prever la creación de un Consejo de Vigilancia (Art. 280) conformado por accionistas, que se encargue de vigilar la operatividad del directorio (Art. 281).</p>	<p>Se le otorga a los accionistas minoritarios el derecho de intimar a quien tenga control casi total (poseedor 95% o más del capital suscrito), a que haga oferta de compra a todos los otros accionistas. Si no lo hacen en seis (6) meses, el controlante puede emitir una declaración unilateral de voluntad de adquisición de la totalidad de las acciones (Art. 91-96).</p> <p>Los accionistas tienen derecho a que se proteja la información relacionada con la empresa, y a que directivos, agentes y demás guarden secreto en sus operaciones (Art. 25-27 y 117).</p>	<p>Obligaciones de publicidad y procedimiento de la adquisición de en caso de retiro de oferta pública (Tít. III Cap. II Sec. III).</p>		



Tabla 5. Medición, administración y divulgación del riesgo

<b>Ley 26831 (Ley Mercado de Capitales)</b>	<b>Res. CNV 606/12 -Código Gobierno societario (cumplir o explicar)</b>
Informar en las notas a los EEFF la política de asunción y cobertura de riesgo en los mercados (Art. 60)	Principio III <i>Medición y administración del riesgo</i> : Informar si a) se cuenta con una política de gestión integral de riesgos (P.III. 1) a) existe un Comité de Gestión de riesgos en el Directorio o Gerencia general (P. III.2) b) las políticas de gestión de riesgos usadas (P. III. 4) c) se informa en los EEFF y Memoria anual los resultados de la supervisión de riesgos (P. III. 5).

Por último, en la Tabla 5 se presenta el abordaje normativo en materia de administración de riesgos.

La Ley 19950, Las Normas CNV 2013, y el IAGO no contemplan este tema. En el Principio VI de la OCDE se menciona como responsabilidad del Directorio la supervisión de los sistemas de administración del riesgo. En este sentido, tanto la Ley de Mercado de Capitales como la El Código de Gobierno Societario postulan requerimientos más específicos que el marco de la OCDE.

## 5. Comentarios finales

El GC es un tema de gran relevancia en la investigación en finanzas, abarcando temas como costo de capital, creación de valor, estructura de capital y políticas de tenencia de efectivo. Gran parte de las investigaciones sobre GC se han llevado a cabo en países desarrollados. Fan, Wei y Xu (2011) señalan que debe profundizarse el estudio de las diferencias en las estructuras de los mercados, marco normativo, y rol de las instituciones formales y formales. Este trabajo presenta un aporte en este sentido, al analizar el marco normativo para la Argentina en forma comparativa con los Principios de GC de la OCDE.

## REFERENCIAS

- Balachandran, B. y Faff, R. (2015). Corporate governance, firm value and risk: Past, present, and future, *Pacific-Basin Finance Journal*, en prensa, doi:10.1016/j.pacfin.2015.07.002
- Berle, A. y Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Transaction Publishers.
- Braga Alves, M. y Shastri, K. (2011). Corporate Governance, Valuation, and Performance: Evidence from a Voluntary Market Reform in Brazil. *Financial Management* (40), 139-157.
- Campos, C., Newell, R. y Wilson, G. (2002). Corporate Governance Devolps in Emerging Markets: Sharlhoders in Emerging Markets Show They're Willing to Pay a Premium for Good Governance Standards. *McKinsey on Finance* (Winter), 15-18.
- CEF Centro para la Estabilidad Financiera (2005): Nota de Política N° 5 *El Gobierno Corporativo en Argentina*. Julio 2005

- Chisari, O. y Ferro, G. (2012). Una contribución a la evaluación de las reformas al Gobierno Corporativo de las empresas: aplicación a la Argentina. Disponible en: [http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/69/45/56/PDF/Gobierno\\_corporativo\\_en\\_Argentina\\_2012\\_03\\_05\\_12.pdf](http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/69/45/56/PDF/Gobierno_corporativo_en_Argentina_2012_03_05_12.pdf)
- Fan, Wei y Xu (2011). Corporate finance and governance in emerging markets: A selective review and an agenda for future research, *Journal of Corporate Finance* 17, 207–214
- Garay, U. y González, M. (2008). Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 10, 194-209.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* (3), 305-360.
- Klapper, F. y Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-728.
- La Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate. *Journal of Financial Economics* (58), 3-27.
- OCDE (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Septiembre 2015. Disponible en: <http://www.oecd.org/g20/topics/financing-for-investment/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>
- Streb, M. L. (2013). Buenas prácticas de gobierno societario para las. Serie Documentos de Trabajo, Universidad del CEMA (522).
- Tirole, J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, 69, 1-35.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D. y Jiang, Y. (2008). Corporate Governance in Emerging Economies. *Journal of Management Studies* (45), 196-220.