

**Universidad del CEMA
Maestría en Finanzas
Aspectos Legales de las Finanzas**

**“EVIDENCIAS SOBRE LA RECIENTE IMPLEMENTACIÓN
DEL CÓDIGO DE GOBIERNO SOCIETARIO”**

Autor: Daniel Levi

E-mail: dal10@cema.edu.ar

Director de la tesina: Dr. Rodolfo Apreda

Buenos Aires, 16 de febrero de 2011

ABSTRACT

En el presente trabajo se analiza cuáles han sido hasta el momento los resultados de la implementación del Código de Gobierno Societario argentino, y se extraen algunas conclusiones acerca de su aplicación. Luego de examinar los informes de “cumpla o explique” presentados durante los años 2009 y 2010 por las diferentes empresas cotizantes, se confirman ciertas críticas formuladas al Código al momento de su sanción y se detectan ciertas imperfecciones y efectos no deseados en su aplicación que deberían ser revisados en el futuro próximo, a fin de lograr que el Código tenga mayor receptividad y produzca consecuencias visibles y efectivas, si lo que se pretende es que el mismo genere cambios reales y no meras señales de legitimidad.

INTRODUCCIÓN

En el año 2007 la Comisión Nacional de Valores (la “CNV”) dictó una resolución que aprobó los contenidos mínimos de lo que la misma comisión dio en llamar un “Código de Gobierno Societario”, con la intención de incorporar al mercado de capitales argentino las “tendencias mundiales referidas a prácticas de gobierno corporativo”. El presente trabajo se propone analizar cuál ha sido el resultado de la implementación de dicha resolución al día de hoy, con el fin de extraer conclusiones que permitan verificar si las críticas formuladas al Código al momento de su sanción han sido acertadas y detectar imperfecciones que puedan ser corregidas en un futuro próximo ante una eventual revisión del mismo.

Para ello, en este trabajo se examinarán todos los informes de cumplimiento (o no cumplimiento) de las recomendaciones del Código, presentados durante los años 2009 y 2010 por las sociedades obligadas a realizar dicha presentación, y se confrontarán los resultados de dicho examen con las intenciones tenidas en miras por la CNV al momento de la sanción del Código así como también con las principales doctrinas del “*corporate governance*” y las discusiones habituales suscitadas en su seno.

En la Sección 1 se hará un breve resumen introductorio acerca del concepto de *corporate governance*, a fin de resaltar sus principales elementos que servirán luego para comprender los resultados de los informes examinados. Asimismo, en dicha sección se hará una mención especial a los “códigos de buenas prácticas” como brazo operativo de la doctrina del *corporate governance* y se identificarán las características metodológicas que hacen a la definición de dichos “códigos”. Finalmente, se hará un breve repaso sobre el desarrollo “normativo” del *corporate governance* en el mercado de capitales argentino y se expondrá resumidamente el contenido del Código de Gobierno Societario sancionado por la CNV, a la vez que se destacarán algunas críticas iniciales que diversos autores han realizado a dicho desarrollo normativo como también respecto del Código mismo.

En la Sección 2 se exhibirá, desde un punto de vista eminentemente cualitativo antes que cuantitativo, el resultado de la investigación realizada sobre los informes de “cumpla o explique” presentados hasta el momento por las compañías cotizantes en el

mercado de capitales argentino, y se resaltarán los principales hallazgos tanto en lo que se considerarán aspectos positivos de la aplicación reciente del Código como, particularmente, en lo que podrían asomar como imperfecciones o efectos no deseados de su implementación.

Por último, en la Sección 3 se extraerán ciertas deducciones respecto de los hallazgos destacados en la Sección 2 y se intentarán ensayar algunas sugerencias e interrogantes tendientes a corregir, o bien discutir, las imperfecciones detectadas, con el fin de contribuir a que en un futuro próximo, ante una eventual revisión del Código, pueda mejorarse su contenido, su metodología, y por ende sus efectos, si la intención es que el Código genere cambios reales en la gobernancia de las empresas del mercado de capitales local y no simples señales de legitimidad frente a los mercados externos.

SECCIÓN 1.

1.1. Conceptualización del *Corporate Governance*

Desde ya que la intención del presente trabajo no es arribar a una definición de *corporate governance* ni mucho menos, lo cual, por un lado, requeriría realizar un trabajo separado y por entero sobre el tema, y, por otro lado, es algo que ya ha sido abordado de manera extensa por numerosos autores y organismos expertos en la cuestión.¹ Tampoco nos detendremos aquí a analizar si “*corporate governance*” es un término adecuado bajo nuestro derecho o bien si corresponde utilizar otros términos del tipo “gobierno societario” u otro similar, dado que a los fines del presente trabajo ello no es relevante.² Por tanto, lo que intentaremos hacer en esta parte es reseñar brevemente las definiciones más difundidas de *corporate governance* y algo de la historia y motivaciones que dieron lugar a su desarrollo, de modo que nos pueda ser de utilidad para el análisis que se realizará en las secciones subsiguientes.

¹ Las distintas definiciones y abordajes de las mismas pueden encontrarse bien resumidas en Global Corporate Governance Forum (2005a) y también en Apreda (2007).

² Una discusión sobre el término puede encontrarse en Cabanellas de las Cuevas (2009).

Las definiciones que habitualmente aparecen sobre *corporate governance* son variadas y pueden clasificarse en tres tipos, que no se excluyen unas con otras sino que actúan complementariamente: (i) definiciones de tipo positivas, es decir que definen lo que el *corporate governance* es; (ii) definiciones de tipo normativo, es decir que definen lo que el *corporate governance* debería ser (el llamado “buen” gobierno corporativo); y (iii) definiciones de tipo disciplinarias, es decir que definen al *corporate governance* como una disciplina con determinados objetos de estudio y aplicación tendientes a llevar las definiciones del tipo (i) a las definiciones del tipo (ii).

Dentro del primer tipo de definiciones, se entiende al *corporate governance* como la forma o el “sistema” bajo el cual las compañías privadas son dirigidas, administradas y controladas.³ El elemento común de estas definiciones, generalmente amplias, es que conciben a la firma no como un ente particular y aislado sino como una “institución” inserta en una comunidad con la cual interactúa, apareciendo por tanto distintos actores reclamantes (los *stakeholders*: accionistas, directores, gerentes, acreedores, proveedores, empleados, gobiernos, clientes, y la comunidad en general) que se interesan en, y son condicionados por, la forma en que las compañías son dirigidas, administradas y controladas.⁴

En el segundo tipo de definiciones, se entenderá entonces al *corporate governance* como la mejor forma en la cual deberían dirigirse, administrarse y controlarse las compañías privadas (o en la cual debería funcionar el sistema de dirección, administración y control) a fin de producir determinados efectos deseados respecto de los distintos *stakeholders*.⁵ Así, se identifican en este caso como elementos característicos de las “buenas prácticas” del gobierno corporativo la equidad entre los accionistas, la transparencia en la información, el *accountability* o el deber de rendición de cuentas de los distintos agentes, la independencia de los mismos, el manejo eficiente de los recursos, los límites a los abusos de control, la responsabilidad social, entre otros. Estas definiciones son

³ Esta definición es la que se utiliza en el Cadbury Report (1992), punto 2.5.

⁴ La definición de *corporate governance* como “sistema” puede encontrarse en Luchinsky (2006). También, una descripción detallada de los distintos *stakeholders* puede encontrarse en Apreda (2007).

⁵ Estas definiciones son las que surgen, principalmente, de los principios, códigos y recomendaciones de “buenas prácticas”.

de tipo dinámicas, es decir que pueden ir cambiando a lo largo del tiempo según lo que de acuerdo a la experiencia y evidencia empírica (y los estudios desarrollados a través del tercer tipo de definiciones que se mencionan en el párrafo siguiente), pueda considerarse en cada momento y en cada jurisdicción como una “buena práctica”.⁶

Finalmente, el tercer tipo de definiciones entiende al *corporate governance* como una disciplina (tendiente a perfeccionar las definiciones del segundo tipo como las mencionadas en el párrafo anterior) cuyos principales objetos de estudio serían los siguientes: estatutos, reglamentos, normas y códigos de conducta internos de las organizaciones; estructura de propiedad; funcionamiento del directorio; rol fiduciario de los administradores respecto de los dueños; derechos de propiedad y de salvaguarda para los inversores; conflictos de interés entre los distintos *stakeholders*; producción y divulgación de la información; responsabilidad (*accountability*) de los agentes; manejo presupuestario; entre otros.⁷

Los autores reconocen el inicio del interés por el *corporate governance* a comienzos de la década de 1930 en Estados Unidos, donde se visualizaba como una característica de la economía norteamericana la dispersión de accionistas y aparecía una preocupación por los efectos económicos y jurídicos causados por la separación entre las funciones de gestión y de propiedad.⁸ Sin embargo, los estudios sobre este tema se intensificaron recién a partir de la década de 1970 y la cuestión se formalizó globalmente en la década de 1990 con la publicación del “Informe Cadbury” en el Reino Unido⁹ y la adopción y redacción de sucesivos informes, guías y códigos de buenas prácticas corporativas elaborados por

⁶ Este concepto es el que inspira, por ejemplo, los Principios de Corporate Governance de la OECD (2004), cuando dice: “...son un instrumento vivo (...) susceptible de ser adaptad(o) a las circunstancias particulares de cada país o región. La OCDE ofrece un fórum para el continuo diálogo e intercambio de experiencias (...) Para mantenerse al tanto en un entorno en constante cambio, la OCDE llevará a cabo un estrecho seguimiento de la evolución en el ámbito del gobierno corporativo, identificando tendencias y buscando soluciones a los nuevos desafíos”.

⁷ Este tipo de definición la podemos encontrar principalmente en Apreada (2007).

⁸ Este antecedente se suele ubicar en Berle and Means (1932).

⁹ Ver Cadbury Report (1992).

organismos multilaterales y distintos grupos de expertos,¹⁰ y que se fueron instaurando gradualmente en los países centrales como en muchos de los emergentes.¹¹

Hay no obstante un consenso generalizado en cuanto a que la doctrina del *corporate governance* tomó relevancia pública mundial con los casos emblemáticos de “Enron” y similares a comienzos del nuevo milenio (y la consecuente sanción en Estados Unidos de la Ley Sarbanes-Oxley),¹² y se espera que la reciente crisis financiera que hizo foco en los años 2008-2009 cause (si es que ya no lo ha hecho) nuevas reformas en este sentido, aunque principalmente en el ámbito de las entidades financieras y de inversión.¹³

Los motivos por los cuales el *corporate governance* ha tomado tanta relevancia pueden ser de variada especie. No obstante, generalmente suelen reconocerse los siguientes: (i) la irrupción de los “inversores institucionales” como principales actores del mercado de capitales; (ii) la privatización de empresas públicas; (iii) la necesaria prevención de fraudes y quiebras empresariales resonantes que pueden desatar crisis financieras generalizadas; (iv) la verificación de que compañías más atentas a las exigencias de los distintos *stakeholders* resultan más atractivas para estos últimos y por tanto contribuyen a reducir el costo de capital de dichas compañías;¹⁴ y (v) la necesidad de los países de lograr una mayor competitividad comparativa respecto de sus propios mercados de capitales.¹⁵

Podría agregarse también, desde un ámbito tal vez más filosófico y no tan económico-eficientista, el surgimiento a partir de la caída del Muro de Berlín en 1989¹⁶ de cierta tendencia mundial que pretende “moralizar” o dotar de principios éticos o sociales a

¹⁰ Se puede encontrar un buen compendio de estos informes, guías y códigos en el Anexo I de UNCTAD (2006).

¹¹ Un estudio sobre los antecedentes históricos del *corporate governance* puede encontrarse en Gondra Romero (2009).

¹² Para una descripción pormenorizada del caso “Enron” y sus implicancias en este tema se puede ver, por ejemplo, Apreda (2007), aunque casi todos los autores hacen referencia a estos casos como detonantes de la conciencia mundial sobre el *corporate governance*. Puede también verse un análisis sobre varios casos similares en Monks and Minow (2004).

¹³ Ver OECD (2009) y BIS (2010).

¹⁴ McKinsey (2002).

¹⁵ En OECD (2003) se destacan varios de estos motivos, sobre todo en lo que respecta a las necesidades del *corporate governance* en América Latina.

¹⁶ Lionetti De Zorzi (2004) cita la caída del comunismo como uno de los hitos que desencadenó el interés por el gobierno corporativo.

la economía y de cierto descrédito de la política como herramienta para la solución de los problemas económicos, lo cual legitima en cierto modo el concepto de “responsabilidad social empresaria” que tiñe parte del discurso del *corporate governance*.¹⁷

Actualmente, existe un consenso generalizado respecto de los valores beneficiosos del *corporate governance*, en el sentido de que un buen gobierno corporativo es un pilar para la creación de riqueza y un aspecto fundamental de las finanzas corporativas.¹⁸

1.2. Los códigos de buenas prácticas

A la par que se fue prestando mayor atención al *corporate governance*, fueron elaborándose distintos principios a su alrededor y surgió el dilema acerca de si la forma más conveniente de hacer cumplir dichos principios sería a través de reformas legales que obligaran a su cumplimiento, o bien a través de recomendaciones (ya sea mínimas o máximas) de observancia voluntaria.¹⁹

Quienes se inclinan por la solución regulatoria, generalmente justifican su posición aduciendo que dicha solución es la única que garantiza el cumplimiento por cuanto impone sanciones a quien incumple, o bien a través de la teoría de los costos de transacción, argumentando que el estado debe intervenir puesto que resultaría muy costoso para las compañías negociar y acordar las mejores prácticas con todos y cada uno de sus numerosos *stakeholders*. Por el contrario, quienes se inclinan por la solución voluntaria, confían en que (al menos inicialmente) el mercado (ya sea mediante presiones de los inversores o bien indirectamente a través de una competencia entre compañías) garantizaría el cumplimiento en su justa medida, sin necesidad de una intervención excesiva del estado cuyas regulaciones correrían el riesgo de crear un problema de *one-size-fits-all*, volviendo probablemente ineficiente su aplicación y exigiendo cumplir con mecanismos formales y engorrosos para reformar la legislación vigente.²⁰

¹⁷ Una aproximación a las discusiones filosóficas sobre este tema pueden encontrarse en Comté-Sponville (2004) y en Žižek (2005). Monks and Minows (2004) describen este fenómeno como “*the triumph of the corporation*”.

¹⁸ Becht, Bolton and Roëll (2002).

¹⁹ Este dilema aparece ya tratado en el Cadbury Report (1992).

²⁰ Una interesante descripción sobre esta discusión, y sobre los costos/beneficios de cada postura, se encuentra en Anand (2005). La naturaleza de esta discusión, no obstante, podría remontarse hasta Coase (1960).

La evidencia empírica demuestra que hasta el momento (excepto por unos pocos países como Estados Unidos que han preferido la solución regulatoria), la mayoría de los países comprometidos con el *corporate governance* (empezando por el Reino Unido con el Informe Cadbury) han preferido las soluciones voluntarias a través del dictado de códigos de buenas prácticas, sin perjuicio de lo cual la tendencia actual parece pugnar por una complementación entre la autorregulación y las reformas legales.²¹

Se suele así definir a los códigos de buenas prácticas de gobernanza como un conjunto de recomendaciones no-obligatorias emitidas con el fin de paliar deficiencias en el sistema legal de gobernanza y en el contexto de negocios específicos de un país. En la mayoría de los casos estos códigos se erigen sobre el concepto de “cumpla o explique”, por el cual las compañías deben cumplir con las recomendaciones o bien explicar por qué no lo hacen, sin recibir una sanción por el no cumplimiento. Por tanto, dichos códigos no deben ser confundidos con códigos legales (o un cuerpo de leyes) ni con estándares internacionales ni con códigos internos de las propias compañías.²²

Los códigos de buenas prácticas suelen ser emitidos por los reguladores locales del mercado de capitales o por las bolsas de comercio o bien por asociaciones empresariales, y el contenido de los mismos deriva de los principios de *corporate governance* elaborados usualmente por informes de expertos, organismos internacionales, y por la doctrina. En general, tratan sobre los principales temas de *corporate governance*, como ser el trato equitativo de los accionistas, el deber fiduciario de los directores y managers, la composición y estructura del directorio, etc.²³

Desde un punto de vista metodológico, los códigos de buen gobierno corporativo actúan como una interface que permite traducir los principios generales de buenas prácticas a un lenguaje real y práctico, adaptado al tiempo y lugar en el cual se pretende aplicar dichos principios. Se ha dicho en tal sentido que “un código es un conjunto de reglas acerca de cómo hacer algo, o de qué manera debería comportarse determinado grupo social”,

²¹ Villegas (2009). Sobre un óptimo intermedio, ver Anand (2005).

²² Respecto de la definición de código de buenas prácticas de gobierno corporativo, ver Global Corporate Governance Forum (2005b).

²³ Zattoni and Cuomo (2008).

mientras que una buena práctica es un “ejemplo a seguir acerca de cómo deberían llevarse a cabo tareas regulares o actividades en campos profesionales o laborales”.²⁴

De esta manera, se entiende que un código de buenas prácticas es un conjunto de reglas de conducta que permiten a una estructura de gobernanza específica tener efectos observables en la realidad, estableciendo compromisos y responsabilidades. Ese conjunto de reglas debería satisfacer idealmente las siguientes restricciones: (i) necesariamente, deben provenir de la estructura de gobernanza subyacente; (ii) deben conciliar con el esquema institucional vigente y respetar la ley; (iii) deben estar de acuerdo con la carta fundacional y los estatutos de la organización; y (iv) deben resultar operacionales: las reglas se diseñan de modo tal que admitan su monitoreo, evaluación, actualización y cambio.²⁵

1.3. Desarrollo en Argentina. El “Código de Gobierno Societario”.

En Argentina, al igual que en muchos países emergentes, el desarrollo “normativo” del *corporate governance* se ha dado de forma fragmentada,²⁶ partiendo desde la regulación societaria tradicional de fondo, pasando por normas dictadas bajo el fundamento de la “desregulación” económica y la emergencia pública, resoluciones de las autoridades de contralor y de los mercados autorregulados, para concluir en la sanción de lo que apunta a ser un código de buenas prácticas.

En función de ello, actualmente se reconoce que el marco “normativo” del *corporate governance* en Argentina está formado por un conglomerado de normas (y actualmente también en la forma de ciertas “recomendaciones”) que se compone principalmente del artículo 42 de la Constitución Nacional, la Ley N° 19.550 de Sociedades Comerciales, el Decreto N° 677/2001 de Régimen de Transparencia de la Oferta Pública, la Ley N° 17.811 de Oferta Pública, y la Resolución General N° 516/07 de la CNV que estableció los contenidos mínimos del Código de Gobierno Societario. Todo ello sumado a

²⁴ Apreda (2007).

²⁵ Ídem.

²⁶ IOSCO (2007). En este sentido, Paolantonio (2010) señala la “ausencia de una legislación integradora del mercado de capitales en nuestro país”.

una serie de resoluciones y medidas reglamentarias dictadas por las autoridades de contralor, los distintos mercados autorregulados, y consejos profesionales.

Como se puede apreciar, el desarrollo del *corporate governance* en Argentina se ha dado hasta el momento principalmente en lo que respecta a las sociedades cotizantes. Sin embargo, se han dictado recientemente también algunas disposiciones (como la Resolución General N° 6/2006 de la Inspección General de Justicia)²⁷ que, inspiradas expresamente en los principios del buen gobierno corporativo, establecen requisitos de información adicional para las sociedades comerciales (cotizantes o no), de cumplimiento obligatorio para aquellas sociedades sujetas a fiscalización estatal permanente y facultativa bajo ciertas condiciones para el resto de las sociedades por acciones. Cabe destacar también, el dictado de la Resolución N° 36/2007 de la Sindicatura General de la Nación sobre “Normas mínimas de control interno para el buen gobierno corporativo en empresas y sociedades del Estado”²⁸ que establece determinados requisitos de *corporate governance* para las empresas y sociedades del Estado, excluyendo a las sociedades cotizantes y entidades financieras. Estas últimas, por supuesto, tienen también un contralor específico del Banco Central de la República Argentina en estos aspectos, siguiendo principalmente lineamientos del Comité de Basilea.²⁹

Para lo que interesa a este trabajo, si bien la descripción del complejo entramado normativo antes citado servirá para extraer algunas conclusiones hacia el final de este estudio, se hará hincapié principalmente en las cuestiones que afectan al mercado de capitales de oferta pública que es donde mayor ímpetu se ha depositado en lo que respecta al *corporate governance* y donde en definitiva rige actualmente el Código de Gobierno Societario cuya implementación es objeto de este análisis.

²⁷ Esta resolución se publicó en el Boletín Oficial el 31 de julio de 2006. Luego fue suspendida por el término de un año por la Resolución General N° 1/2008 de la Inspección General de Justicia, y finalmente fue modificada por la Resolución General N° 4/2009 de la misma entidad (publicada el 22 de junio de 2009). Puede encontrarse una descripción resumida de la resolución en Ymaz Videla (2009).

²⁸ Publicada en el Boletín Oficial el 23 de mayo de 2006. Un análisis crítico sobre esta resolución puede encontrarse en Aprea (2007).

²⁹ En este sentido, puede verse en BCRA (2007) la implementación por parte del Banco Central de la República Argentina de los lineamientos de Basilea II, que en BIS (2010) se reconoce que tienen parte de su fundamento en el fortalecimiento del *corporate governance* de los bancos.

En ese sentido, se reconoce en el Decreto N° 677/2001 la primera formulación expresa y decidida sobre *corporate governance* en Argentina,³⁰ lo cual se deja ver claramente en los considerandos que fundamentan su sanción.³¹ Y si bien el decreto lleva como título “Régimen de Transparencia en la Oferta Pública”, lo cierto es que regula diferentes aspectos que no hacen únicamente a la transparencia. Así, aparte de establecer deberes de información periódica y ocasional a las entidades y de sancionar ciertas prácticas contrarias a la transparencia en la oferta pública, el decreto definió el término “valor negociable” y “oferta pública” entre otros, reguló sobre el establecimiento del comité de auditoría, sobre la independencia de sus integrantes y de los auditores externos, modificó el régimen de responsabilidad por la confección de los prospectos, y estableció un régimen opcional de mercado de control, entre otras cuestiones.

El decreto, si bien podría decirse que en cierto modo fue anticipatorio de normativas posteriores que en la misma línea luego se dictaron en otros países, fue también objeto de fuertes críticas por parte de varios operadores locales, que igualmente le reconocen sus aspectos positivos. Algunas de las principales objeciones que se le han hecho (y aún se le hacen) al decreto es que: (i) tiene una débil raigambre constitucional, dado que fue dictado unilateralmente por el Poder Ejecutivo con fuerza de ley en uso de facultades extraordinarias delegadas por el Poder Legislativo sobre la base de argumentos de “emergencia pública”;³² (ii) no ha sido producto de un debate democrático amplio; (iii) regula cuestiones que no tienen que ver estrictamente con la transparencia y que bien podrían haber sido tratadas en legislaciones especiales; (iv) adolece de medidas adecuadas

³⁰ Así lo afirman, entre otros, Junyent Bas (2005) y Lionetti De Zorzi (2004). También Luegmayer (2007) explica que: “Con anterioridad al decreto 677/2001 la normativa relativa a la transparencia en la oferta pública se encontraba dispersa entre las resoluciones generales dictadas por la CNV”.

³¹ Entre los numerosos considerandos del decreto, se leen los siguientes: “Que (...) se ha promovido la conciencia a nivel mundial sobre la importancia de contar con adecuadas prácticas de gobierno corporativo...”, “Que desde las perspectivas de los mercados financieros ‘globalizados’, las buenas prácticas de gobierno son un valor reconocido que influye en la respectiva tasa de riesgo”, y “Que la mayoría de las reformas que contempla el presente Decreto, incorporan tendencias mundiales referidas a prácticas de gobierno corporativo, que ya han sido adoptadas por muchos de los llamados mercados emergentes”.

³² Una extensa reseña sobre las discusiones sobre la inconstitucionalidad del Decreto N° 677/2001 puede verse en Paolantonio (2010), nota al pie 17. Otro autor que también trata con detenimiento el tema es Camerini (2007).

que aseguren el *enforcement* efectivo de las obligaciones impuestas; (v) importa figuras del derecho anglosajón que chocan con las normas de fondo locales.³³

Fruto de este decreto, aunque algunos años después y en otro contexto local e internacional, fue sancionado recientemente por la CNV el llamado “Código de Gobierno Societario” bajo la Resolución General N° 516/2007.³⁴ Dentro de los considerandos explicitados para su sanción, aparte de los mismos que dieron impulso al Decreto N° 677/2001, se explica en referencia especial al dictado del Código “*Que la existencia de un Código de Gobierno Societario se aprecia como elemento valioso en el ámbito de las sociedades autorizadas para ofertar públicamente las acciones representativas de su capital social, pues no sólo resulta ser un atractivo para los potenciales inversores, sino que también reduce el costo de financiamiento de las sociedades*”, y “*Que la fijación y consiguiente exteriorización de las pautas de conducta integrantes del mencionado Código resulta de inmediata utilidad para esclarecer, en todo momento, las relaciones entre administradores y ejecutivos, por un lado, y accionistas -especialmente los minoritarios- y terceros, por el otro*”.

En rigor, lo que se dispone en la resolución es la obligación de los directorios de las sociedades que cotizan públicamente sus acciones (excepto las *pymes*) de incluir como anexo separado en las memorias de sus estados contables (como parte de la información periódica y como “hechos relevantes” ocasionales) un informe acerca de si siguen o no las recomendaciones establecidas en el Código y, en su caso, explicar las razones por las cuales no adoptan -total o parcialmente- tales recomendaciones y/o si contemplan incorporarlas en el futuro.

Bajo esta modalidad de “cumpla o explique”, la CNV incorpora como anexo a la resolución los “contenidos mínimos” del Código, que esencialmente versan sobre: (i) *el ámbito de aplicación del Código* (incluyendo la relación emisora-grupo económico y la

³³ Para ver en particular críticas a la adopción de la figura del comité de auditoría, pueden verse Luchinsky (2006) y Jelonche (2007). Aunque, por otra parte, Villegas (2009) señala que la doctrina financiera y contable en Argentina ha visto un paso positivo en su implementación.

³⁴ Publicada en el Boletín Oficial el 19 de octubre de 2007. La aplicación de dicha resolución fue prorrogada por la Resolución General N° 544/2008.

inclusión en el estatuto societario); (ii) *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); (iii) *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); (iv) *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); (v) *la relación con la comunidad* (incluyendo cuestiones sobre la comunicación vía Internet); y (vi) *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).

La particularidad metodológica que exhibe el Código es que dichos “contenidos mínimos” no son formulados tanto como principios o buenas prácticas (aunque en algunos casos pueden inferirse deberes directos de actuación), sino como meros deberes de información o evaluación que los directores deben hacer respecto de cada tema, sin explicitarse cuáles serían las buenas o mejores prácticas esperada en cada caso. Por ejemplo, se utilizan a lo largo del Código frases como “*el Directorio debe informar si existen políticas aplicables respecto de...*”, “*el Directorio debe evaluar si...*”, “*el Directorio debe manifestar si...*”, “*el Directorio debe analizar si...*”, “*el Directorio debe examinar si resulta conveniente que...*”, “*el Directorio debe expedirse sobre la conveniencia de que...*”, “*el Directorio debe analizar la utilidad de...*”, “*el Directorio debe pronunciarse expresamente sobre lo adecuado o inadecuado de...*”, y así siguiendo en términos similares.

De este modo, el Código no fija tanto estándares mínimos o *benchmarks* de actuación contra los cuales medir las respuestas brindadas por cada una de las entidades, sino que más bien define los temas sobre los cuales las compañías deben producir sus

informes, dejando en definitiva al arbitrio del mercado la evaluación de las respuestas discrecionales y variadas que en cada caso se esgriman.

Resulta en este aspecto interesante tener en cuenta algunos antecedentes particulares que dieron origen a la sanción del Código. En primer lugar, cabe resaltar que un año antes de dicha sanción, la CNV había dictado la Resolución General N° 493/2006³⁵ (luego derogada por el Código) que parece haber sido un intento fallido de implementación de un código de buenas prácticas. Dicha resolución (también inspirada bajo el concepto de “cumpla o explique”) establecía una suerte de encuesta con 14 preguntas puntuales que los directorios de todas las compañías cotizantes (sin distinción) debían responder acerca de temas similares a aquellos que luego se terminaron incluyendo en el Código. Las respuestas debían ser por “sí” o por “no” y se otorgaba un espacio para introducir observaciones. La resolución finalmente no tuvo aplicación y fue reemplazada por el Código.³⁶

Por otra parte, es curioso que el expediente administrativo N° 472/07 que la CNV impulsó para evaluar el dictado del Código se denominara “Código de Buenas Prácticas de Gobierno Societario” y que luego, al momento de la sanción de la resolución final, se le quitara el mote de “buenas prácticas” y quedara simplemente como “Código de Gobierno Societario”. Si bien éstos pueden parecer datos menores, contribuyen a comprender un poco más la metodología utilizada para la sanción del Código.

Al igual que el Decreto N° 677/2001, el Código de Gobierno Societario recibió algunas críticas iniciales, entre las cuales destacamos principalmente las siguientes: (i) que la norma no cumple con las condiciones esenciales de un código de buenas prácticas, tal como ello se entiende en el resto de los países que han adoptado uno, dado que no hay un conjunto de principios o recomendaciones que consagre lo que se entiende por “buenas prácticas”, sino más bien un conjunto de títulos o temas que –aunque sí tienen que ver con la materia- no se han redactado en forma de principios de los cuales deriven luego recomendaciones concretas; (ii) que en la elaboración del Código ha habido una falta de coordinación entre los participantes del mercado, el regulador, los inversores institucionales

³⁵ Publicada en el Boletín Oficial el 12 de octubre de 2006.

³⁶ Puede encontrarse también una mención respecto de la Resolución 493/2006 en Rodríguez (2010).

y el sector privado; (iii) que, al no surgir del Código recomendaciones, principios o prácticas de buen gobierno concretas, ello podría resultar en que cada emisor adopte un código distinto en cada caso, lo cual podría crear una mayor confusión entre los inversores y depositaría cierta duda sobre la objetividad y la veracidad de las respuestas de los emisores.³⁷

SECCIÓN 2.

2.1. Análisis de los informes presentados por los emisores

En la presente Sección se analizarán los informes sobre el Código de Gobierno Societario presentados durante los años 2009 y 2010 por las empresas cotizantes obligadas a realizar dicha presentación.³⁸ El objetivo de este análisis es poder identificar hallazgos relevantes en las respuestas brindadas por las diferentes compañías, a fin de evaluar cuál ha sido el resultado de la implementación del Código hasta el momento y verificar si las críticas efectuadas al mismo que se han mencionado en la Sección anterior son acertadas.

³⁷ Las mayores críticas al Código de Gobierno Societario han sido formuladas por Villegas (2009), quien también ha sido hasta ahora el único autor que ha realizado con detenimiento un análisis exhaustivo del Código. Si bien Rodríguez (2010) también analiza en detalle el Código, el suyo es un análisis más bien descriptivo.

³⁸ Se analizaron los informes correspondientes a las siguientes empresas: Agrometal S.A., Alpargatas S.A., Alto Palermo S.A., Aluar Aluminio Argentino S.A., American Plast S.A., Andes Energía Plc., Ángel Estrada Y Cia. S.A., Autopistas del Sol S.A., Banco de Galicia y Buenos Aires S.A., Banco Hipotecario S.A., Banco Macro S.A., Banco Patagonia S.A., Banco Santander Río S.A., Banco Santander S.A., BBVA Banco Francés S. A., Bodegas Esmeralda S.A., Boldt Gaming S.A., Boldt S.A., Camuzzi Gas Pampeana S.A., Capex S.A., Caputo S.A., Carbochlor S.A., Celulosa Argentina S.A., Central Puerto S.A., Central Urbana S.A., Cerámica San Lorenzo S.A., Colorin S.A., Compañía Hotelera Argentina S.A., Compañía Introdutora de Buenos Aires S.A., Consultatio S.A., Continental Urbana S.A. Inversora, Cresud S.A., Distribuidora de Gas Cuyana S.A., Dycasa S.A., Edenor S.A., Emdersa, Empresa Distribuidora La Plata S.A., Edesur S.A., Endesa Costanera S.A., Euromayor S.A. de Inversiones, Ferrum S.A., Fiplasto S.A., Gas Natural Ban S.A., Grimoldi S.A., Grupo Clarín S.A., Grupo Concesionario del Oeste S.A., Grupo Financiero Galicia S.A., Inversora Eléctrica de Buenos Aires S.A., IRSA Inversiones y Representaciones S.A., Juan Minetti S.A., Ledesma S.A., Longvie S.A., Metrogas S.A., Metrovías S.A., Mirgor S.A., Molinos Juan Semino S.A., Molinos Río de la Plata S.A., Nortel Inversora S.A., Pampa Energía S.A., Papel Prensa S.A., Petrobras S.A., Petrolera del Conosur S.A., Polledo S.A., Repsol YPF S.A., Rigolleau S.A., S.A. San Miguel, Siderar S.A., Sociedad Comercial del Plata S.A., Socotherm Americas S.A., Solvay Indupa S.A., Telecom Argentina S. A., Telefonica Holding de Argentina S.A., Telefonica, S.A., Tenaris S.A., Transener, Transportadora de Gas del Norte S.A., Transportadora de Gas del Sur S.A., e YPF S.A.

Llamativamente, no se encuentran estudios independientes publicados que se hayan dedicado a analizar el resultado de la implementación del Código de Gobierno Societario al día de hoy ni que hayan interpretado con profundidad las explicaciones brindadas por las compañías en cada caso. Aparece únicamente un estudio presentado por un funcionario de la CNV hacia fines del 2009³⁹ que analiza cuantitativamente el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código luego de presentados los primeros informes de 2009, pero que no se adentra con profundidad en las justificaciones esgrimidas por los emisores respecto de los puntos en los cuales no se adoptan las recomendaciones. Ese estudio, no obstante, será de utilidad para complementar numéricamente las conclusiones extraídas en el presente trabajo.

En tal sentido, el presente análisis no apunta tanto a realizar una medición estadística respecto del grado de cumplimiento del Código (que de por sí el estudio citado en el párrafo anterior reconoce como bajo/medio), sino a tratar de reconocer, a través la interpretación de las respuestas brindadas bajo los informes, aspectos cualitativos relevantes a fin de detectar imperfecciones que puedan ser mejoradas en un futuro.

Por una cuestión de discreción, las respuestas y argumentos que se citen y analicen más adelante se consignarán sin hacer mención a las compañías particulares que las hayan brindado, dado que, en definitiva, no es ello relevante a los fines del presente trabajo.

2.1.1. Presentación de los informes

Tal vez uno de los aspectos positivos a destacar de la implementación reciente del Código sea el alto grado de acatamiento por parte de las compañías emisoras del deber de presentación de los informes anuales. Sin perjuicio de que la calidad de las respuestas varía en cada caso, en general las entidades han presentado sus informes y dado respuestas a cada uno de los puntos contenidos en el Código, lo cual, al menos, muestra cierta predisposición de las compañías para ocuparse del tema. Se puede advertir además que la CNV ha estado monitoreando que se cumpla con la presentación de los informes, dado que algunas compañías han sido intimadas para que así lo hicieran.

³⁹ Helman (2009).

No obstante lo antedicho, se destaca que, si bien la resolución de la CNV dispone que el informe sobre el Código de Gobierno Societario debe presentarse junto con la información contable periódica y a su vez como “hecho relevante” ocasional, las empresas en general han dado cumplimiento a dicha forma de presentación dual durante el año 2009, pero en los informes presentados en el 2010 se detecta que varias empresas sólo incluyeron el informe como anexo de las memorias de sus estados contables pero omitieron realizar la presentación separada como “hecho relevante”.

2.1.2. Evolución inter-anual

En la mayoría de los casos, los informes presentados durante el año 2010 no presentan cambios respecto de los informes presentados durante el año 2009. Asimismo, en los casos en los cuales se verifican cambios de año a año, los mismos muchas veces tienden a corregir las respuestas brindadas en el informe anterior copiando explicaciones que otras entidades incluyeron en sus informes del año 2009, tal como se describe en el punto siguiente. Hay no obstante unos pocos casos de empresas que muestran haber modificado positivamente algunos puntos.

Por otra parte, se detectó que son pocos los casos en los cuales las empresas se muestran dispuestas en sus informes a evaluar cambios hacia el futuro o se comprometen a revisar sus conductas actuales a partir de la sanción del Código.

Esto evidencia, en algún punto, que las empresas no han encontrado hasta el momento en el Código altos incentivos para proyectar modificaciones en sus comportamientos futuros, o bien, sólo podría esperarse que dichas modificaciones vayan a suceder en el largo plazo.

2.1.3. Efecto contagio

Otro hallazgo interesante que se ha podido detectar es que muchas compañías presentan respuestas muy similares en sus informes (en algunos casos en forma idéntica), principalmente en lo que respecta a las explicaciones que deben dar para justificar la no adopción de ciertas medidas que el Código propone evaluar. Incluso, tal como se destacó en

el punto anterior, algunas empresas en sus informes del año 2010 modificaron sus respuestas del año anterior para incluir justificaciones incluidas por otras compañías en los informes del año 2009.

Probablemente, éste haya sido un efecto no deseado de la implementación del Código, dado que ha generado una especie de sindicalización de ciertas empresas cotizantes. Aunque lo cierto es que se trata de un efecto difícil de evitar, puesto que los informes son de conocimiento público.

2.1.4. Principales puntos aceptados

Si bien el Código no es tan claro en las recomendaciones que pregona ni en los principios que inspiran cada uno de sus puntos, las empresas han inferido indirectamente ciertas conductas deseadas y en algunos casos han respondido positivamente a las mismas. Se aclara que en este punto se consideran puntos aceptados aquellos en los cuales las compañías se muestran receptivas a considerar conductas superadoras de lo dispuesto por la legislación vigente, pero no así aquellas conductas que simplemente se ajustan a las prescripciones legales.

Los puntos detectados como de mayor aceptación son los siguientes: (i) la responsabilidad del directorio en la aprobación de las principales políticas y estrategias de gestión (puntos 3 y 4 del Código); (ii) la implementación de políticas para la gestión y el control del riesgo (punto 5 del Código); (iii) la inclusión de directores independientes en el directorio (punto 7 del Código); (iv) la capacitación y desarrollo de los directores (punto 11 del Código); y (v) la relación con la comunidad a través de Internet (puntos 21 y 22 del Código).

2.1.5. Principales puntos rechazados

Entre los puntos en los que mayor resistencia se ha verificado se incluyen los siguientes: (i) la modificación de los estatutos de la sociedad para reflejar las previsiones del Código (punto 2 del Código); (ii) la limitación a los directores de desempeñar funciones en varias entidades (punto 9 del Código); (iii) la evaluación de los directores de su propia

gestión (punto 10 del Código); (iv) la realización de reuniones exclusivas para directores independientes (punto 15 del Código); (v) la realización de reuniones periódicas con los accionistas fuera de las asambleas (punto 16 del Código); (vi) la fundamentación de la no adhesión al régimen obligatorio de ofertas públicas de adquisición (punto 19 del Código); (vii) la fijación de una política estricta de pago de dividendos (punto 20 del Código); y (viii) la adopción de Comités de Remuneración y de Nombramiento y Gobierno Societario (puntos 26 y 27 del Código).

2.1.6. Puntos intermedios

Excepto por las menciones efectuadas en los apartados 2.1.4 y 2.1.5 anteriores, donde se pudo observar una tendencia generalizada, en el resto de los puntos del Código existen reacciones intermedias, habiendo algunas empresas que adoptan medidas particulares y otras que no (por ejemplo en cuanto a la designación de un presidente independiente en el comité de auditoría, o la designación de directores ex ejecutivos), y varios casos en los cuales las compañías simplemente se limitan a informar que cumplen con las disposiciones legales vigentes en la materia.

2.1.7. Calidad de las respuestas

En términos generales puede observarse que las respuestas brindadas por las compañías en sus informes son en muchos casos deficientes, sobre todo a la hora de tener que explicar por qué consideran que no deben adoptar medidas diferentes a las que han venido manteniendo hasta el momento.⁴⁰

En tal sentido, pueden encontrarse muchas respuestas del tipo “*el directorio no considera necesaria la adopción de...*” o “*el directorio entiende que las medidas adoptadas por la compañía son suficientes...*”, sin explicar por qué realizan dichas consideraciones. También hay casos en los cuales las compañías afirman contar con determinadas políticas o cumplir con las previsiones del Código, pero no explican cómo lo hacen ni en qué consisten esas políticas.

⁴⁰ Éste parece ser un problema que también aqueja a códigos de buenas prácticas de otros países, lo cual se puede ver en Arcot, Bruno and Faure-Grimaud (2005).

2.1.8. Explicaciones justificativas

Sin perjuicio de lo descrito en el apartado anterior, se pueden encontrar a lo largo de los informes diversas explicaciones que las compañías brindan para justificar sus respuestas.

(a) El argumento de los costos y la burocracia. Al contrario de lo que podría imaginarse, no se observa en los informes una queja generalizada de las compañías respecto de los mayores costos que podría implicar la adopción de mejores prácticas corporativas. Sin embargo, en algunos casos se ha justificado el no cumplimiento de algunas previsiones del Código (por ej. la reforma estatutaria, la rotación permanente de los auditores, o la constitución de diversos comités) en que ello insumiría demasiados costos, sería ineficiente, y/o volvería altamente burocrática la toma de decisiones dentro de la compañía.

(b) El argumento de la flexibilidad. Sobre todo en lo que respecta a las reformas del estatuto de la sociedad (punto 2 del Código), muchas compañías justifican su negativa a realizar modificaciones en ese sentido, argumentando que al ser los estatutos instrumentos relativamente rígidos cuya reforma requiere de trámites engorrosos, ello atentaría contra el concepto de dinamismo y revisión constante que subyace en las doctrinas del *corporate governance*.⁴¹ En su lugar, varias empresas optan por la redacción de códigos internos (ya sea de ética o de conducta interna), que resultan más flexibles y menos sacramentales.

(c) El argumento de lo ya legislado. Tal vez el argumento más utilizado por las compañías en los informes para justificar sus respuestas negativas sea el argumento legislativo. En este sentido, son muchos los puntos del Código en los cuales las compañías responden que son temas ya legislados o regulados y que por ende se limitan a cumplir con dichas disposiciones, entendiendo que ello es suficiente a los fines requeridos.⁴² De hecho,

⁴¹ En algunos casos, para fundar esta justificación, las empresas se remiten a OECD (2004). Podría citarse también, en apoyo a esta tesis, a Jeltonche (2007) cuando respecto de los temas de *corporate governance* expresa que: “*Son materias de evolución dialéctica que suscitan permanente debate*”.

⁴² Las principales superposiciones que se señalan son: art. 66 de la Ley 19.550, art. 73 de la Ley 17.811 y Resolución Técnica N° 21 de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (respecto de operaciones con partes relacionadas), arts. 271, 272 y 273 de la Ley 19.550 (respecto de conflictos de interés), art. 255 de la Ley 19.550 (sobre las funciones administrativas del directorio), art. 58 de la Ley 19.550 (sobre la responsabilidad de los directores), art. 241 de la Ley 19.550 (sobre la prohibición de

en un caso extremo, una compañía afirma directamente que “*El Directorio de la sociedad ha considerado no necesario adoptar un Código de Gobierno Societario por entender que el cumplimiento de la legislación vigente (...) implica alcanzar los objetivos que se tuvo en miras al dictar la resolución CNV 516/07*”.

(d) El argumento de la contradicción normativa. En consonancia con el apartado (c) anterior, algunas compañías incluso entienden que existen previsiones en el Código que resultarían contrarias a lo previsto por la legislación de fondo, principalmente cuando se pretende poner en cabeza del directorio múltiples decisiones que en rigor la legislación societaria deposita en cabeza de los accionistas.⁴³

(e) El argumento de la importación de conceptos. También relacionado con los apartados (c) y (d) anteriores, hay emisoras que discuten el contenido del Código, argumentando que en muchos casos se pretenden instaurar principios de derecho extranjero que han sido pensados para otras latitudes (países de tradición anglosajona o con sistemas monistas de gobierno societario), pero que son ajenos a la realidad y tradición de negocios propia del país.⁴⁴

los directores de evaluar su propia gestión), art. 234 de la Ley 19.550 (sobre la facultad de las asambleas de accionistas de aprobación de la gestión, designación y retribuciones del directorio), art. 237 de la Ley 19.550 (sobre la forma de dar participación a los accionistas en las asambleas), art. 55 de la Ley 19.550 (sobre los derechos de control de los accionistas), art. 15 del Decreto 677/2001 (sobre la composición del Comité de Auditoría y la calidad de independientes de sus integrantes), Capítulo III del texto ordenado de normas de la CNV (sobre la evaluación de la independencia de los directores y rotación de los auditores), normas existentes sobre protección de datos personales (sobre la confidencialidad de los datos de las páginas web), normas existentes sobre prohibición de toda forma de discriminación (sobre la política de discriminación en la integración del directorio).

⁴³ Nicholson (2007) hace una advertencia en este sentido, cuando dice: “*Cuando se hacen distinciones entre los directores independientes y no independientes, se pone indirectamente en duda la aplicabilidad de la Ley de Sociedades Comerciales*”.

⁴⁴ En particular, se aduce que la doctrina del *corporate governance* ha surgido para resolver problemas en países con empresas de capital desconcentrado y sistemas monistas de gobierno societario (donde no existen órganos de control intrasocietarios), mientras que en Argentina las empresas suelen tener el capital concentrado y el sistema de gobierno es dualista (es decir, ya existen órganos de fiscalización internos). Este espíritu también se encuentra por ejemplo en algunos autores como Escuti (2007), quien expresa: “*Hoy y en nuestro país puede hablarse de la existencia de una generalizada ideología grandilocuente propia de un institucionalismo, pensado teóricamente en y para la gran anónima, para esas que prácticamente no existen en Argentina*”. Un comentario similar, aunque respecto del caso español, realiza Recalde Castells (2004). Sin embargo, en forma contraria a estos argumentos, también podría decirse, siguiendo la explicación de Luegmayer (2007), que las fuentes de la Ley 17.811 de oferta pública en Argentina han sido, en parte, la ley inglesa y la norteamericana. Misma observación realiza Apreda (2007) cuando se refiere a la influencia

(f) El argumento de la sujeción a otras regulaciones. En general, las compañías que cotizan sus acciones en el extranjero, suelen justificar sus conductas en el cumplimiento de normativas sobre *corporate governance* aplicables en mercados extranjeros (por ej. la Ley Sarbanes-Oxley o el informe anual de gobierno corporativo español). Asimismo, en los casos de entidades financieras, se otorga preeminencia a las regulaciones del Banco Central de la República Argentina, que resultan de cumplimiento obligatorio para los bancos. Por otra parte, en empresas que cuentan con alguna participación estatal o que han sido objeto de privatizaciones o de concesiones se observa la existencia de algunas limitaciones impuestas bajo legislaciones específicas.

(g) El argumento de la inestabilidad económica. En lo que respecta a la fijación de políticas de distribución de dividendos, gran parte de las compañías entienden que en países como éste, donde los vaivenes económicos son frecuentes, no resulta conveniente adoptar políticas estrictas de distribución de dividendos, sino que ello debe evaluarse en cada ejercicio de acuerdo a la coyuntura y las necesidades específicas de la compañía en cada momento.

(h) El argumento del dilema de la independencia. En lo que respecta a otorgar mayor relevancia a los miembros independientes del directorio o del comité de auditoría, algunas compañías sostienen que, por ejemplo, no resulta apropiado cuando existe una pluralidad de miembros independientes otorgarle preeminencia a uno de ellos (designándolo presidente) o bien que resulta indiferente que el comité de auditoría sea presidido por un miembro independiente si el presidente no tiene voto definitorio o poder de decidir en contra de la mayoría. Asimismo, ha habido compañías que argumentan que no resulta procedente que los directores independientes mantengan reuniones en forma separada del directorio en general, dado que el directorio debe ser un organismo unido que debe velar por un mismo interés social.

(i) El argumento de las sinergias. En lo que respecta a la participación de los directores en los directorios de otras compañías, algunas empresas indican que ello resulta

anglosajona en Argentina durante el período 1991-2000. Sobre la diferencia entre los sistemas monista y dualista puede verse Luchinsky (2006).

beneficioso cuando se trata de empresas del mismo grupo económico, dado que ello permite lograr una mayor sinergia y reducir costos de agencia.

(j) El argumento de la falta de reclamos. En cuanto a la implementación de medidas que promuevan una mayor participación de los accionistas minoritarios en las decisiones, algunas empresas han justificado su negativa a tomar dichas medidas aduciendo que no han recibido reclamos o solicitudes de dichos accionistas exigiendo una mayor participación de la que tienen actualmente.

(k) El argumento de la falta de operatividad. Se encuentran casos también de empresas cuyo objeto principal es ser la *holding* de un grupo económico, en los cuales dichas compañías explican que al no tener una vida societaria netamente operativa no les serían aplicables varias de las previsiones del Código. No obstante, en algunos de esos casos se suelen suplir las respuestas propias con explicaciones sobre las conductas seguidas por las sociedades controladas.

(l) El argumento de la falta de especificidad. En algún caso se le exige a la CNV que dé más especificaciones en el Código sobre cuáles deberían ser las medidas recomendadas o apropiadas que se espera sean tomadas en cada caso.

Desde ya, los hallazgos destacados en esta Sección no pretenden ser taxativos, sino que son sólo aquellos que han llamado la atención del autor de este trabajo. Asimismo, el análisis realizado ha sido eminentemente cualitativo, con lo cual no es intención de este trabajo relacionar los hallazgos realizados con estadísticas concretas.

SECCIÓN 3.

3.1. Deduciones principales. Interrogantes y sugerencias

Luego del análisis efectuado en la Sección 2, en la presente Sección se expondrán las principales deducciones extraídas respecto de la reciente implementación del Código y, a partir de allí, se intentarán plantear algunos interrogantes y sugerencias a los fines de

aportar ideas que eventualmente resulten de utilidad en un futuro próximo en caso que se decida modificar el Código, en el entendimiento de que el mismo se encuentra en estado incipiente y será objeto de revisiones periódicas tendientes a su mejoramiento por parte de la CNV.⁴⁵

Ante todo, la deducción preliminar a la que se llega, y cuya comprobación era parte del objeto del presente trabajo, es que las críticas anticipatorias al Código efectuadas por ciertos autores incluso antes de que las compañías presentaran sus primeros informes, y que han sido resumidas en el apartado 1.3. anterior, son en términos generales acertadas y han podido ser verificadas a partir del análisis de los informes presentados. Por tanto, no debe sorprender que parte de dichas críticas aparezcan contenidas dentro de algunas de las deducciones que se efectuarán a continuación.

Deducción N° 1: La primera conclusión a la que se llega luego de leer los informes presentados por las compañías es que no resulta claro qué es lo que el Código pretende ser. En tal sentido, no se termina de comprender si se trata de un código, de un informe o de una encuesta. Y ello se verifica en las propias respuestas de las emisoras, que en algunos casos resuelven “aprobar” o “adoptar” el Código, en otros casos se refieren al mismo como un “informe”, y en general las respuestas resultan ser más descriptivas que afirmativas como si se tratara de una encuesta acerca de lo que las compañías hacen antes que un conjunto de recomendaciones sobre lo que deberían hacer.

Sugerencia N° 1: Por tanto, como primera aproximación, sería aconsejable determinar qué tipo de carácter se desea dar al contenido del Código, y a partir de allí definir la metodología para su aplicación. Si lo que se pretende es que cada emisora defina su propia conducta de acuerdo a sus propios criterios y circunstancias, y que sea el mercado el que interprete y evalúe libremente las respuestas de cada compañía, probablemente resulte más conveniente no establecer un “código” sino redactar una suerte de cuestionario sobre temas generales para que las entidades se expresen al respecto. Ahora bien, si lo que se desea es proponer un código de buenas prácticas, sería conveniente que la redacción del mismo se componga simplemente de principios generales y de recomendaciones prácticas específicas

⁴⁵ Esta actitud abierta al cambio se puede ver en Helman (2009).

que deriven de dichos principios,⁴⁶ tal como se explicó en el apartado 1.2., evitando dejar sujeto a la evaluación de los directorios si resulta conveniente o no adoptar las recomendaciones, siendo en todo caso dicha evaluación parte de las explicaciones que los directorios deban dar en caso que decidan no cumplir con las recomendaciones del código.

Deducción N° 2: La segunda conclusión a la que se llega es que buena parte del contenido del Código se superpone con normativa imperativa vigente en las diferentes materias (incluso con regulaciones dictadas por la propia CNV),⁴⁷ llegando en algunos casos a correr el riesgo de contradecir preceptos fundamentales de la legislación de fondo, lo cual genera una confusión nada saludable en las compañías, que en varios casos no alcanzan a comprender (o al menos eso manifiestan) qué diferencia existe entre el Código y las cuestiones ya legisladas, y si en definitiva se trata de cuestiones de cumplimiento voluntario o imperativo. En tal sentido, muchas de las respuestas de las compañías llegan al absurdo de simplemente afirmar que “cumplen” con las previsiones del Código porque se encuentran cumpliendo con la normativa imperativa vigente (este tipo de respuestas predomina en la gran mayoría de los informes), lo cual abre el interrogante acerca de si realmente es necesario en Argentina tener un Código o si no era ya suficiente con la normativa existente en la materia. Asimismo, este tipo de confusiones pone nuevamente en cuestionamiento la competencia de la CNV para regular cuestiones que podrían ser interpretadas como de exclusiva competencia legislativa y no reglamentaria.⁴⁸

Sugerencia N° 2: El Código debería evitar superponerse o contradecir la normativa imperativa vigente, no sólo porque ello dificulta la aplicación del Código sino porque, lo que es más grave, podría debilitar la legislación vigente que se ha venido desarrollando con esfuerzo hasta el momento. Si lo que se pretende es que el Código proponga estándares

⁴⁶ Ver a este respecto las sugerencias de Villegas (2009) y de Aprea (2007). En particular, este último sugiere tomar en cuenta el código australiano, que acierta en diferenciar claramente entre lo que constituye un principio de gobernanza de una regla de buena práctica.

⁴⁷ Ya, incluso antes de la sanción del Decreto 677/2001, Vanasco (2000) afirmaba que: “*También es necesario señalar que muchas de las recomendaciones vinculadas con el buen gobierno de las sociedades se encuentran corporizadas en la Ley de Sociedades Comerciales o en las reglamentaciones de la CNV o de las bolsas de comercio (...), por lo que quizá no resulte extraño admitir que algunos de los principios ya han sido incorporados a nuestro derecho positivo*”.

⁴⁸ En este sentido, aunque en otras latitudes, Recalde Castells (2004) se pregunta: “*¿Hasta qué punto estos códigos tienen legitimidad para reformar la ley?*”.

superadores de la legislación vigente,⁴⁹ sería conveniente revisar el Código a la luz de la misma, detectar todos aquellos puntos en los cuales se toca con dicha legislación, y a partir de ello decidir alguna de las siguientes alternativas: (i) en caso que se considere que lo ya regulado resulta suficiente, erradicar del Código todo aquello que se superponga o contradiga con lo previsto por la normativa vigente; (ii) reformar parte de la normativa imperativa vigente a los fines de reflejar las recomendaciones del Código en la misma;⁵⁰ y/o (iii) aclarar expresamente en cada punto del Código que se superponga con la normativa vigente de qué modo las recomendaciones previstas resultarían superadoras de dicha normativa y por qué el mero cumplimiento de la legislación imperante no implica el cumplimiento de las recomendaciones del Código.

Deducción N° 3: La tercera conclusión a la que se arriba, y que tiene alguna conexión con la deducción anterior, es que la normativa sobre *corporate governance* en Argentina está demasiado dispersa y poco coordinada, tanto interna como externamente. En tal sentido, como se observa más arriba en este trabajo, existen actualmente diversos organismos (la CNV, la Inspección General de Justicia, el Banco Central de la República Argentina, la Sindicatura General de la Nación) que regulan cuestiones que hacen al *corporate governance* de las entidades que se encuentran bajo su órbita, las cuales, en muchos casos, se ven alcanzadas por diferentes normas que versan sobre temas similares pero que establecen criterios distintos, todo lo cual contribuye a la confusión que se señaló en la deducción anterior, verificándose ello en las respuestas brindadas en los informes. Algo parecido sucede también con aquellas sociedades que cotizan sus acciones en otras jurisdicciones, donde rigen a su vez normativas o códigos de *corporate governance* particulares, sin que en ningún momento resulte claro de qué modo el Código argentino mantiene alguna similitud o conexión con dichos estándares externos.

Sugerencia N° 3: La normativa argentina sobre *corporate governance* debería ser armónica tanto interna como externamente. Para ello, sería conveniente que los distintos organismos

⁴⁹ Helman (2009).

⁵⁰ Por citar sólo un ejemplo de esta alternativa, Odriozola (2006) proponía hace unos años derogar el decreto 677/2001 y reemplazarlo por una reforma de la Ley de Sociedades Comerciales. También Frick (2010) propone reeditar esta discusión.

de contralor locales aunasen criterios sobre temas de tratamiento similar y, en su caso, acuerden prioridades o excepciones en los casos que corresponda a fin de no superponer sus propias reglamentaciones sobre las mismas entidades. Asimismo, el Código argentino debería establecer alguna relación con los principios o estándares existentes en mercados del exterior donde coticen las acciones de sociedades que se encuentran bajo su órbita, a los fines de saber si, a los ojos de la autoridad de contralor argentina, se trata de estándares compatibles y, en su caso, si su cumplimiento resulta suficiente a la luz del Código propio.

Deducción N° 4: Lejos de parecer lograr (al menos hasta el momento) una competencia saludable entre las empresas cotizantes por alcanzar estándares más altos de comportamiento, se pudo verificar que muchas empresas se sindicalizan sobre los temas de mayor resistencia, acordando (ya sea tácita, expresa, voluntaria o involuntariamente) respuestas muy similares para justificar el no cumplimiento, cuyo contenido en muchos casos es vago e incompleto. Asimismo, se ha podido verificar que existe un bajo interés de las compañías por demostrar una evolución interanual en la adopción del Código y una baja predisposición para adoptar mejores prácticas en el futuro de las que actualmente siguen.

Sugerencia N° 4: En este aspecto, resulta de suma relevancia que la autoridad de contralor, en su carácter de *gatekeeper* del sistema, participe activamente del proceso de implementación del Código, pidiendo mayores explicaciones a las emisoras respecto de aquellas respuestas incompletas o que carecen de suficiente detalle. Sería importante también que el organismo regulador responda (rechazando o aceptando) las objeciones al Código realizadas por las emisoras en sus informes y, en su caso, corrija a las compañías cuando éstas afirman que cumplen con las recomendaciones del Código cuando en la realidad no lo hacen. Asimismo, sería aconsejable eliminar el deber de presentación de los informes enteros cada año y exigir a las empresas que sólo informen las modificaciones que hayan realizado año a año (o en su caso que informen que no han realizado modificación alguna) para que sea más fácil (y más evidente) para los terceros notar e interpretar cuál ha sido la evolución de las políticas de *corporate governance* de cada compañía a lo largo del tiempo. Al menos por lo observado hasta el momento, la sensación que subyace al final de este análisis es que, si la CNV no toma una actitud más activa respecto de la

implementación del Código en estos aspectos, es posible que no se observen mayores avances en los próximos años, excepto que las compañías se vean motivadas o presionadas a hacerlo por la influencia de los mercados externos.⁵¹

Deducción N° 5: La baja adopción por parte de las emisoras (sobre todo de aquellas que no cotizan internacionalmente) de las recomendaciones inferidas del Código, y la forma de muchas de las respuestas negativas consignadas en los informes (que en varios casos en lugar de redactarse con un espíritu amigable hacia el mercado, parecen contestaciones de puntos de una demanda judicial), hace denotar que, un poco al contrario de lo que se esperaba,⁵² no parece haber aún en Argentina una cultura empresarial local demasiado receptiva de este tipo de iniciativas,⁵³ o al menos no parece haber una comprensión acabada de los supuestos beneficios que el *corporate governance* podría generar para las compañías.⁵⁴ Debe tenerse en cuenta también que la tradición jurídica en Argentina, donde la legislación imperativa es predominante (conceptos como el “cumpla o explique” le son ajenos), resulta ser más estática y más difícil de reformar que en otros países.

Sugerencia N° 5: Fomentar una cultura empresarial determinada no es una tarea fácil, y en general requiere de un largo plazo y de la intervención de todos los actores participantes de dicho ámbito, quienes deberían estar de acuerdo en realizar modificaciones al respecto. En tal sentido, sería irrisorio pensar que la CNV sea responsable de generar por sí sola cambios generalizados en ese sentido. Sin embargo, si bien la globalización de los mercados actualmente constituye tal vez el factor más influyente en los cambios de comportamiento de las culturas empresariales locales, es importante evitar la importación directa de conceptos propios de otras culturas empresariales que no sean trasplantables fácilmente al

⁵¹ En este sentido, Paolantonio (2010) afirma que: “*De hecho, el buen funcionamiento de la autoridad de control (...) es una condición para que el marco jurídico del mercado de capitales no sea letra muerta por falta de enforcement*”.

⁵² Ver IAGO (2006), donde se cita una encuesta realizada en 2006 por la Asociación de Contadores Certificados del Reino Unido, en colaboración con la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas, de la cual habría surgido como resultado que “*en Argentina existe un buen nivel de concienciación acerca de los temas relacionados con la gobernanza*”.

⁵³ Respecto de la importancia de la cultura empresarial para el éxito del *corporate governance*, ver Nicholson (2007).

⁵⁴ Frick (2010), en este sentido, sostiene que “*El caso de las empresas con oferta pública en la Argentina pone de manifiesto ciertos prejuicios respecto a los beneficios del buen GC que deben desterrarse*”.

contexto de negocios local.⁵⁵ A tal fin, a la par de las Sugerencias N° 2 y N° 3, debería revisarse el contenido del Código y verificar si, a partir de las respuestas de las compañías, algunos de sus puntos podrían adaptarse o bien erradicarse en función de la idiosincrasia empresarial local.⁵⁶ Por otra parte, sería igualmente de utilidad que se incluyesen expresamente en el Código los fundamentos y beneficios que justifican cada una de las recomendaciones allí efectuadas.

Deducción N° 6: De todas las deducciones anteriores, surge en forma evidente que por lo visto no ha existido en forma previa a la sanción del Código una interacción y un consenso amplios con todos actores de la comunidad interesados en estos temas (o en caso que se haya dado esa interacción,⁵⁷ evidentemente no hubo en la redacción final del Código un reflejo acabado de los consensos arribados). Esto se verifica simplemente en la limitada adopción de las recomendaciones del Código y en muchas de las respuestas de las compañías (en algunos casos hasta contestatarias) que se pueden leer en los informes.

Sugerencia N° 6: En eventuales futuras reformas que se realicen al Código, sería conveniente que se organicen reuniones y consultas tanto con las compañías emisoras, como con entidades empresariales locales y otros expertos en la materia, a fin de lograr un mayor consenso respecto del contenido del Código y que el mismo refleje una mayor aceptación en futuros informes.⁵⁸ Debe igualmente aclararse, que también pesa sobre el sector privado asumir su propia responsabilidad en el involucramiento que le corresponde.⁵⁹

⁵⁵ Sobre el problema de los trasplantes legales en temas de *corporate governance*, ver Jelonche (2007) y Cabanellas de las Cuevas (2009).

⁵⁶ Dice a este respecto Jelonche (2007): “*La armonización legal sigue una tendencia que responde a razones de gravitación económica inexorable, y la aproximación hacia el sistema jurídico predominante en los mercados internacionales (common law) encuentra su explicación. Principios, recomendaciones y modelos han circulado ampliamente y han inspirado modificaciones a la legislación societaria y bursátil, con diversa suerte. Parece claro, como resultado de todo ello, que las reformas exigen una tarea racional a fin de conservar la coherencia de cada ordenamiento jurídico*”. Y agrega: “*Parece cuestionable que la competitividad pueda surgir de la imitación de modelos contruidos en contextos económico-financieros distintos de los que imperan singularmente en los países en desarrollo*”.

⁵⁷ A lo cual la CNV se refiere expresamente cuando afirma haber cumplido con el Procedimiento de Elaboración Participativa de Normas, reglado por el Decreto N° 1172/2003.

⁵⁸ Villegas (2009) hace fuerte hincapié en este sentido.

⁵⁹ Frick (2010) destaca la necesidad de que, por ejemplo, los inversores institucionales cumplan un rol más protagónico como demandantes de buen gobierno corporativo, y se lamenta de que este tipo de control no tenga aún en Argentina la profundidad que ha alcanzado en otros mercados más desarrollados.

3.2. Eficiencia y legitimidad

Para finalizar el presente trabajo, cabe traer a colación ciertos estudios recientes que se han ocupado de analizar los motivos que han llevado a los diferentes países a adoptar un código de buenas prácticas corporativas.⁶⁰ Lo que tratan de indagar estos estudios es, fundamentalmente, si la adopción de esos códigos en los diferentes países se debe más a una intención de dotar de mayor eficiencia a sus mercados de capitales (mayor liquidez, mejor *pricing*, menor costo de capital) o bien a un afán por dotar de legitimidad social a los mercados locales frente a los ojos internacionales.

Viendo la forma en que la normativa de *corporate governance* se ha ido desarrollando en Argentina, pareciera que en un principio, mediante la sanción temprana del Decreto N° 677/2001, existían verdaderas motivaciones por lograr un mercado local más eficiente, sin perjuicio de que la necesidad de seguir las tendencias internacionales estuvo siempre expresamente presente en los considerandos del decreto. Sin embargo, en lo que respecta al Código de Gobierno Societario, su tardía sanción y las imperfecciones detectadas más arriba en este trabajo abonan la idea de que su confección parece más bien motivada en poder dotar al mercado local de mayor legitimación local frente a los ojos externos.

El problema de basar un código de buenas prácticas exclusivamente sobre motivos de legitimidad, es que se corre el riesgo de que el código no tenga mayor aplicación práctica en el mercado local y termine deviniendo letra muerta. Y en tal sentido, en el presente trabajo se ha podido demostrar que si la intención es evitar que el Código de Gobierno Societario argentino corra esa suerte, deberán revisarse ciertos aspectos del mismo a fin de mejorar su implementación. De lo contrario, es probable que el Código termine siendo un mero instrumento decorativo de legitimación que sólo causará efectos visibles en la medida que el mercado local se vea presionado o motivado a cambiar por las tendencias internacionales.

⁶⁰ Zattoni and Cuomo (2008).

CONCLUSIONES

El presente trabajo se ha propuesto verificar cuáles han sido los primeros resultados de la aplicación del Código de Gobierno Societario, a fin de, por una parte, corroborar si las críticas realizadas al mismo al tiempo de su sanción fueron acertadas, y, por otra parte, detectar imperfecciones que puedan ser mejoradas en un futuro próximo ante una eventual revisión del Código.

A lo largo de esta investigación, se ha podido verificar que, si bien las compañías han cumplido en un alto grado con la presentación de los informes de “cumpla o explique” y ello sin dudas aporta valiosa información respecto del estado de situación del *corporate governance* en el mercado local, existen ciertas imperfecciones y efectos no deseados en la implementación del Código que obstaculizan una aplicación satisfactoria del mismo. Así, se ha verificado que en términos generales las críticas formuladas al Código al momento de su sanción han sido acertadas, y se han detectado como principales problemas la errática metodología del Código, las superposiciones normativas, la falta de armonización interna y externa, la sindicalización de las empresas en las cuestiones de mayor resistencia, la falta de una cultura empresaria local desarrollada en esta materia, y el débil consenso existente detrás del contenido del Código.

Asimismo, se han propuesto en este trabajo algunas sugerencias que podrían contribuir a perfeccionar cada uno de esos aspectos, en el entendimiento de que el Código se encuentra en una etapa incipiente y que será objeto de revisiones periódicas tendientes a su mejoramiento. Entre ellas, se propone revisar cuál es el carácter que se desea dar al Código y a partir de allí definir a su metodología; se propone revisar el Código a fin de evitar todo tipo de superposición normativa y se sugieren algunas alternativas para ello; se propone una mayor coordinación de la normativa sobre *corporate governance* existente en el país así como una armonización explícita con los estándares internacionales; se sugiere una participación más activa de la autoridad de control en la implementación del Código; se sugiere revisar el Código a fin de evitar trasplantes legales inapropiados; y se fomenta una mayor discusión del contenido del Código con todos los partícipes del mercado que tengan interés en su aplicación.

Sin embargo, se concluye en la idea de que el éxito en la implementación del Código dependerá fundamentalmente de cuál sea la motivación subyacente a su aplicación. Esto es, si responde a verdaderas necesidades de lograr cambios en el gobierno corporativo de las empresas participantes del mercado de capitales local, o bien si responde a lograr una publicidad más aceptable del mercado local frente a los mercados internacionales. En la medida que la motivación del Código responda exclusivamente a criterios de legitimidad, es posible que el Código no genere demasiados cambios visibles en el *corporate governance* local, sino que ello quedará a merced de la mayor o menor presión o motivación que en cada momento ejerzan los mercados internacionales.

BIBLIOGRAFÍA

ANAND, Anita (2005), Voluntary vs. Mandatory Corporate Governance: Towards an Optimal Regulatory Framework, en *The Berkeley Electronic Press*, Legal Series, Paper 566.

APREDA, Rodolfo (2007), *Corporate Governance*, Buenos Aires, La Ley.

ARCOT, Sridhar, BRUNO, Valentina and FAURE-GRIMAUD (2005), Antoine, Corporate Governance in the UK: is the Comply-or-Explain Approach Working?, en LSE Discussion Paper Series No 001.

BCRA (2007), *Hoja de ruta para la implementación de Basilea II*, en www.bcra.gov.ar

BECHT, Marco, BOLTON, Patrick and ROËLL, Alisa, Governance and control, National Bureau of Economic Research, Working Paper 9371, en <http://www.nber.org/papers/w9371>

BERLE, A. and MEANS, G., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, McMillan.

BIS (2010), *Principles for enhancing corporate governance*, Basel Committee on Bank Supervision, Basilea, Bank for International Settlement.

CABANELLAS DE LAS CUEVAS, Guillermo (2009), El problema del llamado gobierno corporativo en la realidad societaria argentina, en Cabanellas de las Cuevas, Guillermo; dir. / Reina Tartière, Gabriel de, coord., *Mercado de capitales*, Buenos Aires, Heliasta.

CADBURY REPORT (1992): *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London, The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd.

CAMERINI, Marcelo (2007), *La transparencia en el mercado de capitales*, Buenos Aires, Ad-Hoc.

COASE, Ronald (1960), The Problem of Social Cost, *Journal of Law and Economics* 3: 1.

COMTÉ-SPONVILLE, André (2004), *Le capitalisme est-il moral?*, Paris, Albin Michel.

ESCUTI, Ignacio (2007), El interés social en la época del “corporate governance” y el anteproyecto de reforma, en Arecha, Martín, dir., *El voto en las sociedades y los concursos*, Buenos Aires, Instituto Argentino de Derecho Comercial.

FRICK, Pablo (2010), La transparencia corporativa y las calificadoras de riesgo en el mercado de valores, publicado en elDial.com – DC13A5.

GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE FORUM (2005a), Toolkit 2, Developing Corporate Governance Codes of Best Practice, Washington, World Bank.

GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE FORUM (2005b), Corporate Governance Codes of Best Practice, Rabat, publicado en www.oecd.org/dataoecd/18/40/35381639.pdf

GONDRA ROMERO, José María (2009), El control del poder de los directores de las grandes corporaciones, en Cabanellas de las Cuevas, Guillermo; dir. / Reina Tartière, Gabriel de, coord., *Mercado de capitales*, Buenos Aires, Heliasta.

HELMAN, Héctor (2009), Desempeño del Código y próximas tendencias, presentación ante la Asociación de Dirigentes de Empresas, publicado en la página web de la CNV: http://www.cnv.gob.ar/Publicaciones/Helman/HHelman_ADE_24_11_09.ppt

IAGO (2006), Newsletter N° 9, publicado en: http://www.iago.org.ar/comercio29/html/556998795NEWSLETTER_IAGO_Nro_9.pdf

IOSCO (2007), *Report from the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions*, Emerging Markets Committee.

JELONCHE, Edgar (2007), Gobierno societario y mercado de capitales, en *Derecho Comercial y de los Negocios*, Tomo I, Buenos Aires, Eudeba.

JUNYENT BAS, Francisco (2005), El impacto de la globalización en el gobierno de la empresa, el corporate governance y la responsabilidad de los administradores societarios, en *El Derecho*, Buenos Aires, Universitas, 214: 893.

LIONETTI DE ZORZI, Juan Pablo (2004), Aproximación a la problemática del gobierno corporativo (Breves apuntes sobre gobierno corporativo a raíz de la aparición del Decreto 677/2001 de “Régimen de la Transparencia Pública”), publicado en: elDial.com – DC3BE.

LUEGMAYER, Sebastián (2007), Aspectos legales y regulatorios del mercado de capitales en Argentina, en *Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones*, Buenos Aires, Rubinzal-Culzoni, 2007-A: 69.

MCKINSEY & Co. (2002), Global Investor Opinion Survey: Key Findings, en: www.mckinsey.com/governance

MONKS, Robert and MINOW (2004), Nell, *Corporate Governance*, 3ra edición (1ra en 1995), Oxford, UK, Blackwell Publishing.

NICHOLSON, Ignacio (2007), Las reformas sobre gobierno corporativo a seis años de su sanción, en *Jurisprudencia Argentina*, Abeledo Perrot, 2007-II: 1063.

ODRIOZOLA, Carlos (2006), La necesaria búsqueda del buen gobierno corporativo, en *Revista Jurídica Argentina La Ley*, Buenos Aires, La Ley, 2006-E: 1115.

OECD (2003), *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, Paris, OECD Publishing.

OECD (2004), *OECD Principles of Corporate Governance*, Paris, OECD Publishing.

OECD (2009), *The financial crisis. Reform and exit strategies*, Paris, OECD Publishing.

PAOLANTONIO, Martín (2010), El derecho del mercado de capitales, en *Revista de Derecho Comercial del Consumidor y de la Empresa*, Buenos Aires, La Ley, Año I, I: 261.

RECALDE CASTELLS (2004), La experiencia española en la instauración de la reglas de “buen gobierno” en las sociedades anónimas: un balance decepcionante, en Embid Irujo, José M.; direc., *Sociedades Comerciales. Los Administradores y los Socios. Gobierno corporativo*, Buenos Aires, Rubinzal-Culzoni, 1:193-210.

RODRÍGUEZ, Raquel (2010), Principales disposiciones de la Resolución 516/07 para elaborar un Código de Gobierno Corporativo, publicado en elDial.com - DC1320.

UNCTAD (2006), *Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure*, New York and Geneva, United Nations.

VANASCO, Carlos Augusto (2000), Reglas de buen gobierno (“corporate governance”), en *Revista de Derecho Privado y Comunitario*, Santa Fe, Rubinzal Culzoni, 2000-I: 9.

VILLEGAS, Marcelo, Transparencia y gobierno corporativo, en Cabanellas de las Cuevas, Guillermo; dir. / Reina Tartièrre, Gabriel de, coord., *Mercado de capitales*, Buenos Aires, Heliasta.

YMAZ VIDELA, Martín Rafael, Actualidad societaria y de otros entes, en *Revista Jurídica Argentina La Ley*, Buenos Aires, La Ley, 2009-D: 1000.

ZATTONI, Alessandro and CUOMO, Francesca (2008), Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives, en *Corporate Governance: An International Review*, 16: 1–15.

ŽIŽEK, Slavoj (2005), *Las suspensión política de la ética*, Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica.