



Gobierno Corporativo

Impacto en la empresa familiar (PyMES) en
Argentina

Eliana Scialabba y Mariano Carpineti

Tabla de contenido

1.	Introducción	3
2.	Gobierno Corporativo	6
2.1.	Antecedentes e implementación	6
2.2.	Gobierno Corporativo en Argentina.....	8
3.	Las empresas familiares en Argentina	11
3.1.	Gobernanza al interior de la empresa familiar.....	13
4.	Gobierno Corporativo y empresas familiares en Argentina	16
4.1.	Delegación de autoridad y alcances del directorio y la gerencia	17
4.2.	Diseminación de la información financiera.....	20
5.	Financiamiento de las PYMES: GC y cotización en la bolsa de valores	22
5.1.	Ventajas y desventajas de cotizar en bolsa de valores	24
5.2.	Claves de GG para el lanzamiento de la empresa al mercado de capitales	26
6.	Conclusiones	29
7.	Bibliografía	32

1. Introducción

El desarrollo industrial y de los diferentes mercados financieros, explicados por el continuo crecimiento económico, ha generado un excedente de dinero que las empresas han querido apropiarse a lo largo del tiempo. En muchos casos han captado estos recursos eludiendo leyes regulatorias a nivel nacional o regulaciones internas cuya finalidad era, precisamente, evitar este flagelo.

En numerosas ocasiones estas prácticas tienen efectos negativos sobre los gobiernos y, en la mayoría de los casos, sobre los accionistas minoritarios de la empresa, los cuales no cuentan con acceso detallado al movimiento financiero, contable e impositivo de la firma en la invierten, poniendo en juego sus inversiones y, en muchas oportunidades, generándoles cuantiosas pérdidas.

En este escenario, durante las últimas décadas ha comenzado a avanzarse en la implementación del Gobierno Corporativo (GC), principalmente en los países más desarrollados como los Estados Unidos, Canadá y los países de Europa Occidental, los cuales generaron las primeras regulaciones tendientes a corregir a estas fallas. Esto dio lugar a que los accionistas mayoritarios de una firma y sus administradores iniciaran un proceso de apertura de la información y de profesionalización y transparencia en el manejo de la misma.

En el mundo, el mercado de valores, los fondos de pensiones, sociedades mutualistas, compañías de seguros, sociedades de capital de riesgo y otros similares, forman parte importante del sistema financiero, y las necesidades de información sobre su inversión han sido definitivas en la incorporación a las empresas de las llamadas mejores prácticas corporativas.

Debido a la importancia de esta regulación a nivel global, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) emitió en el mes de mayo de 1999 y revisó en el año 2004 sus “Principios de Gobierno Corporativo”, en los que se encuentran las ideas básicas que dan forma al concepto que es utilizado por los países miembros y algunos otros en proceso de serlo.

Los principios de la OCDE contemplan que el marco de GC debe:

- Proteger los derechos de los accionistas.
- Asegurar el tratamiento equitativo para todos los accionistas, incluyendo a los minoritarios y a los extranjeros.
- Dar la oportunidad a todos los accionistas de obtener una efectiva reparación de los daños por la violación de sus derechos.
- Reconocer los derechos de terceras partes interesadas y promover una cooperación activa entre ellas y las sociedades en la creación de riqueza, generación de empleos y logro de empresas financieras sustentables.
- Garantizar la existencia de una revelación adecuada y a tiempo de todos los asuntos relevantes de la empresa, incluyendo la situación financiera, su desempeño, la tenencia accionaria y su administración.
- Asegurar la guía estratégica de la compañía, el monitoreo efectivo del equipo de dirección por el consejo de administración y las responsabilidades del Consejo de Administración con sus accionistas.

La OCDE y el Banco Mundial, a través de la Corporación Financiera Internacional, junto con el Foro Global de Gobierno Corporativo han establecido un amplio programa de difusión del concepto de GC en el mundo. Este programa incluye la celebración de mesas redondas por regiones geográficas.

En este marco, en América Latina se han llevado a cabo once mesas redondas de GC, de las cuales la primera se celebró en el año 2000 en San Pablo (Brasil), la segunda en 2001 en Buenos Aires (Argentina) y la tercera en el año 2002 en la Ciudad de México (México).

Debido a la notable expansión financiera y la creciente necesidad de regulación de la misma, en la actualidad los principios de GC son tan importantes como un desempeño financiero eficiente. Para remarcar la importancia de los mencionados principios, basta mencionar que alrededor del 80% de los inversores estarían dispuestos a pagar por la existencia de GC un precio más alto por cada acción de una empresa con un buen gobierno contra una empresa que no posee este

mecanismo de control; ya que este elemento le brinda una mayor seguridad a su inversión asegurando sanas prácticas corporativas.

Cuanto mayor sea la transparencia y más información exista, mayor será la confianza de los inversores en el mercado. Por lo tanto, el GC lejos de constituir una moda, debe ser considerado un concepto necesario para la sostenibilidad y crecimiento de las empresas y la sanidad de los mercados financieros en general.

2. Gobierno Corporativo

Durante los últimos años, la medición y análisis de las implicancias de las prácticas de Gobierno Corporativo (GC) han atraído a catedráticos, analistas de mercado, gerentes y entes reguladores.

La causa evidente de este fenómeno ha sido el impacto adverso de los conflictos de intereses entre los diferentes estamentos de las empresas y la visión de estos hacia el exterior, los cuales, en su mayoría, se trasladaban sector macro de la empresa y llevaban a que la empresa incurriera en mayores costos de capital.

Debido a la creciente importancia de estas prácticas a nivel mundial, es necesario presentar la definición, introducir los antecedentes de las mismas como así también su implementación a nivel mundial, destacando el caso Enron, para luego analizar la situación particular del GC en Argentina.

2.1. Antecedentes e implementación

Si bien el tema ha tomado relevancia durante los últimos años, el concepto no es nuevo. La noción de GC se utilizó por primera vez durante la década de 1960 para denotar la estructura y funcionamiento de la política corporativa. Exactamente, GC se define como el sistema de instituciones privadas con oferta pública de su capital, y públicas que regulan el reparto de beneficios entre todos los interesados, restringiendo de esta forma la discrecionalidad de quienes distribuyen beneficios.

En este contexto, entre los principales problemas que acarrea el no uso del conjunto de prácticas de GC es el que estas empresas suelen incurrir en situaciones de crisis financieras generando externalidades negativas para el sistema, aumentando de esta forma el riesgo sistémico del sector financiero en el que estas firmas se encuentran involucradas. Otra falla de mercado que pueden generar las empresas sin reglas de GC es la asimetría de información, los conflictos de alto apalancamiento financiero y la complejidad del sistema en el momento de la toma de decisiones.

Por lo mencionado previamente, el sistema financiero en general, y el bancario en particular, ha llevado a los diferentes entes reguladores a generar redes de contención para evitar estas fallas de mercado. De hecho, el sistema bancario mundial es pionero del buen uso de las prácticas de GC debido a que ha hecho uso de estas desde 1988, año en el que se suscribió el primero de los acuerdos de Basilea I. Ya en el segundo acuerdo (Basilea II) se enfatiza la importancia de la transparencia y la calidad de la información suministrada por la empresa - cabe recordar que estas prácticas están abocadas casi principalmente al sistema financiero - y el efecto que esta tiene sobre la disciplina del mercado.

Si bien se destaca el uso de las prácticas de GC por parte de las empresas que operan en el sistema financiero, de manera más reciente otros sectores de la economía fueron organizando y poniendo en funciones estas políticas y prácticas.

Lo que llevó a las firmas que operan fuera del sistema financiero a implementar reglas de GC fue la caída de grandes corporaciones que durante años fueron líderes de sus segmentos y por ineficientes prácticas de control interno y externo terminaron en la quiebra. Algunas de estas empresas fueron grandes corporaciones tales como Enron, WorldCom, Parmalat, Ahold.

De estos casos, el más emblemático fue el de Enron que desde la década de los '90 hasta el año 2001 utilizó los SPA - entidades de propósitos especiales - para eludir los diferentes controles que los organismos de control hacían periódicamente a la empresa.

Como resultado de esta violación, la hoja de balance de Enron siempre subestimaba sus pasivos, mientras que exageraba su patrimonio y sus ganancias, hasta que en un momento dado la firma reveló a sus accionistas que había cubierto el riesgo de sus propias inversiones fallidas con entidades de propósito especial. No obstante, los inversores eran ajenos al hecho de que las SPA estaban utilizando acciones de la propia empresa como garantías financieras para realizar estas operaciones de cobertura.

De esta forma Enron logró también con la SPA un rápido incremento de sus ganancias. En caso de necesidad de ingresos extras que le permitiera a la empresa mejorar su reporte financiero, la

firma vendía activos a las entidades de propósitos especiales y generaba ganancias instantáneas. Con el fin de evitar manejos financieros como el descripto, se están profundizando a nivel global las prácticas de GC.

Si bien hasta aquí se ha descripto GC de manera general, debe destacarse que dentro del conjunto de prácticas se encuentra un subconjunto de “buenas prácticas” que generan un protocolo de control interno para proteger a los accionistas de una empresa. Si bien definir esta última noción no es sencillo, considerando la propuesta de Chisari y Ferro (2009) las mismas pueden describirse como aquellas prácticas que reducen el riesgo para los accionistas y acreedores de las firmas y una fuerte caída de los costos del capital para la empresa.

De esta forma, el subconjunto de “buenas prácticas” debe contar con las siguientes características:

- Formulación de principios y reglas que permitan a las empresas que lo adoptan la implementación de los objetivos estratégicos que emanan de los estatutos de la empresa;
- Diseño de mecanismos de legitimización del poder, representación de la empresa familiar, compromiso y responsabilidad social y empresaria;
- Protocolos que permitan administrar conflictos de interés;
- Producción de información relevante, transparente, oportuna y clara;
- Asignación eficiente de recursos económicos.

2.2.Gobierno Corporativo en Argentina

Durante los últimos años se observa que en Argentina se verifica la concentración de empresas en grupos de inversionistas institucionalizados en contrapartida de lo que sucedía en décadas anteriores donde las empresas eran propiedad de las familias fundadoras.

Si bien en el país el sistema de GC se encuentra muy desarrollado respecto a otros países de la región, debe considerarse que comenzó a tomar relevancia a partir del año 1991. A fin de analizar las condiciones iniciales antes de la implementación de las prácticas de GC, se presentan

el marco subyacente, las nuevas reglas de juego en estructuras de capital y propiedad existentes, las cuales fueron relevadas por Apreda (2001):

- La estructura de propiedad era concentrada: durante un siglo los principales grupos de accionistas fueron las familias.
- En los directorios de estas empresas sólo eran designados directores propios.
- La mayor parte de las empresas generaban cláusulas en los estatutos de las empresas, las cuales favorecían a los grupos mayoritarios.
- Ninguna compañía emitió bonos en el mercado de capitales entre los años 1913 y 1990. Estas empresas se financiaban a través de préstamos bancarios, recursos propios y, en algunos casos muy particulares, emisión de acciones.

Asimismo, en el mismo documento el autor plantea que en Argentina la estructura de propiedad se encuentra dominada por el accionista mayoritario debido a que no existen los accionistas atomizados y la mayoría de los grandes accionistas de las empresas nacionales es de nacionalidad extranjera. Esto, junto a lo mencionado previamente, da lugar a que hasta los '90, las prácticas de GC no fueran generalizadas en el país.

Las reglas cambian a partir de los inicios de la década de 1990. En ese momento el gobierno de turno adoptó una serie de normas de GC, como si estuviera siguiendo la forma de los países de la *Common Law*, apartándose de la tradicional legislación civil. Si bien la implementación fue dándose gradualmente, una década después las reformas se centraron en el derecho del mercado de valores. Estas introdujeron los lineamientos básicos para la implementación de normas de GC y delinearon los detalles para que los entes reguladores - Comisión Nacional de Valores (CNV) - los instrumentaran.

En este contexto de reformas, en el año 2001 se firmó el decreto 677/2001 que regula el accionar de las empresas con oferta pública de acciones. Dicha ley fue sancionada por el Poder Ejecutivo Nacional con la finalidad de asegurar la plena vigencia de los derechos consagrados en el artículo 42 de la Constitución Nacional. A partir de dicha sanción se instaura un estatuto de los derechos del "consumidor financiero", se abordan los aspectos de transparencia en el ámbito de

la oferta pública y se avanza en el establecimiento de un marco jurídico adecuado que eleve el nivel de protección del ahorrista en el mercado de capitales.

Dado que los objetivos de los mercados financieros son promover su propio desarrollo, favorecer su liquidez, estabilidad, solvencia y transparencia, y crear mecanismos que permitan garantizar la eficiente asignación del ahorro privado hacia la inversión, es de vital importancia que los mismos se concentren en crear la "confianza" y "seguridad" necesarias para abaratar el costo del capital y aumentar el financiamiento de las empresas. Y aquí es donde aparece el GC como herramienta que permite crear dichas condiciones, pilares para el normal funcionamiento del sistema.

En el país, en especial en el sector financiero, además de la ley sancionada en 2001 se ha ido desarrollando de manera paralela legislación complementaria que ha permitido la instauración de estos principios.

El Banco Central de la República Argentina (BCRA) promovió la publicación "A 5201" en la que se especificaban las condiciones que debían cumplirse para implementar la práctica de GC en el sistema financiero nacional. Esta publicación tiene como base los lineamientos propuestos en los acuerdos de Basilea I y II, los cuales impusieron los requisitos mínimo para el capital que las instituciones financieras (en Basilea II se agregó el requisito de tener en cuenta el perfil del prestatario, es decir, disciplina de mercado por parte de la institución financiera).

3. Las empresas familiares en Argentina

A nivel mundial se observa que las empresas familiares tuvieron su origen en edades tan tempranas como la misma Revolución Industrial y tienen una alta participación en el PBI de sus respectivos países, llegando en muchos de ellos a estar en torno al 70% del valor generado.

En Argentina, dichas firmas son una fuente importante en el desarrollo económico, aunque por su tamaño u origen como empresas pequeñas, se considera que cuentan con un alto grado de ineficiencia en la asignación de recursos.

Para comprender mejor la situación de las empresas familiares es necesario comenzar por definir las. Si bien la definición de empresa o firma es sencilla, la de empresa familiar es más compleja debido a que los límites de estas es algo difuso.

Numerosos autores definen a una empresa familiar como una empresa pequeña que se originó por uno o más miembros de una familia con una misión concreta, es decir una firma que en sus orígenes contó con una pequeña escala de producción, poco personal y una producción específica. No obstante, esto es real de manera parcial, ya que muchas de estas empresas familiares o PyMES son firmas que han sobrevivido en el tiempo y han superado el stress que el crecimiento de estas sobrelleva (cabe recordar que la mayoría de las empresas familiares no logran sobrevivir más de cinco años).

Las empresas que poseen estas características cuentan con numerosas ventajas y desventajas. Sobre el primer punto es posible mencionar que las mismas pueden tener una visión de largo plazo sin la presión de la obtención de beneficios positivos inmediatos, los cuales son necesarios en una empresa de una estructura mayor. Otras ventajas, según Barugel (2005) son:

- La menor estructura de la empresa posibilita la mejor toma de decisiones ya que la línea de mando es más corta. Esto implica que estas firmas son altamente flexibles en la toma de decisiones.

- Existe menor rotación de los ejecutivos y mayor orientación al sacrificio por ser la empresa parte de propiedad propia.
- Se verifican menores costos de agente.
- Hay una mejor relación entre la empresa y los proveedores por ser esta relación parte de una relación de años de largo tiempo.

En tanto, las principales desventajas en la organización de estas empresas son que estas superponen los roles de empresa y familia (vulnerabilidad del principio de unidad de mando), existe falta de planificación financiera, alta resistencia al cambio y a la modernización de los procesos productivos y se verifica un exceso de desconfianza en la delegación de autoridad, lo que deriva en la imposibilidad de atraer y mantener gente talentosa que influya en el desarrollo de dicha firma.

A lo mencionado, debe agregarse que la situación de las empresas familiares se complica de sobremanera por la coyuntura económica y política que las mismas deben enfrentar a diario en su funcionamiento.

En el caso particular de Argentina, la situación política reinante durante los últimos cincuenta años ha llevado a constantes cambios en las reglas de juego de los diferentes mercados en las que estas empresas familiares interactúan: en muchas etapas se ha fomentado el accionar de las firmas macro y la concentración de empresas, mientras que en otras etapas se ha potenciado la diversificación, la sustitución de importaciones y, con esto, el contexto ideal para el crecimiento de empresas familiares.

Asimismo, a la situación política del país hay que sumarle los cambios en los ciclos económicos que llevaron al país a diversas crisis, las cuales perjudicaron el accionar de estas empresas. En este contexto puede mencionarse que el mayor crecimiento de las firmas familiares se dio luego de la Primera Guerra Mundial con el comienzo de la industrialización sustitutiva de importaciones, que se potenció de manera notable luego de la segunda posguerra en las décadas del '40 y '50. El marco económico vigente incentivaba la creación de estas firmas. Durante las dos décadas siguientes el desarrollo de estas empresas se vio mermado y se desaceleró respecto a

las décadas previas, mientras que en la década del '80, la crisis económica redujo la cantidad de empresas familiares e imposibilitó la apertura de nuevas.

3.1.Gobernancia al interior de la empresa familiar

Las empresas familiares cuentan con distintas etapas a lo largo de su vida. Estas tienen su origen a partir de la expansión económica y productiva de las mismas, y pueden resumirse tal como se presenta a continuación:

- El inicio de la empresa, es decir la fundación de la misma por parte de una familia que se junta con la intención de hacer realidad una idea, un proyecto.
- La segunda etapa es, quizás, la más importante ya que consiste en la organización de la empresa, el análisis de viabilidad económica, de mercado y de posibilidades de crecimiento y supervivencia que tiene la firma.
- La siguiente etapa, y una de las más complejas para la actualidad del país, es la delegación de poder. Esta consiste en alejar la estructura familiar y sustituirla por una de carácter profesional.
- La cuarta y última etapa es convertir la empresa creada como familiar en un *holding* con proyección internacional que asiente y asegure el futuro económico de la firma.

Tal como se mencionó, la primera etapa consiste en un proyecto que una familia decide llevar a la realidad. En Argentina, en numerosas ocasiones la creación de este tipo de empresas fue llevada adelante por inmigrantes que traían de Europa el conocimiento adquirido por sus ancestros. De esta forma, los inmigrantes intentaron reproducir lo que hacían sus familiares como un método de supervivencia.

Esta etapa se desarrolla muchas veces en un contexto familiar de mucho sacrificio y privaciones debido a que, en numerosas ocasiones, la coyuntura económica no colabora con las condiciones necesarias para la creación de este tipo de empresas. Dado que en la mayoría de los casos, estas firmas se crean con escaso o nulo acceso al financiamiento, esto lleva a que en esta fase tengan

una tasa de cierre muy alta: la mayoría de las empresas cierran o no logran sobrevivir a los primeros cinco años de vida.

Las firmas que sobreviven la etapa de fundación pasan a la fase de organización. En esta segunda la empresa ya cuenta con experiencia y conoce la realidad económica que enfrenta y el mercado en el que opera. De esta manera, es posible llevar adelante un ajuste y un reordenamiento de la organización teniendo en cuenta el contexto macro y microeconómico en el que la empresa se encuentra inmersa, analizando distintas estrategias que permitan continuar el proceso de expansión de la firma.

Durante esta fase suele verificarse la crisis del crecimiento, la cual tiene su origen en la transición de una etapa a la otra. Este punto es determinante ya que si las empresas no logran adaptarse de manera exitosa, terminan en un punto de estancamiento crónico o cerrando de manera definitiva.

La crisis que se da en la transición de la etapa fundacional a la organizativa se origina porque la familia o la estructura familiar que gobierna la empresa ya no puede estar al frente de las diversas jefaturas de la empresa. Durante este período, el agotamiento de los actores da lugar a la necesidad de incorporar mayor cantidad de personal técnico calificado.

La incorporación de nuevos cuadros de mando, junto con la expansión de la estructura organizativa de la empresa, comienza a generar diferencias sustanciales entre el equipo de profesionales y los representantes de la o las familias a cargo de las empresas.

Estos problemas de agencia y control - que algunas veces se manifiestan u otras veces no - llevan a dos caminos distintos. Si la crisis que se origina es superada, la firma pasa a la tercera etapa que es la delegación de poder dentro de la estructura de mando de la empresa, mientras que si la misma no puede superarse, las diferencias originadas al interior de la organización se genera una fuga de personal a otras empresas donde estos profesionales puedan desarrollar sus actividades.

La siguiente etapa es la delegación. Aquí la familia fundadora se retira de las áreas ejecutivas de la empresa y se queda a cargo del directorio, en el que la familia y los nuevos accionistas se dedican principalmente a generar los lineamientos estratégicos y deja que las áreas ejecutivas sean gobernadas por un conjunto de profesionales altamente calificados que avanzan con el crecimiento económico y productivo de la empresa considerando las decisiones estratégicas delineadas por el directorio.

La fase de holding es la etapa final en la evolución de una empresa. Con la estructura de mando de la organización y los alcances de cada puesto perfectamente definidos, con la firma (posiblemente) liderando el mercado y con la familia fundadora alejada ya de la vida ejecutiva, la empresa deja de ser familiar, y pasa a ser un holding.

En esta etapa también se crean organismos de control, tanto a nivel interno como externos a la firma, se diversifica la producción con la finalidad de disminuir los riesgos de shocks externos y la empresa se encuentra ampliamente orientada a la creación de valor para los accionistas.

4. Gobierno Corporativo y empresas familiares en Argentina

Las empresas que poseen protocolos de GC cuentan con el beneficio de poder acceder a un costo de capital mucho menor que las empresas que no cuentan con ellos, tal como se analizó en las secciones previas

No obstante, durante muchos años el financiamiento de las empresas familiares (o PyMES) se dio por la vía de la emisión de acciones y, mayoritariamente, por créditos bancarios que estas empresas podían obtener.

Este patrón de financiamiento de empresas familiares en Argentina se verifica por varios motivos. En primer lugar, la mayoría de las empresas de este tipo sostienen que la principal vía de financiamiento a la que acceden en el corto plazo son sus proveedores. Por otra parte, cuando las mismas necesitan afrontar inversiones de largo plazo, financian las mismas con recursos propios y/o algún tipo de préstamo subsidiado por el gobierno, en especial con créditos provenientes de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa (SEPyME).

Debe destacarse que la mayoría de las empresas que operan en este mercado desconocen otras vías de financiamiento alternativo. Asimismo, la mayor parte de las firmas no cuentan con información sobre la posibilidad de financiarse en el mercado de valores, ya que consideran al mismo como un mercado para grandes corporaciones, y en el caso de algunas empresas que tenían en cuenta la opción de financiarse en el mercado de valores debido a los menores costos de capital, la mayoría de ellas desconoce el mecanismo de la operatoria.

En el mismo sentido, los propietarios de empresas familiares también consideran que el requisito de mayor información financiera necesaria para operar en el mercado de valores constituye una desventaja importante debido a la escasa información económica que las mismas generan. En la mayoría de los casos las firmas observan estos requisitos como una carga adicional de trabajo para el escaso personal que suelen tener, de manera que los costos administrativos se elevaran para las empresas familiares que desean contar con este tipo de financiamiento.

Asimismo, estas empresas manifiestan que ante la posibilidad de apertura del capital la familia dominante perdería el poder de control y decisión, generando un temor infundado de pérdida de la propiedad del negocio frente al ingreso de “nuevos accionistas”.

En este contexto, y considerando el análisis realizado previamente, puede afirmarse que el principal problema que se verifica en las empresas familiares se da por dos motivos. Por un lado, la complejidad de realizar una correcta delegación de autoridad desde la familia que fundó la empresa a los nuevos profesionales que ingresan a la misma, lo que da lugar a problemas de propiedad y control. En tanto, por otra parte, los accionistas de estas empresas cuentan con escasa información financiera para la correcta toma de decisiones.

Con el fin de solucionar estos problemas que se hallan presentes en las empresas de carácter familiar, es necesario analizar en que etapa de crecimiento se encuentra la misma, ya que no es lo mismo el análisis estratégico que debe realizarse para una firma recién fundada que para una que cuenta con varios años en el mercado y ha logrado posicionarse.

4.1. Delegación de autoridad y alcances del directorio y la gerencia

Tal como se analizó en el punto en el que se examinó la gobernancia al interior de las empresas familiares en Argentina, muchos de los problemas descriptos comienzan a verificarse en etapas tan tempranas como las de fundación y organización de la firma.

En línea con esto, Barugel (2012) se refiere a la estructura de la empresa en su etapa fundacional como la del “sistema solar”, en la cual todas las decisiones estratégicas pasan por el presidente ejecutivo, el cual concentra toda la autoridad. Sin embargo, cuando la firma se expande, el fundador de la misma, por la propia naturaleza humana, no puede coordinar las actividades de todas las áreas, dando lugar al inicio de la delegación de poder dentro de la empresa.

La delegación de tareas, junto a la naturaleza dinámica de la empresa, da lugar a que aparezcan los primeros inconvenientes entre los profesionales que ingresan a la firma con el fin de sopesar la imposibilidad de la autoridad máxima de estar al mando de todas las jefaturas. En este

contexto, el principal problema se suscita frente a la necesidad de cambio de la estructura organizacional y la resistencia a las modificaciones del fundador de la empresa. No obstante, este es un punto crítico para la empresa: o se comienza a delegar el control de la misma, o la firma comienza a estancarse.

Si la idea es superar la crisis y avanzar hacia la siguiente etapa, estos problemas de delegación de autoridad pueden solucionarse. Para ello, los fundadores deben - bajo el “Código de Buenas Prácticas” - delinear los alcances y la autoridad de cada estamento de la empresa. Esto implica que deben definirse claramente los roles de los gerentes, directores y socios.

A fin de definir los roles de cada individuo en una firma, Hart y Moore (1999) desarrollaron un modelo de jerarquías basado en la asignación de autoridad.

Dado que los propietarios de la pequeña firma o de la empresa familiar que poseen la autoridad sobre las decisiones de la empresa no cuentan con el tiempo suficiente y/o la capacidad para ejercer sus funciones de manera eficiente, el modelo de jerarquías sirve para analizar la cadena óptima de mando, debido a que los diferentes agentes van a tener diferentes tareas: mientras algunos de ellos serán asignados a la coordinación general, otros llevarán a cabo las tareas relativas a su especialización. De esta forma se obtiene el grado óptimo de descentralización que la firma necesita y se determina cuáles son sus fronteras.

De esta forma, con una correcta descentralización de la empresa familiar comienzan a surgir diferentes responsabilidades que cada una de las partes involucradas debe tener en cuenta.

En el caso de una empresa con oferta pública, el directorio es el responsable frente a los accionistas, quienes, dado su derecho de propiedad, pueden promover y/o remover a los integrantes del mismo. Debe mencionarse, no obstante, que este punto es mucho más complejo en una firma en la que la gerencia es dominada por un accionista mayoritario.

De manera ideal, el directorio de la firma debe orientar su gestión a las actividades de largo plazo, fijando los objetivos estratégicos y buscando previsibilidad en el accionar económico de la

misma. Sin embargo, según lo expuesto en las secciones previas, la frenética actividad de la gerencia de la empresa lleva a sacrificar tiempo que podría ser utilizado de manera más eficiente para la organización de la estructura de mando de largo plazo.

Por lo analizado anteriormente y en el marco de la implementación de las prácticas de GC, el directorio de la empresa tiene las siguientes responsabilidades:

- Fijar las estrategias de la empresa, los planes de acciones importantes y evaluar los alcances de la política de riesgo.
- Monitorear la efectividad de las prácticas de GC, del gasto de capital, adquisiciones y ventas y establecer objetivos de desempeño.
- Seleccionar y monitorear la eficiencia de los ejecutivos claves y, en caso de considerarlo pertinente, realizar cambios que optimicen el funcionamiento de la empresa.
- Supervisar el sistema de control interno de la empresa familiar, así como controlar que la misma cumpla con todas las normas y leyes nacionales.
- Asegurar la integridad de los estados contables de la compañía mediante auditorías y supervisar el proceso de disseminación de la información financiera.

Cabe agregar que si bien en una empresa de tipo familiar es lógico e indispensable que los accionistas mayoritarios sean miembros de la familia fundadora, también resulta de vital importancia la presencia de directores externos a la misma, los cuales suelen ser más objetivos en la toma de decisiones. Asimismo, la presencia de estos últimos es necesaria para llevar adelante la transformación de la cultura de la firma, debido a que los fundadores suelen ser más conservadores y adversos al riesgo.

Por otra parte, la gerencia de la empresa familiar tiene a su cargo la conducción táctica una vez realizada la reasignación de tareas. La delegación de autoridad por parte del directorio en la gerencia no se da solamente por medio de contratos explícitos, sino que muchas veces estos se encuentran implícitos.

De esta forma, bajo el modelo de descentralización de mando, la gerencia de la firma familiar tiene la función de los “nuevos dueños de la empresa familiar”: convertir a los gerentes en los nuevos dueños de la empresa es una forma probada de crear valor en una compañía.

Una vez que las firmas se encuentran en etapas más avanzadas de su proceso evolutivo, a fin de controlar el correcto funcionamiento, numerosas empresas – sobre todo las de mayor tamaño - comienzan a conformar comités de auditorías con la finalidad de contar con un organismo de control. Estos comités están conformados por directores o miembros de la familia y un auditor externo y además de estos, muchas veces participan diferentes gerentes que se consideren necesarios a fin de tratar temas particulares.

Los comités de auditoría deben reunirse como mínimo una vez al mes con el objetivo de llevar a cabo sus funciones y remitir a los accionistas de la empresa un acta con los temas tratados durante dichas reuniones.

4.2. Diseminación de la información financiera

Cuando la empresa se encuentra en la tercera etapa, las tareas de delegación y coordinación se modifican de manera notable. En esta fase, la delegación de la autoridad ya se ha completado y se han delimitado los objetivos y los alcances de cada uno de los puestos de mando.

A partir de este momento comienzan a verificarse otros problemas importantes para la firma, aunque los mismos son de distinta naturaleza. Debido a que uno de los principales problemas a los que se enfrenta la empresa familiar es la escasa información financiera que esta genera para sus accionistas, se comienzan a generar asimetrías de información entre los puestos ejecutivos de la firma, los accionistas y el directorio.

Si bien muchos autores no tienen una posición única respecto de lo mencionado previamente, todos parecen ponerse de acuerdo en que el mayor problema se verifica en empresas que tienen capital social cerrado, es decir en aquellas en las que el capital se reparte de manera exclusiva entre los fundadores de la firma.

Por otra parte, profesionales que se desempeñan en el área de GC sostienen que las empresas familiares con capital de oferta pública no son problemáticas desde el punto de vista de la disponibilidad de información financiera. Debido a que estas firmas operan en el mercado de capitales deben presentar periódicamente documentación de la situación financiera para que los accionistas tengan conocimiento de la situación real de la empresa.

No obstante, dada la existencia de asimetría de información, en numerosas oportunidades los accionistas mayoritarios cuentan con mayor y mejor información que los accionistas minoritarios.

En ambos casos el conflicto se relaciona con la presencia de un diferencial de información entre quienes controlan o manejan la empresa (la gerencia) y aquellos interesados que no participan directamente en la dirección de la misma (accionistas), mientras que también se generan controversias entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios.

En el conflicto entre los gerentes y los accionistas o el consejo familiar, las de una empresa familiar las discrepancias de agencia se presentan por las dificultades que los propietarios (principales) enfrentan para monitorear el esfuerzo y la asignación de recursos por parte de los gerentes (agentes). Este tema es muy importante en una empresa que cotiza en la bolsa de valores, ya que la misma puede ser objeto de captura – *take over* – o compras hostiles.

5. Financiamiento de las PyMES: GC y cotización en la bolsa de valores

Numerosos estudios sostienen que la mejora de las prácticas de gobierno corporativo se traduce en mayor acceso, tanto al capital social como al financiamiento de deuda, lo que reduce el costo del capital para la empresa. En particular, el generar un marco de “buenas prácticas de GC” es el paso lógico hacia la salida de la empresa al mercado financiero.

Teniendo en cuenta que la mejora del modelo de gobierno puede ayudar a la empresa a adoptar mejores decisiones comerciales y estratégicas, es razonable pensar que las empresas mejor gobernadas lograrán mejores resultados operativos. Este potencial beneficio es importante, ya que se puede aplicar tanto a las empresas que cotizan en bolsa como a las que no lo hacen. Y es en este punto en el que se origina la posibilidad de analizar la viabilidad técnica de la empresa familiar para cotizar en la bolsa de valores.

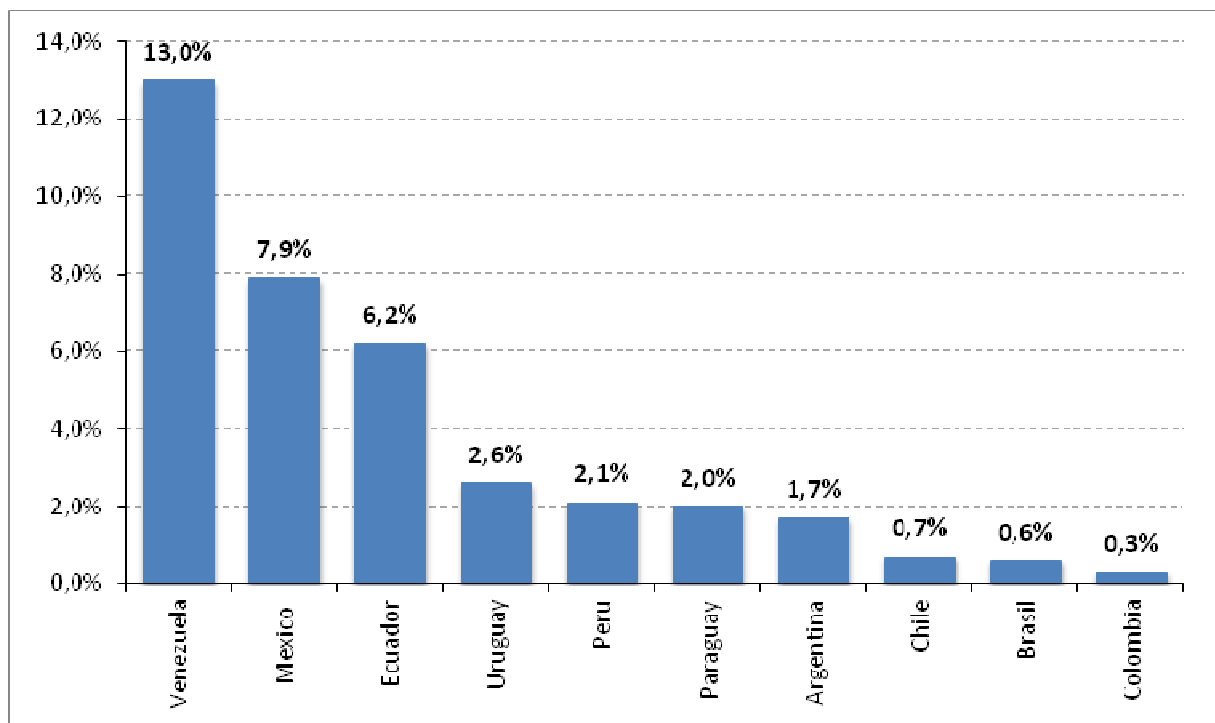
Analizando la posibilidad de financiamiento en la bolsa de valores, se encuentran países en los que el acceso al mercado de capitales es mucho más frecuente que en Argentina. De hecho, en Australia el 55 % de las empresas familiares pequeñas y/o empresas PyMES acceden al mercado de valores en busca de capitales.

Italia, en tanto, es el país europeo en el cual las empresas familiares tienen un mayor peso relativo a nivel regional, ya que el 52% de las empresas cotizan en bolsa. Asimismo, en el resto de los países del sur de Europa (España, Grecia y Portugal) se verifica una notable importancia relativa de las PyMES en el mercado de valores, ya que más del 40% de estas firmas cotizan en bolsa. En el otro extremo se ubica el Reino Unido, en el cual - a pesar de concentrar el 9,4% de las empresas familiares de Europa - cotiza en el mercado de valores solo un 11% del universo de compañías.

En el caso de América Latina, el peso relativo de las empresas familiares que cotizan en el mercado de valores es mucho más reducido que en Europa. En la región, el país con mayor participación de las PyMES en la bolsa es Venezuela, país en el que el 13% de las mencionadas firmas acceden al mercado de capitales.

Analizando los datos del Banco Mundial para el resto de América Latina, se verifica que la media de empresas que cotizan en bolsa es del 2%. Luego de Venezuela, por encima del promedio se ubican México (7,9%), Ecuador (6,2%), Uruguay (2,6%) y Perú (2,1%). Paraguay iguala la media y por debajo del porcentaje medio de firmas que cotizan se ubican Argentina (1,7%), Chile (0,7%), Brasil (0,6%) y Colombia (0,3%).

Gráfico 1: Ratio de PyMES que cotizan en el mercado de valores



Fuente: Banco Mundial

De esta forma, si bien Argentina se ubica por debajo del promedio regional, según las cifras proporcionadas por el Banco Mundial, el porcentaje de firmas PyMES que acceden al mercado de capitales es muy superior a países como Chile, Brasil y Colombia, con mercados financieros más desarrollados y profundos.

Lo mencionado previamente se explica por la baja inserción de las empresas familiares (o PyMES) en Argentina. Esto se debe a la existencia de alta informalidad en los procedimientos financieros y contables de dichas firmas, las cuales tienen diferentes aversiones a trabajar en mercados tan competitivos y eficientes a la hora de absorber capitales.

5.1. Ventajas y desventajas de cotizar en bolsa de valores

En la sección previa se analizó comparativamente a nivel mundial y regional el estado de las PyMES en cuanto a financiamiento a través del mercado de valores.

Si bien el mismo depende de varios factores tanto internos como externos a la firma, como de la profundidad del mercado de capitales en el país, a continuación se analizan en términos generales las ventajas y desventajas para las empresas que deciden financiarse a través de este mecanismo.

Operar en el mercado de acciones puede generar innumerables ventajas en una empresa. Entre estas, destacamos las siguientes.

En primer lugar, el financiamiento a través del mercado de valores dota a la empresa de mayor liquidez de las acciones de la firma. En este punto, la posesión de acciones líquidas genera beneficios tanto para la empresa como para los accionistas.

Desde el punto de vista de la empresa, los beneficios pueden exteriorizarse a través de la posibilidad de colocar sus propias acciones como garantía, a la hora de tomar un préstamo. Del lado de los accionistas, la ganancia se observa al momento tener mejores oportunidades de vender las mismas, dado que existe un mercado dinámico para dichas acciones.

Otra ventaja adicional es que mejora la posición financiera de la empresa. Esto tiene su origen en la posibilidad de poseer información pública. Dados los estrictos requerimientos de la Comisión Nacional de Valores (CNV), la información pública proporciona a las empresas mejores calificaciones de riesgo, lo que le permite obtener menores tasas de interés y mejor posición a la hora de negociar descuentos de cheques, préstamos o cualquier otra vía de financiamiento.

Asimismo, operar en el mercado de valores produce un aumento potencial de las acciones de las PyMES como resultado de la interacción de la oferta y la demanda en el mercado de dichos activos financieros. Las operaciones de mercado pueden proporcionar mejoras en el precio de la

acción, generando de esta forma más valor para los accionistas y como consecuencia de esto es posible evitar una compra hostil.

Otra de las ventajas derivadas de operar en la plaza financiera es que mejora la imagen de la empresa. El hecho de cotizar en el mercado de valores dota a la firma de una mejor reputación ante sus competidores y proveedores y un mayor prestigio.

Esta mejor reputación se da como consecuencia del aumento en la transparencia de las finanzas de la empresa, debido al mejoramiento en las prácticas de auditoría que se plasman en el Protocolo de Gobierno Corporativo, especialmente en el manual de buenas conductas de la firma.

Si bien hasta aquí se presentaron las ventajas más importantes que obtienen las pequeñas y medianas empresas que deciden comenzar a financiarse a través del mercado de capitales, también existen varias desventajas, las cuales es necesario analizar.

En primer lugar, aparece el punto más difícil para las empresas familiares de escaso tamaño, que es la pérdida de privacidad que sufren. Esto ocurre debido a que las mismas no están acostumbradas a revelar la información financiera.

Por otra parte, y ligado con el punto anterior, se verifica la pérdida de autonomía, como consecuencia de la llegada de nuevos accionistas a la empresa. La salida de la empresa a la bolsa de valores, no sólo trae nuevos recursos financieros, sino que con ellos llegan los nuevos accionistas de la empresa, aun en un contexto en el cual la familia fundadora de la firma continúa siendo el accionista mayoritario.

Otra de las desventajas que se presenta es la mayor responsabilidad de la gerencia de la empresa. Las compañías con oferta pública tienen mayor responsabilidad que las firmas que no cuentan con acceso a este tipo de financiamiento.

En este punto se destaca que la empresa debe demostrar de manera continua una alta performance para mantener y/o incrementar el precio de las acciones. Asimismo, estas firmas

deben suministrar información contable de acuerdo a la legislación de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y del protocolo de buenas conductas de la empresa.

Por otra parte, un riesgo que asume la empresa familiar cuando comienza a financiarse en el mercado de capitales es la posibilidad de absorción por parte de otras empresas y/o inversionistas, debido a que la emisión de acciones en el mercado puede generar el cambio de manos de la firma.

Por último, deben considerarse los costos iniciales debido a que la salida de la empresa a la cotización en los mercados de acciones trae aparejados ciertos costos adicionales e iniciales que la empresa interesada tiene que soportar.

5.2. Claves de GG para el lanzamiento de la empresa al mercado de capitales

Como se ha analizado a lo largo del presente artículo, cotizar en la bolsa de valores es un proceso largo y complicado que no tiene lugar de la noche a la mañana.

Debido a estas condiciones de mercado es necesario que las empresas familiares o PyMES que planean cotizar en el mercado financiero obtengan asesoramiento y asistencia profesional en diversas áreas legales, técnicas, financieras y de comercialización.

Además, en la actualidad una cantidad creciente de inversores están exigiendo que las compañías que cotizan en la bolsa de valores presenten un historial de largo plazo de buenas prácticas de GC, previo al lanzamiento de la acción al mercado propiamente dicho. En particular, tanto los inversores como el mercado tienen una alta valoración por las prácticas de la compañía en las áreas de la junta directiva, los derechos de los accionistas y la transparencia y divulgación de la información.

En este sentido, a fin de facilitar el ingreso al mercado de capitales de las empresas en general y las PyMES en particular, el Banco Mundial, a través de la Corporación Financiera Internacional (CFI), elaboró un manual de Buenas Prácticas en las cuales enumera lo que los inversores

esperan de las empresas que cotizan en la bolsa de comercio, en cuanto a los aspectos mencionados previamente. Los puntos a destacar de dicho manual son:

En cuanto a los derechos de los accionistas, el Banco Mundial destaca la necesidad de:

- Clara protección de accionistas minoritarios en el estatuto y los reglamentos.
- Notificación adecuada y agenda compartida de todas las reuniones de accionistas.
- Capacidad para participar y votar significativamente en las reuniones de accionistas (por ejemplo, a través del voto acumulativo para los directores).
- Tratamiento equitativo con relación a la divulgación de información (acuerdos materiales de accionistas, conflictos de interés, etc.)
- Claridad en derechos de diferentes clases de acciones (por ejemplo, diferenciación de derechos de voto y derechos económicos).
- Tratamiento equitativo en cambios de control (por ejemplo, derechos de venta por adhesión).

En tanto, respecto a la junta directiva, los lineamientos propuestos en el manual de Buenas Prácticas son:

- Existencia de una junta directiva altamente dinámica y proactiva frente a los cambios y profesionales altamente especializados en el área (por ejemplo en las áreas de comercialización, mercados financieros internacionales y pericia en comités de auditoría).
- Fuerte componente de independencia de la junta directiva con respecto al área ejecutiva de la empresa.
- Papeles separados del Presidente y el Director General.
- Programa y agenda de reuniones regulares con el fin de conocer en todo momento la evolución financiera, contable y legal de la empresa.
- Existencia de comités de la junta directiva responsables de supervisión en áreas clave (auditoría, gobierno y nominación y remuneraciones).
- Educación inicial y continua de los directores.
- Evaluación periódica de los directores.

Por último, en cuanto a los lineamientos de transparencia y divulgación, las directrices indicadas en el mencionado documento son:

- Información preparada y divulgada de acuerdo con normas contable, financiera y no financiera de alta calidad.
- Auditoría anual conducida por un auditor independiente, competente y calificado de acuerdo con las Normas Internacionales de Auditoría.
- Auditores externos que rinden cuentas ante accionistas y sienten la obligación ante la compañía de ejercer un debido cuidado profesional en la realización de su auditoría.
- Los canales para diseminar la información deberán brindar acceso equitativo, oportuno y eficiente en el costo a información pertinente de parte de los usuarios.

Si bien es una amplia cantidad de requisitos que el documento del Banco Mundial establece, en la medida que se puedan cumplir la mayor cantidad de los mismos, mayores beneficios obtendrá la empresa en cuanto a costo de financiamiento de capital. Asimismo, esto fortalecerá la estructura de la empresa familiar, independientemente del acceso al mercado de capitales.

6. Conclusiones

Durante los últimos años ha surgido un enorme interés por entender los mecanismos que componen el GC y sus efectos sobre el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento económico.

Parte importante de este fenómeno puede ser explicada por tres determinantes. En primer lugar, la creciente contribución académica ha permitido tener una mayor comprensión de los alcances del GC, indicando los incentivos económicos que explican las estructuras corporativas existentes y proporcionando evidencia empírica respecto a sus consecuencias. En segundo lugar, debe destacarse que la globalización e internacionalización de los mercados financieros y del mundo corporativo han hecho percibir la existencia de diferencias fundamentales entre las estructuras corporativas en las distintas economías.

Asimismo, en los últimos tiempos se hizo evidente, especialmente en las economías en desarrollo, la necesidad de establecer leyes y regulaciones que permitan realizar una ordenada transición hacia la corporación globalizada con el menor perjuicio para los accionistas minoritarios y otros *stakeholders* locales, manteniendo el trato equitativo entre ellos y los inversionistas extranjeros. Este último determinante constituye un proceso fundamental para un desarrollo racional del mercado de capitales a nivel local, el cual provea de fuentes de financiamiento externo a empresas que no cuentan con un mercado de capitales interno que las apoye o que se involucren en actividades que requieren de un cierto grado de innovación tecnológica.

Por otra parte, en el marco del presente estudio, debe destacarse que las empresas familiares o PyMES constituyen la espina dorsal y el mayor impulsor del crecimiento de muchas, si no de la mayoría, de las economías a nivel mundial. Si bien en Argentina son las principales generadoras de puestos de trabajo y producción, debido a las características estructurales de la economía estas cuentan con una alta informalidad.

La implementación de unas buenas prácticas de GC contribuyen a la competitividad responsable, tanto a nivel de las empresas como a nivel sectorial y macroeconómico. A nivel de las empresas, el contar con prácticas de GC mejora la disponibilidad y las condiciones de obtención de recursos financieros (ofrece menores costos de monitoreo y menores riesgos relacionados con su gestión), y permite el establecimiento de acuerdos en mejores condiciones y a mayores plazos con otros grupos de interés (proveedores, clientes o empleados) al contar con una contraparte que ofrece una mayor transparencia y una mejor concentración en la generación de valor. A nivel agregado, la implementación de protocolo de GC ayuda al desarrollo institucional de sistema financiero y del mercado de valores.

Por otra parte, debido a su naturaleza, las empresas familiares pequeñas o PyMES enfrentan muchos desafíos adicionales a los que tienen sus contrapartes más desarrolladas. Estos desafíos, en numerosos casos, pueden ser abordados adoptando una sólida estructura de gobierno corporativo (GC) dentro de la firma.

La implementación de la estructura o protocolo de GC debe generar las responsabilidades, derechos y la interacción entre cada estamento de la empresa. De esta forma, la responsabilidad de las tareas de GC en una empresa de tipo familiar es compartida generalmente entre los dueños, la junta directiva y la alta gerencia.

Además de la implementación de las prácticas de GC, la responsabilidad de los miembros de la familia fundadora debe ser la de velar por el crecimiento económico de la empresa en el largo plazo y solucionar rápida y eficientemente los conflictos intra-familia.

En el marco descripto, la fijación de un sólido sistema de gobierno corporativo temprano en el ciclo de vida de la firma ayudará a prever y resolver conflictos potenciales entre miembros de la familia relativos a temas comerciales, estratégicos y/o de control. Además de su propio gobierno, los miembros de la familia fundadora de la empresa deberán fijar una estructura adecuada para la junta directiva y la alta gerencia de su compañía.

Finalmente, es muy importante que las familias empresarias tomen conciencia de la importancia de la analizada temática y comiencen a construir e implementar una estructura de gobierno corporativo compatible con las necesidades actuales del mercado financiero lo antes posible, lo que, llegado el caso de necesidad de recursos extra para ampliar la firma, le permitirá fondearse a menores costos.

Esperar hasta que el tamaño de la empresa sea muy grande y sus operaciones comerciales más complejas haría que sea muy difícil tratar los conflictos ya existentes entre miembros de la familia. Una estructura de gobierno oportuna y clara haría más fácil mantener la cohesión familiar y el interés de sus miembros en la familia y su empresa.

7. Bibliografía

- Adams, Mehran, (2003), “Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies?”. FRBNY Economic Policy Review 9, 123-142.
- Apreda, R., (2006), “Subsidiarity Portfolios and Separation Compacts to Enhance the Governance of State-Owned Banks”. Documento de Trabajo N° 317, Universidad del CEMA.
- _____, (2005), “The Subsidiarity Principle and the Negative Spread. A Case in Point for the Governance of State-owned Banks”. Documento de Trabajo N° 308, Universidad del CEMA.
- Banco Internacional de Pagos, (2005), “Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations”, Basel Committee on Banking Supervision, Consultative Document. 75.
- _____, (1995), “The Supervision of Financial Conglomerates”, Basel Committee on Banking Supervision.
- Barbafina, M., (2006), “Gobierno Corporativo: ¿Qué piensan los ejecutivos de finanzas?”, CEO Argentina, Responsabilidad Empresarial y Social, Gobierno Corporativo. Hot Topics, Nro. 3.
- Barugel, E., (2012), “Gobierno Corporativo en la PyME: Arquitectura de organización para la supervivencia y la separación de propiedad y control”, UCEMA. Septiembre.
- _____, (2010), “Gobierno corporativo en la empresa familiar - Arquitecturas diseñadas para superar la crisis de la delegación”, UCEMA.
- _____, (2005), “La gobernancia en las empresas de familia.: un código de buenas prácticas para la supervivencia”, UCEMA. Junio.
- Centro para la Estabilidad Financiera, (2005a), “El Gobierno Corporativo en Argentina”. Nota de Política N° 5.
- _____, (2005b), “Cooperativas Financieras en Argentina”. Nota de Política N° 4.
- Chisari, O., Ferro, G., (2009), “Corporate Governance: the problems, the current stage of the discussion and a measurement exercise for Argentina” UADE-Conicet. Abril.
- Elosegui, P., Pozzo, H. y Sangiácomo, M., (2005), “Argentina: El Efecto de la Crisis sobre la Estructura de Financiamiento de Empresas de Oferta Pública”. Documento de Trabajo N° 9, Centro para la Estabilidad Financiera.

- Felices, C., (2006), "Sin lugar a dudas trabajar de un modo transparente y en estricto cumplimiento de las regulaciones vigentes genera resultados favorables para la empresa y sus stakeholders", CEO Argentina, Responsabilidad Empresarial y Social, Gobierno Corporativo. Hot Topics, Nro. 3.
- Hart, O., Moore, J., (1999), "On the design of Heirarquies: Coordination versus Specialization". Working Paper 7388. National Bureau of Economics Research.
- Investment and Financial Services Association Limited, (2002), "Corporate Governance: A Guide for Funds Managers and Corporations", Australia.
- Kozak M., (2011), "Las buenas prácticas de Gobierno Corporativo: una perspectiva desde las emisoras argentinas".
- MacNaughton, J., (2004), "The Canadian Experience on Governance, Accountability and Investment". En Musalem y Palacios (2004).
- Mantiñan, J., et al, (2011), "Gobierno Corporativo en Latinoamérica". Global Corporate Governance Forum. 2010-2011.
- Nogueira, J. M., (2000), "La importancia del gobierno corporativo", Libro Blanco de la RSE.
- Ocampo, M., (2011), "El GC de entidades financieras sí importa: la comunicación "A" 5201 de Banco Central y los lineamientos para el gobierno societario de entidades financieras y sus derivaciones", Derecho Comercial del Consumidor y de la Empresa, Año II, N°4, Agosto.
- Office of the Superintendent of Financial Institutions, (2003), "Corporate Governance Guideline", Canadá.
- Organization for Economic Co-operation and Development ,(2002), "Revised Guidelines for Pension Fund Governance".
- Sajon, E., (2006), "Panorama argentino hacia un modelo integrador: Governance, Risk and Compliance", CEO Argentina, Responsabilidad Empresarial y Social, Gobierno Corporativo. Hot Topics, Nro. 3.
- Scialabba, E., Carpineti, M., Scialabba, M., (2013), "Heterogeneidad estructural e innovación en las PyMEs: el caso de América Latina", Reconciliando Mundos, Número 18, Año 4, Noviembre / Diciembre.
- Shah, A., Sunder, S., (1999), "Directors Incentives and Corporate Performance". Research Institute for Economic and Business. Cambridge MA.

Vázquez, A., (2006), "El buen Gobierno Corporativo es un aliado del éxito y el desarrollo sustentable de las empresas en un escenario de extrema competencia global", CEO Argentina, Responsabilidad Empresarial y Social, Gobierno Corporativo. Hot Topics, Nro. 3.